

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Державний вищий навчальний заклад
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
імені ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

З. А. Мацук

**ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ НА
РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ
УКРАЇНИ:
теорія та практика**

Монографія

УДК 336.76
М 36

Рецензенти

Ю. М. Коваленко, д.е.н., проф.
(Університет державної фіскальної служби України)

І. Г. Ткачук, д.е.н., проф.
(Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника)

Л. О. Примостка, д.е.н., проф.
(ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»)

Рекомендовано до друку

*Вченою радою Державного вищого навчального закладу
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
Протокол № 6 від 01.02.2018*

Мацук З. А.

М 36 Фінансові послуги на ринку цінних паперів України:
теорія та практика: монографія / З. А. Мацук. – Київ:
КНЕУ, 2018. – 367 [1] с.
ISBN 978–966–926–229–5

У монографії досліджено фінансову послугу як економічне явище на ринку цінних паперів. Розглянуто теоретико-методологічні аспекти, пов'язані із визначенням торгівлі фінансовими активами як вихідної основи дослідження фінансових послуг на ринку цінних паперів. Розкрито економічну природу фінансових послуг, проведено їх класифікацію, висвітлено методологічні проблеми інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів. Доведено необхідність застосування теорії інституціоналізму як методології дослідження проблем розвитку ринку цінних паперів. Значну увагу приділено ролі формальних та неформальних інститутів у торгівлі фінансовими активами.

Розрахована на науковців та практиків, які працюють у сфері фінансових послуг на ринку цінних паперів, викладачів, аспірантів, а також усіх, хто цікавиться проблематикою розвитку ринку цінних паперів в Україні.

УДК 336.76

*Розповсюджувати та тиражувати без офіційного дозволу
КНЕУ забороняється*

ISBN 978–966–926–229–5

© З. А. Мацук, 2018
© КНЕУ, 2018

MINISTRY OF EDUCATION AND SCIENCE OF UKRAINE
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

Z. Matsuk

**FINANCIAL SERVICES
ON THE UKRAINIAN
SECURITIES MARKET:**
theory and practice

Monograph

UDC 336.76
M 36

Reviewers:

Kovalenko Y. M., Doctor of Economics, Professor
(University of State Fiscal Service of Ukraine)

Tkachuk I. G., Doctor of Economics, Professor
(The Vasyl Stefanyk Precarpathian National University)

Prymostka L. O., Doctor of Economics, Professor
(Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman)

*Approved for publication by the Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman Academic Board
(Minutes No. 6 of 01 February 2018)*

Matsuk Z.

M 36 Financial services on the Ukrainian securities market: theory
and practice: Monograph / Z. Matsuk. – Kyiv : KNEU, 2018. –
368 p.
ISBN 978–966–926–229–5

The monograph focuses on the financial services as an economic phenomenon on the securities market. Theoretical and methodological aspects related to the definition of financial assets trading as a starting point for the study of financial services on the securities market are considered. The economic nature of financial services is disclosed, their classification has been made, and methodological problems of the infrastructure security of the securities market are highlighted. The necessity of applying the institutional economics theory as a methodology for exploring the problems of securities market development is proved. Considerable attention is paid to the role of formal and informal institutions in the financial assets trading.

The monograph is intended for scientists and practitioners who work in the field of financial services on the securities market, educators, graduate students, and those who are interested in the development of the securities market in Ukraine.

UDC 336.76

ISBN 978–966–926–229–5

© Matsuk Z. A., 2018
© KHEY, 2018

ЗМІСТ

Перелік скорочень.	9
ПЕРЕДМОВА	10
PREFACE.	15
Розділ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ	20
1.1. Еволюція наукової думки у трактуванні послуг, передумови та чинники виділення послуги як економічного блага	20
1.2. Методологічні підходи до вивчення сутності торгівлі фінансовими активами як вихідної основи дослідження фінансової послуги	32
1.3. Теоретичні аспекти визначення фінансової послуги як економічної категорії	60
Розділ 2. ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ ЯК ОСНОВА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	84
2.1. Теоретико-практичні засади класифікації фінансових послуг	84
2.2. Види фінансових послуг з огляду на методологію дослідження сутності ринку цінних паперів.	100
2.3. Система інституційно-інфраструктурного забезпечення фінансових послуг на ринку цінних паперів.	110
Розділ 3. ІНСТИТУЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ ТА ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ЙОГО ФУНКЦІОНУВАННЯ.	138
3.1. Інституційне поле ринку цінних паперів та його роль в організації торгівлі фінансовими активами	138
3.2. Формальні інститути в системі державного регулювання ринку цінних паперів	163

3.3. Національна ментальність та інституційна довіра в системі неформальних інститутів ринку цінних паперів . . .	194
---	-----

Розділ 4. ІНФРАСТРУКТУРА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ: ПРОБЛЕМИ ПОБУДОВИ ТА ЕФЕКТИВНОГО ФУНКЦІОНУВАННЯ	220
---	------------

4.1. Архітектоніка інфраструктури ринку цінних паперів України	220
4.2. Фінансові посередники та їх роль у забезпеченні стабільного функціонування ринку цінних паперів	254
4.3. Тенденції та суперечності розвитку інформаційно- аналітичного забезпечення ринку цінних паперів	280

ПІСЛЯСЛОВО	309
----------------------	-----

ДОДАТКИ	312
-------------------	-----

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	344
--------------------------------------	-----

CONTENTS

List of abbreviations	9
PREFACE	15
<i>Section 1. THEORETICAL AND METHODOLOGICAL FOUNDATIONS OF FINANCIAL SERVICES RESEARCH</i>	20
1.1. Evolution of scientific thought concerning the interpretation of services, preconditions and factors of allocation of services as an economic benefit	20
1.2. Methodological approaches to the study of the essence of financial assets trading as the initial basis for the financial services research	32
1.3. Theoretical aspects of definition of financial services as an economic category	60
<i>Section 2. FINANCIAL SERVICES AS THE BASIS OF PROVIDING THE FUNCTIONING OF THE SECURITIES MARKET.</i>	84
2.1. Theoretical and practical principles of financial services classification.	84
2.2. Types of financial services from the perspective of the securities market research methodology	100
2.3. System of institutional and infrastructural support of financial services on the securities market	110
<i>Section 3. INSTITUTIONAL SUPPORT OF THE SECURITIES MARKET AND THE ESTIMATION OF EFFICIENCY OF ITS FUNCTIONING</i>	138
3.1. Institutional field of the securities market and its role in the organization of financial assets trading	138
3.2. Formal institutions in the state regulation system of the securities market	136

3.3. National mentality and institutional trust in the system of informal institutions of the securities market	194
---	-----

<i>Section 4. INFRASTRUCTURE OF THE SECURITIES MARKET IN UKRAINE: THE PROBLEMS OF FORMATION AND EFFECTIVE FUNCTIONING</i> .	220
4.1. Infrastructure architectonic of the securities market in Ukraine.	220
4.2. Financial intermediaries and their role in ensuring the stable securities market functioning	254
4.3. Trends and contradictions in the development of information and analytical support for the securities market . . .	280
AFTERWORD	309
APPENDIXES	312
REFERENCE LIST	344

Перелік скорочень

АРІФРУ	Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України
АУФРУ	Асоціація учасників фондового ринку України
АУФТ	Асоціація «Українські фондові торговці»
ВВП	Валовий внутрішній продукт
ВДЦП	Всеукраїнський депозитарій цінних паперів
ВР	Верховна Рада
ГАТС	Генеральна угода про торгівлю послугами
ЄС	Європейський Союз
ІСІ	Інститути спільного інвестування
КВЕД	Класифікація видів економічної діяльності
КМУ	Кабінет Міністрів України
КУА	Компанія з управління активами
МФС	Міжрегіональний фондовий союз
Нацкомфінпослуг	Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг
НБУ	Національний банк України
НКЦПФР	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
ОВДП	Облігація внутрішньої державної позики
ПАРД	Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв
ПФТС	Перша Фондова Торгова Система
СОТ	Світова організація торгівлі
СРО	Саморегульована організація
УАІБ	Українська асоціація інвестиційного бізнесу
УНІАН	Українське Незалежне Інформаційне Агентство Новин
ЮНКТАД	Конференція ООН з торгівлі та розвитку
ADR	American Depositary Receipt
IPO	Initial Public Offering
USAID	United States Agency for International Development

ПЕРЕДМОВА

На сучасному етапі розвитку економіки характерною особливістю формування ринку цінних паперів є панівна роль та значення сфери фінансових послуг. Фінансова послуга дозволяє максимально ефективно акумулювати на ринку вільні заощадження, трансформувати їх надалі в інвестиційний капітал, забезпечуючи потреби у фінансових ресурсах як суб'єктів господарювання, так і економіки загалом. Ефективно організований, дієвий ринок цінних паперів є одним із найважливіших факторів зростання економіки країни та рівня соціально-економічного добробуту її громадян. Відтак це значно актуалізує та підсилює науковий інтерес дослідників до вивчення проблем ефективного формування, розвитку та функціонування фінансових послуг на ринку цінних паперів.

Розвиток фінансових послуг на ринку цінних паперів обумовлюється процесами глобалізації та інтеграції вітчизняного фінансового ринку у світовий фінансовий простір. В результаті удосконалюються економічні відносини в процесі інвестиційної діяльності, трансформується інфраструктура ринку цінних паперів, з'являються нові її елементи; онлайн-торгівля фінансовими активами починає охоплювати все більшу кількість людей.

Дослідження наявних на ринку цінних паперів проблем та пошук шляхів їх розв'язання обумовлюють науковий інтерес та необхідність поглибленого вивчення економічної природи фінансових послуг, обґрунтування їх ролі та значення на ринку цінних паперів, створення умов для можливості їх ефективного функціонування та розвитку.

Саме до таких досліджень належить дана монографія, підготовлена автором, що має багаторічний досвід викладання економічних дисциплін та практичний досвід роботи на ринку цінних паперів України, опубліковані наукові праці з проблем теорії та практики у сфері фінансових послуг. Поєднання теоретичних знань з фінансової теорії, фінансової кібернетики, економічної статистики та ризик-менеджменту з практичним досвідом торгів-

лі фінансовими активами на ринку цінних паперів дозволило автору одержати синергічний ефект комплексного аналізу окреслених проблем.

У Розділі 1 обґрунтовано теоретико-методологічні підходи до розкриття сутності фінансових послуг. Досліджено еволюцію виникнення послуги як економічного блага, розвиток торгівлі фінансовими активами як специфічної сфери економічних відносин, що пов'язані з об'єктивними потребами суспільства у можливості реалізації його фінансових інтересів шляхом проведення операцій з фінансовими активами. Автором доведено, що безпосередньо форми організації торгівлі фінансовими активами історично еволюціонують, трансформуються та удосконалюються з часом та під впливом групи факторів, тоді як внутрішній зміст поняття торгівлі фінансовими активами залишається незмінним. Як економічна категорія торгівля фінансовими активами має дуалістичний характер. З одного боку, торгівля має речовий зміст, оскільки дає можливість практично реалізувати взаємини покупця та продавця фінансових активів. З іншого боку, вона має суспільний зміст, оскільки, крім можливості здійснення операції з фінансовими активами, дозволяє реалізувати фінансові інтереси учасників торговельних відносин в процесі їх взаємодії. Таким чином, торгівля фінансовими активами розглядається як фінансова послуга, яка дозволяє реалізувати взаємини покупця та продавця фінансових активів.

Фінансова послуга є специфічною послугою. Потреба в ній полягає в необхідності забезпечити можливість реалізації фінансових інтересів основних учасників ринку (емітентів та інвесторів) та оптимізувати дії фінансових ризиків під час їх взаємодії. У сучасних умовах на ринку цінних паперів фінансовий інтерес можна реалізувати як шляхом здійснення безпосередньої операції з фінансовими активами між емітентом та інвестором, так і опосередковано через фінансових посередників. Таким чином, учасник ринку може обрати для себе, чи самостійно здійснювати операції з фінансовими активами, чи через посередників, проте вибір фінансового активу актуалізує потребу у послугах у сфері торгів-

лі фінансовими активами. Загалом зазначені послуги формують сферу фінансових послуг, системність якої дозволяє задовольнити фінансові потреби учасників ринку.

У Розділі 2 автором досліджуються фінансові послуги на ринку цінних паперів, визначається можливість їх класифікації за наступними ознаками: 1) історичні (етапи розвитку торгівлі фінансовими активами; періоди формування окремих видів фінансових послуг); 2) правові (форма організації торгівлі фінансовими активами; форма організації суб'єкта фінансових послуг); 3) економічні (можливість реалізації фінансових інтересів; рівень ризику; види фінансових активів тощо).

Найважливішим економічним критерієм у систематизації фінансових послуг є наявність чи відсутність посередника в процесі торгівлі фінансовими активами. З огляду на це на ринку цінних паперів усі фінансові послуги поділяються на дві великі групи. Перша група об'єднує безпосередні операції між двома контрагентами щодо купівлі-продажу фінансового активу. Учасники ринку можуть безпосередньо здійснити операцію з фінансовими активами, на ринку така можливість реалізації їх фінансових інтересів існує. Такі послуги вважаються первинними фінансовими послугами. Вторинні фінансові послуги – це операції за дорученням, які передбачають можливість реалізації фінансових інтересів учасників за умови посередництва. Такі фінансові послуги дозволяють додатково захистити фінансові інтереси учасників та оптимізувати фінансові ризики в процесі торгівлі фінансовими активами. Загострення конкурентної боротьби та зростання ролі інформації на фінансовому ринку обумовлюють необхідність використання допоміжних послуг у сфері торгівлі фінансовими активами.

Затяжні ринкові трансформації, постійна зміна напрямів розвитку ринку цінних паперів, неможливість ефективного впровадження світового досвіду обумовлюють потребу в ґрунтовному дослідженні інституційного забезпечення ринку цінних паперів. Ідентифікація вказаних проблем дозволяє виявити вплив інститутів на ефективність функціонування та розвитку фінансових пос-

луг. Наявне інституційно-інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів стримує ефективний розвиток фінансового сектору в країні і призводить до перекосів у структурі нагромадження та інвестування. Чинні на сьогодні інститути не виконують своєї основної функції, а саме – не дозволяють сформувати на ринку справедливі «правила гри». Реальне інституційне поле ринку цінних паперів гальмує розвиток новітніх форм економічних відносин між його учасниками та не дозволяє вітчизняному ринку цінних паперів інтегруватись у світовий фінансовий простір.

Безумовно, актуальність дослідження інституційного забезпечення ринку цінних паперів зумовлена тенденцією розвитку світової економіки, посиленням її соціальної складової, формуванням «полісуб'єктності» ринкових відносин. З одного боку, наявні на ринку цінних паперів проблеми обумовлені перш за все застосуванням рекомендацій неокласичної теорії в процесі ринкових перетворень. Здебільшого у суспільстві відсутнє розуміння того, що усі економічні процеси та явища відбуваються у певних інституційних середовищах й структурах, які в Україні й досі не сформовані. Тому надзвичайно важливим є дослідження формальних правил і неформальних норм, які історично сформувались в економіці країни загалом та на ринку цінних паперів зокрема. Це обумовлює необхідність глибшого дослідження проблем, які безпосередньо впливають на торгівлю фінансовими активами на ринку цінних паперів, зокрема на її подальший розвиток.

Розвиток ринку цінних паперів обумовлює формування адекватної інфраструктури, яка містить різні елементи, необхідні для можливої реалізації операцій з фінансовими активами. До основних елементів інфраструктури відносять фінансових посередників, до допоміжних – інформаційні та рейтингові агентства. Дослідження концептуальних аспектів побудови та формування інфраструктури ринку цінних паперів, як основи цілісності ринку цінних паперів, стало метою підготовки Розділу 4 даного дослідження. Оскільки інфраструктура формується із сукупності інституцій, було здійснено їх аналіз протягом останніх 10-15 років: фінансових посередників (інституційних фондів, компаній з уп-

равління активами, торговців цінними паперами; розрахунково-клірингових установ, організаторів торгівлі тощо) та допоміжних інституцій (інформаційних та рейтингових агентств). Ідентифіковано основні проблеми їх розвитку та наведено пропозиції щодо їх розв'язання.

Таким чином, авторське дослідження дозволяє глибше вивчити проблеми ринку цінних паперів, виходячи за межі звичайного математичного аналізу наявних статистичних даних. До певного періоду часу в наукових доробках переважали дослідження показників динаміки ринку цінних паперів, проте сьогодні ситуація кардинально змінюється: протягом останніх п'яти років у науковців виникає інтерес до вивчення інституційних складових ринку цінних паперів. І це стосується практично усіх секторів економіки. Тому логічно виникає запитання: чи намагаємось ми таким чином відшукати новий «філософський камінь», який, на нашу думку, дозволив би вирішити проблему наукового пізнання дійсності на ринку цінних паперів? Можливо, й так. Проте ми не можемо абстрагуватись від дослідження інститутів ринку цінних паперів, які в сукупності формують певне інституційне поле, в межах якого взаємодіють учасники ринку. Це дозволяє не лише пізнати наявні на ринку проблеми, а й розкрити реальні причини неефективності процесів трансформації.

Сподіваємось, що проведене нами дослідження, результати якого висвітлено в монографії, зробить внесок у процес вирішення складних завдань щодо торгівлі фінансовими активами на ринку цінних паперів.

Автор висловлює подяку професорам В. М. Опаріну, В. М. Федосову, Ю. М. Коваленко, І. Г. Ткачук, Л. О. Примостці, Т. В. Паєнтко, Н. В. Дегтярьовій, Л. Т. Гораль, та І. Г. Фадєєвій, колективу кафедр фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» та Івано-Франківського національного технічного університету нафти і газу за ґрунтовні та цінні поради в процесі дослідження, а також членам своєї сім'ї за щоденну підтримку та розуміння.

PREFACE

The dominant role and significance of financial services sphere is a characteristic feature of the securities market formation nowadays. The financial services provide an important basis for the accumulation of free savings on the market, their further transformation into the investment capital, meeting the needs in financial resources both of the economic entities and of the economy. Efficiently organized securities market is one of the most important preconditions of the country's economic growth and of its citizens' social and economic well-being. Therefore, it significantly strengthens the scientific interest of researchers in exploring the problems of effective formation, development and functioning of financial services on the securities market.

The development of financial services on the securities market is influenced by the processes of globalization and the integration of the domestic financial market into the global financial space. Thus, economic relations in the process of investment activities have been improved, the securities market infrastructure has been transformed and new elements have emerged; online financial assets trading has been reaching more and more people.

Investigation of the problems on the securities market and the search for their optimization causes the scientific interest and the need for the profound study of the financial services economic nature, the argumentation of their role and significance in the securities market, the establishment of conditions for their effective functioning and development.

This monograph could be enlisted to such kind of researches, as long as it has been performed by the author who obtained a sufficient experience in teaching economic disciplines and an important practical work experience on the securities market in Ukraine; published scientific works revealing the problems of theory and practice in the field of financial services. The combination of theoretical knowledge of financial theory, financial cybernetics, economic statistics and risk management with practical experience of

financial assets trading on the securities market allowed her to obtain a synergistic effect of a comprehensive analysis of studied problems.

Section 1 substantiates theoretical and methodological approaches to the demonstration of financial services essence. The evolution of the emergence of the service as an economic good, the development of financial assets trading as a specific sphere of economic relations, which is related to the objective needs of society in the possibility of realizing their financial interests through operations with financial assets, is explored. The author has proved that the forms of organization of financial assets trading evolve historically, transform and improve over time and under the influence of a group of factors, while the internal meaning of the concept of financial assets trading remains unchanged. As an economic category, financial assets trading is characterized by its dualistic nature. On the one hand, trade has a substantive content, since it enables practically to realize the relationship between the buyer and the seller of financial assets. On the other hand, it has a public content, since besides the possibility of carrying out a transaction with financial assets it is possible to realize the financial interests of participants in trade relations in the process of their interaction. Thus, financial assets trading is considered as a financial service that allows to realize the relationship between the buyer and seller of financial assets.

The financial services are the specific ones. The need for them is the requirement to ensure the possibility of realizing the financial interests of main market participants (issuers and investors) and to optimize the financial risks during their interaction. In the securities market in modern conditions, the financial interest can be realized on the one hand through the conclusion of a direct transaction with financial assets between the issuer and the investor, on the other hand - indirectly through financial intermediaries. Thus, the participant of the market can choose either to carry out transactions with financial assets by himself or through intermediaries, but the choice of a financial asset shows the need for services in the field of financial assets trading. In general, these services form the sphere of financial

services, the system, which allows to satisfy the financial needs of market participants.

In Section 2, the author examines financial services of the securities market, determines their possibility of classification on the following features: 1) historical (stages of the development of financial assets trading, periods of formation of certain types of financial services); 2) legal (the form of organization of financial assets trading, the form of organization of the entity of financial services); 3) economic (the possibility of realizing financial interests, the level of risk, types of financial assets, etc.).

The most important economic criterion in the systematization of financial services is the presence or absence of an intermediary in the process of financial assets trading. On the securities market all financial services are divided into two large groups. The first group combines direct transactions between two counterparties in the process of nundination of a financial asset. Market participants can directly deal with financial assets. In such a way they realize their financial interests on the market. Such services are considered as primary financial services. Secondary financial services are transactions involving an order that provides for the possibility of realizing the financial interests of participants on condition of mediation. These financial services allow to protect the financial interests of participants and optimize financial risks in financial assets trading. The sharpening of competition and increasing the role of information in the financial market necessitate to use the additional services in the field of financial assets trading.

Protracted market transformations, a constant change in the direction of the development of the securities market, the impossibility of effective implementation of world experience necessitate a thorough study of the institutional support of the securities market. Identification of these problems can reveal the influence of institutions on the efficiency of the functioning and development of financial services. The existing institutional and infrastructural support of the securities market constrains the effective development of the financial sector, and become the basis of the

existing distortions in the structure of accumulation and investment in the country. Nowadays institutions do not fulfill their main function: they do not allow to form the fair "rules of the game" on the market. Whereas, the real institutional support of the securities market inhibits the development of the latest forms of economic relations between its participants and does not allow the domestic securities market to integrate into the world financial space.

The relevance of the study of institutional support of the securities market is conditioned by the tendency of the development of the world economy, the strengthening of its social component, and the formation of a "poly subject" of market relations. Existing problems in the securities market are primarily due to the application of the recommendations of the neoclassical theory in the process of market transformation. For the most part, society does not understand that all economic processes and phenomena occur in certain institutional environments and structures that are still not formed in Ukraine. Therefore, it is extremely important to study formal rules and informal norms that historically have emerged in the national economy and in the securities market in particular. This necessitates a deeper investigation of issues that directly affect the financial assets trading in the securities market and adversely affect on its further development.

The development of the securities market leads to the formation of adequate infrastructure, which contains the various elements necessary for the possible implementation of transactions with financial assets. The main elements of the infrastructure include financial intermediaries, and additional - information and rating agencies. The study of conceptual aspects of the construction and formation of securities market infrastructure as the basis for market integrity has become the goal of preparing Section 4 of this study. Because infrastructure is formed from a set of institutions, their analysis for the last 10-15 years was carried out: financial intermediaries (institutional funds, asset management companies, securities traders, settlement and clearing houses, trade organizers, etc.) and additional institutions (information and rating agencies). The

main problems of their development have been identified and the proposals for their solution have been suggested.

Thus, the author's research contributes to more thorough of the problems on the securities market, going beyond the usual mathematical analysis of the available statistical data. For a certain period of time, studies that were using indicators of the dynamics of the securities market prevailed in research papers, but nowadays the situation is changing: over the past five years, researchers have an interest in studying the institutional components of the securities market. And this applies to all sectors of the economy. Therefore, the logical question arises: Do we in such a way try to find a new "philosophical stone", which would solve the problem of scientific knowledge of reality on the securities market? Probably, yes. However, we can not abstract from the research of securities market institutions that collectively form a certain institutional background within which the market participants interact. This allows us to know the problems in the market, and not only to know them, but also to reveal the real causes of the ineffectiveness of transformation processes.

We hope that our research, the results of which are highlighted in the monograph, will contribute to the process of solving complex problems concerning the financial assets trading on the securities market.

The author expresses her sincere gratitude to the Professors: V. M. Oparin, V. M. Fedosov, Y. M. Kovalenko, I. G. Tkachuk, L. O. Prymostka, T. V. Payentko, N. V. Dehtiarova, L. T. Goral and I. G. Fadeyeva, to the colleges from the departments of Finance of the Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman and the Ivano-Frankivsk National Technical University of Oil and Gas for their proficient and valuable advices in the process of research, and also to the members of my family for daily support and understanding.

Розділ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ

1.1. Еволюція наукової думки у трактуванні послуг, передумови та чинники виділення послуги як економічного блага

Розвиток торгівлі послугами як у межах країн, так і в глобальному світовому просторі обумовлює значні якісні зміни у зазначеному сегменті ринку. Сфера послуг, яка сьогодні характеризується високою швидкістю обороту капіталу, є одним із найбільших реципієнтів міжнародних інвестицій, які ще в 1999 році займали більш ніж половину в загальносвітових обсягах¹. Наразі наявні дані щодо обсягу послуг є на 40-50% заниженими через недосконалість методики статистичного обліку експорту послуг². Практично понад 50% загальносвітового масштабу послуг припадає на такі країни як США, Велика Британія, Німеччина, Франція, Іспанія, Японія, Китай та Італія. Статистичні дані, зокрема динаміка рівня зайнятості та частки ВВП в загальному обсязі послуг, характеризують структурні зміни в економіці та загалом процес її трансформації. Розвинені країни мають власну розгалужену сферу послуг як одну з основних галузей економіки, частка якої становить 70% ВВП, та більш як 70% зайнятості населення³. Сьогодні послуги – це локомотив розвитку економіки у більшості країн світу. Різноманітність послуг та їх економічне призначення надалі щороку лише збільшуватимуться. Це акцентує увагу на послугі практиків та соціологів, а також обумовлює

¹ Investment and the Digital Economy, 2017. World Investment Report 2017. [Електронний ресурс]. United Nations Conference on Trade and Development. – Режим доступу: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2017_en.pdf

² Филиппенко А. С. Экономическая глобализация: истоки и результаты / А.С. Филиппенко. – М.: Экономика, 2010. – 511 с.

³ The Global Competitiveness Report 2017-2018. [Електронний ресурс]. World Economic Forum. 2017. – Режим доступу: <http://reports.weforum.org/global-competitiveness-index-2017-2018/>

необхідність ґрунтовного дослідження поняття послуги, розкриття її економічного змісту та значення в суспільстві науковцями.

Намагання розмежувати поняття «товар» та «послуга» має довгу історію. Актуальність постійних дискусій щодо наявності відмінних характеристик між товаром та послугою обумовлюється протягом останніх років посиленням значення сфери послуг у більшості країн світу. Наявність структурних змін в економіках торкається надавачів усіх видів послуг (транспортних, консультативних, фінансових тощо). Розвиток сфери послуг висвітлюється за допомогою даних офіційної статистики, хоча й вона сьогодні не дозволяє повністю розкрити масштаби так званого «сервісного чуда», тоді як секторний розподіл економіки лише частково дозволяє побачити чисельність зайнятих та частку доданої вартості у сфері послуг. Незважаючи на значну кількість досліджень понятійного апарату в сфері послуг, спроб науковців систематизувати усі можливі на ринку економічні блага та поділити їх на товари й послуги, до сьогодні ще не запропоновано загальноприйнятого та усталеного визначення поняття «послуга». Це, безумовно, ускладнює формування єдиної системи економічних категорій.

Розвиток сфери послуг – це процес, що об'єднує безліч взаємопов'язаних елементів. Найчастіше дослідження поняття «послуга» починається з чистого аркуша. Старі ідеї та положення, що були актуальними багато років тому та стали надбанням історії економічної думки, сьогодні переглядаються та удосконалюються. Наявність значної кількості думок щодо сутності поняття послуг не завжди свідчить про прогрес у дослідженні. Є чимало точок зору на те, як і коли виникли товар та товарні відносини. Щодо послуги, то мало хто не погодиться з тим, що вони виникли одночасно із суспільним життям, хоча дискусійними залишаються питання змісту послуг та розкриття їх економічної сутності.

Суспільство використовує послуги скрізь. Вони поширені як у ринковій, так і в командно-адміністративній економіках. Послуги отримують в сім'ї та побуті, на роботі та в місцях громадського відпочинку, на підприємстві тощо. Суспільство загалом, як і

пересічна людина зокрема, без проблем орієнтується у сфері послуг, тож у кожного з нас сформувалось досить чітке уявлення про цю економічну категорію. Автори економічних видань подають наступне визначення поняття «послуга»: «Щоб розмежувати послугу з товаром (матеріальним благом), послугу подають як нематеріальне благо. Характерною ознакою послуги є одночасність її надання та споживання (наприклад, поїздка в таксі, укладка волосся в перукарні)»⁴. Практично ідентичне попередньому розуміння послуги подається в підручниках з економічної теорії: «Послуга (service) – те, що невидиме і в обмін на що споживач, фірма чи уряд готові надати що-небудь цінне»⁵. В такому випадку існує розбіжність із повсякденною практикою. На нашу думку, не можна вважати невидимими послуги перукаря чи таксиста, як і будь-який інший вид послуг, оскільки навряд чи покупець згодиться оплатити «невидиму» послугу.

Загалом послуги можуть бути двох видів. «Є такі послуги, які поглинаються в процесі особистого або суспільного споживання: такими є ..., консультації адвоката, лікаря, користування меблями, одягом. Ми будемо називати їх споживчими послугами. А є такі, які перетворюються сільським господарством, промисловістю, торгівлею ... в продукт: зокрема, родючість землі, праця робітника, використання машин, верстатів, інструменту. Ми будемо називати їх продуктивними послугами»⁶. Таким чином, розмежування споживчих послуг та продуктивних послуг дозволяє виділити поняття похідного блага, оскільки воно використовується та є відмінним від природного споживання. Як приклад, насіння можна спожити, тобто з'їсти, а можна і посіяти в землю. В першому випадку, коли людина його спожила, воно стало предметом споживання, в другому випадку – похідним благом. Трансформація речей та послуг в товари дозволяє вважати їх похідними, чи

⁴ Gabler Wirtschafts-Lexikon. 15 Auflage. Gabler Verlag, 2001.

⁵ Макконнелл К. Р., Брю С. Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика / Пер. 16-го англ. изд. – М.: ИНФРА-М, 2006. – С. 935.

⁶ Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии. – М.: Изограф, 2000. – С.152.

економічними благами хоча б протягом того періоду, допоки вони перебувають в обігу. Відтак ми можемо говорити про дуалістичний характер речей та послуг:

- природно сформовані послуги та блага при їх використанні за природним призначенням;
- економічні блага та послуги за умови їх суспільного та економічного використання⁷.

До слова, К. Маркс досліджував як природознавчий процес «розвиток економічної суспільної формації». Зокрема, в предметному покажчику до другого видання збірника К. Маркса та Ф. Енгельса часто використовується прикметник «природний», досліджуються природні потреби⁸. Інколи у працях термін *natur* – «природне» перекладають з англійської як «натуральне». Підсилення інтересу до зазначеної категорії обумовлене роботою К. Маркса «Форми, що передують капіталістичному виробництву»⁹, де автор використовує такі поняття як «природно сформовані знаряддя виробництва», «...(земельна власність) ... як безпосереднє, природно сформоване панування»¹⁰, «природно сформована власність»¹¹. На нашу думку, дослідження природно обумовлених ознак споживання є важливою передумовою власне економічного аналізу. Саме з цією метою ми застосовуємо термін «природно сформована послуга».

Дослідження послуги зазвичай розпочинають з розмежування категорій «товар» та «послуга», проте раціональніше звернути увагу на відмінність речі та послуги¹². Зазвичай річ як структурна

⁷ Мацук З. А. Теоретичні аспекти дослідження послуги як економічної категорії / З. А. Мацук // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». серія «Економіка». – Випуск 2(30). – Острого: Вид-во Національного університету «Острозька академія», 2016. – С. 4-8.

⁸ Маркс К., Енгельс Ф. Повне зібрання творів. 50 тт. — Київ, 1958—1985 (переклад з 2-го російського видання: Т. 4. — 1959. — С. 79; Т. 12. — 1963. — С. 720; Т. 13. — 1963. — С. 116; Т. 23. — 1965. — С. 182, 521, 570, 602: іл. (Капітал. Критика політичної економії. Том I).

⁹ Маркс К. До критики політичної економії / Пер. з нім. М. Порша за ред. Є. Касяненко. — Харків —Берлін — Нью-Йорк: Українсько-американське видавництво «Космос», 1923. — 204 с.

¹⁰ Там само. — С. 65.

¹¹ Там само. — С. 29, 30, 31.

¹² Нуреев Р. М. Курс мікроекономіки: Учебник для вузов. — М.: Норма, 2000. — С. 45.

одиниця в системі об'єктивної реальності може існувати незалежно від суб'єкта пізнання. Враховуючи це, природні об'єкти, а також фактори виробництва, зокрема працю, капітал, продукти трудової діяльності людей, слід віднести до речей. Внаслідок дії речі послуга не може існувати поза межами суб'єктивного відчуття людиною корисного ефекту. Тому послугу досліджують як неречовий феномен¹³.

Послуга та благо, економічна послуга та економічне благо не можуть існувати незалежно одне від одного. Благоу притаманний корисний ефект, який присвоюється будь-яким індивідом. Товар – це економічне благо, яке завжди перебуває у власності, що характеризує його особливу, історично сформовану корисну властивість¹⁴.

Таким чином, можна схематично зобразити дві історичні форми існування послуг (рис. 1.1)

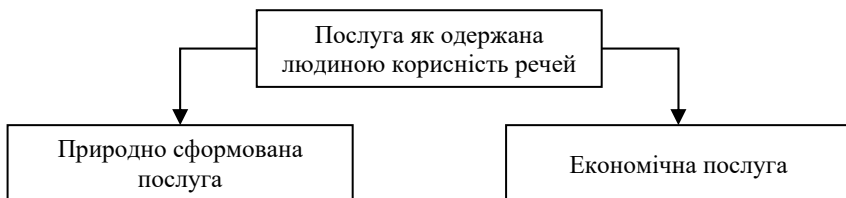


Рис. 1.1. Історичні форми існування послуг

Джерело: розроблено автором

Отже, природно сформована послуга – це певна корисна характеристика речі чи діяльності людини, яку отримує особа, вступаючи в особисті (неекономічні) стосунки з іншими людьми. Натомість економічна послуга – це теж корисна характеристика речі або діяльності людини, яку отримує особа внаслідок використан-

¹³ Gabler Wirtschafts-Lexikon. 15 Auflage. Gabler Verlag, 2001.

¹⁴ Голомолзина Н. В. Услуга как форма экономического присвоения полезных свойств потребительских благ и факторов производства : дисс. канд. эк. наук : 08.00.01 / Наталья Владимировна Голомолзина – Екатеринбург, 2010. – С. 23.

ня її як економічного блага, вступаючи в економічні відносини з іншими власниками предметів споживання та факторів виробництва.

Для глибшого розуміння сутності поняття «послуга», вважаємо за доцільне розглянути розвиток економічної думки з моменту виділення послуг в структурі економіки до формування основних концепцій послуг сучасними вченими. Оскільки дослідження послуг ще за часів Аристотеля відокремлювали від дослідження інших економічних благ, ми вирішили використати термін «економічна послуга», підкреслюючи цим самим її місце в системі економічних категорій. Беручи до уваги генезис¹⁵ феномену послуги, в історії світової економічної думки виділяють п'ять етапів: 1) класичний період (кінець XVIII – до середини XIX ст.)¹⁶; 2) марксистська політична економія¹⁷; 3) рання неокласика (з середини XIX ст. до 1930-х рр.)¹⁸; 4) зріла неокласика (з 1930-х до 1960-х рр.)¹⁹; 5) системний підхід до дослідження економічної природи послуг (середина 1960-х р. і до нашого часу)²⁰.

¹⁵ Дятел Е. П., Голомолзина Н. В. Предмет, история и основные направления развития экономической теории услуг : монография. – Екатеринбург : Архитектон, 2009. – 152 с.

¹⁶ Smith A. An Enquiry into the Nature and the Causes of the Wealth of Nations. Amsterdam: MetaLibri, 2007. – р. 258; Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов: в 2-х т. / А. Смит. – Л.: Госсэцэкгиз, 1935. – Т. 2. – С. 95; Say J. B. Traite d'Economie Politique. Paris: Calman-Levy, 1972; Storch H. Cours d'Economie Politique ou exposition des principes qui determinant la prosperite des nations. Paris, Aillaud, 1823; Иноземцев В. Структурирование общественного производства в системе постиндустриальных координат: (Методолого-теоретические аспекты) // Российский экономический журнал. 1997. №11-12. – С. 66.

¹⁷ Маркс К., Энгельс Ф. Соч. Т. 25 Ч. 1. – М., 1961. – С. 347; Маркс К. Полное собрание сочинений: в 50 т. / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М.: Политиздат, 1962. – Т. 26, Ч. 2. – 1962. – С. 413.

¹⁸ Мальська М. П. Просторові системи послуг (теорія, методологія, практика) : монографія / М. П. Мальська – К.: Знання, 2009. – С. 44-45; Colson C. Cours d'Economie Politique. Paris: Gauthier Villars & Alcan, 1924. – Р. 14; Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии. – М.: Изобраф, 2000. – С. 150-152; Маршалл А. Принципы экономической науки: в 3 т. / А. Маршалл; пер. с англ. – М.: Прогресс, 1993. – Т. 3. – 1993. – С. 123.

¹⁹ Fourastie J. Op. cit. – Р.314.

²⁰ Gershuny J. After Industrial Society? The Emerging Self-Service Economy. London: MacMillan, 1978; Gershuny J. Social Innovation and Division of Labor. Oxford: Oxford University Press, 1983; Noyelle T. The Rise of Advanced Services // APA Journal, July, 1983. – Р. 280-290; Porat M. The Information Economy. Stanford: Stanford University Press, 1976. – Р. 32; Котлер Ф. Основы маркетинга / Ф. Котлер – М.: Банки и Биржи, 1994. – 207 с.

Радянська економічна література практично не досліджувала проблеми послуг, оскільки існувало припущення, що в процесі надання послуги вартість на неї не встановлюється, відтак споживаються лише окремі елементи національного доходу в результаті його розподілу чи перерозподілу. С. І. Ожегов²¹, В. І. Даль²² та А. П. Євгенєва²³ досліджують послугу як дію, що приносить іншому користь; надавати послугу означає допомагати, догоджати, прагнути бути корисним. Послуга – це робота, яка виконується на замовлення, проте не передбачає створення самостійного продукту чи товару²⁴. Звідси робимо висновок, що послуга може продукувати цінність, проте сама по собі цінною не може бути. В радянський період послуги відносили до допоміжного сектору економіки, тому в статистичних даних наводили динаміку лише тих послуг, що були надані населенню, а сам спектр послуг, які надавались підприємствами та організаціями, зокрема у фінансовій сфері, вважали частиною виробничого процесу.

Ближче до розпаду Радянського Союзу послуги стали ототожнювати з товаром. Учений Т. Хіл стверджував, що послуга – це зміна стану людини або предмета, яка належить учаснику економічних відносин чи формується в результаті свідомих дій іншого учасника даних відносин і є наслідком діяльності економічної одиниці з попередньої згоди першої²⁵. Таке визначення дозволяє розглядати послугу як певну форму економічної діяльності.

В економічній енциклопедії послугою вважається «трудова доцільна діяльність, результати якої обумовлюються корисним ефектом, особливою споживчою вартістю. Особливістю послуги є збіг у часі та просторі процесів виробництва, реалізації та спо-

²¹ Словарь русского языка С. И. Ожегова [Электронный ресурс]. - Режим доступа: <http://www.ozhegov.org/words/37602.shtml>

²² Даль В. Толковый словарь живого великорусского языка: Современное написание: В 4 т. Т. 4. О-Я / В. И. Даль. – М.: ООО «Издательство АСТ»; ООО «Издательство Астроль», 2003. – 1144 с.

²³ Словарь русского языка: В 4-х т. / АН СССР, Ин-т рус.яз.; [под ред. А. П. Евгеньевой]. – М.: Русский язык, 1985-1988. – Т. 4. С.- Я. 1988. – 800 с.

²⁴ Большой энциклопедический словарь / Под ред. А. Н. Азриляна. – 4-е изд., доп. и перераб. – М.: Институт новой экономики, 1999. – 1096 с.

²⁵ Услуги в системе мировой торговли: Научно-аналитический обзор. – М.: ИНИОН, 1990. – С. 21.

живання її споживчої вартості»²⁶. Вважаємо, що подане вище визначення послуги не є цілком точним. Збіг у часі та просторі процесу виробництва, процес надання та споживання послуги може мати деякі винятки, зокрема експорт послуг внаслідок розроблення програмного забезпечення за допомогою використання Інтернету. Зазвичай нематеріальні послуги є необхідною складовою процесу виробництва реальних товарів. Наприклад, інвестиційні послуги визначають характер процесу матеріального виробництва, а після продажу товару покупцеві виникає необхідність подальшого його обслуговування. Інколи послуги матеріалізуються, тобто набувають матеріальної форми, як, наприклад, депозитні послуги, в основі яких є фінансовий актив – цінний папір: ощадні чи депозитні сертифікати, та набувають подальших ознак товару як фінансові інструменти ринку цінних паперів. Беручи до уваги поняття товару, Ч. Гілл трактує послугу як зміну «умов належності особи чи товару будь-якому економічному суб'єктові, що впливає з діяльності іншого економічного суб'єкта зі згоди першого»²⁷.

У довіднику «Лібералізація міжнародних операцій з послугами», розробленому ЮНКТАД і Світовим банком у середині 90-х років, подається найбільш узагальнене і всебічне визначення поняття послуга: «це зміна в стані інституціональної одиниці, що відбулася в результаті дій і на основі взаємної угоди з іншою інституціональною одиницею»²⁸. Абстрактне трактування поняття послуги пояснюється їхньою надзвичайною різноманітністю, що ґрунтується на Міжнародній стандартизованій промисловій класифікації, прийнятій Організацією Об'єднаних Націй і визнаній більшістю країн світу. Адже тільки за класифікацією Світової організації торгівлі (Генеральна угода про торгівлю послугами) їх є понад 600 різновидів.

²⁶ Економічна енциклопедія. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://enbv.narod.ru/text/Econom/encyclo/index.html>

²⁷ Гілл В. Чарльз. Міжнародний бізнес: конкуренція на глобальному ринку: [пер. з англ.] / Чарльз В. Гілл. – К.: Основи, 2001. – 854 с.

²⁸ Liberalizing International Transactions in Services: A Handbook. – Geneva: UNCTAD, World Bank, 1994. – 182 p.

У Генеральній угоді про торгівлю послугами (ГАТС) Світової організації торгівлі (СОТ) послуги є одним із видів товару, тоді як «постачання послуги» визначається в документі як: 1) виробництво, розподіл, збут, продаж та доставка послуги з території однієї країни на територію іншої («транскордонне постачання»); 2) переміщення споживача у країну, де надається послуга («споживання за кордоном»); 3) заснування постачальником послуги однієї країни комерційної присутності на території іншої країни, де має надаватись послуга («комерційна присутність»); 4) надання послуги постачальником послуги однієї країни через присутність фізичних осіб цієї країни на території іншої країни («присутність фізичних осіб»)²⁹. Ідентичною вказаному визначенню послуги є її характеристика у КВЕД (ДК 009:2010): «послуги – це результат економічної діяльності, щодо якого не можна встановити права власності. Послуги не підлягають продажу окремо від процесу їх виробництва. Момент завершення виробництва послуги збігається з моментом надання її споживачеві»³⁰.

Попри наявність значної кількості наукових напрацювань у сфері дослідження сутності категорії «послуга», що однозначно обумовлює важливість методологічного та прикладного значення послуг, загальне їх визначення не знайшло відображення в нормативно-законодавчих актах України. Так, у Цивільному кодексі України визначення послуги не подається. У главі 63 «Послуги. Загальні положення» мова йде про договори щодо надання послуг, коли «одна сторона (виконавець) зобов'язується за завданням іншої сторони (замовника) надати послугу, яка споживається в процесі вчинення певної дії або здійснення певної діяльності, а замовник зобов'язується оплатити виконавцеві зазначену послугу, якщо інше не встановлено договором»³¹. Однозначно, таке ви-

²⁹ Генеральна угода про торгівлю послугами (ГАТС) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=981_017

³⁰ Класифікація видів економічної діяльності (ДК 009:2010) [Електронний ресурс]. Наказ Держспоживстандарту України від 11.10.10 р. № 457. – Режим доступу: search.ligazakon.ua/1_doc2.nsl/.../FIN61334.ht...

³¹ Цивільний кодекс України [Електронний ресурс]: Кодекс : від 16.01.03 р. №435-IV. – Режим доступу: http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=435_15

значення не зовсім відповідає особливостям укладення договорів у сфері фінансів. Натомість відмінний від попереднього підхід відслідковується у ст. 14.1.185 Податкового кодексу України, де постачання послуг трактується як «будь-яка операція, що не є постачанням товарів, чи інша операція з передачі права на об'єкти права інтелектуальної власності та інші нематеріальні активи чи надання інших майнових прав стосовно таких об'єктів права інтелектуальної власності, а також надання послуг, що споживаються в процесі вчинення певної дії або провадження певної діяльності»³². Відповідно до Закону України «Про захист прав споживачів» послуга трактується як «діяльність виконавця з надання (передачі) споживачеві певного визначеного договором матеріального чи нематеріального блага, що здійснюється за індивідуальним замовленням споживача для задоволення його особистих потреб»³³. У цьому випадку споживача названо лише фізичною особою, що потребує уточнення та переліку споживачів послуг, оскільки ними можуть бути як населення, так і підприємства та установи.

Важливо підкреслити: в українській практиці вважають, що послуги надають споживачу, а в світовій – що послуги продають покупцям, які є споживачами, хоча винятком є новий КВЕД України, де виробництво послуг забезпечується в усіх інституційних секторах економіки (табл. А. 1, Додаток А). Це дозволяє зробити висновок, що продукція є результатом економічної діяльності та використовується для позначення як товарів, так і послуг, а процес виробництва відповідно стосується і сфери послуг³⁴.

Зміна поглядів щодо трактування поняття «послуга» еволюціонувала відповідно до етапів розвитку суспільства. Послуги, які

³² Податковий кодекс України [Електронний ресурс]: Кодекс: від 02.12.10 р. № 2755-VI. – Режим доступу: http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2755_17

³³ Про захист прав споживачів [Електронний ресурс]: ЗУ: від 12.05.91 р. №1023-XII. – Режим доступу: http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1023_12

³⁴ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко. Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 62

досліджуємо ми сьогодні, не є аналогічними послугам, які розглядали А. Сміт чи К. Маркс. Сьогодні послуги є різними, відрізняються одна від одної за результатами та методами виробництва. Окрім цього, як нам уже відомо, послуги невіддільні від товарів: вони тісно вплетені в процес виробництва та використання товарів. Якщо раніше дослідники розглядали роль послуг у суспільстві, то сьогодні вони вивчають суспільство послуг.

Таким чином, історично послугу розглядали як дію, яка виготовляє «нематеріальний продукт», що споживається в процесі виробництва. Вважаємо, що таке визначення більше притаманне особистим послугам, в той час як економічні послуги є частиною процесу виробництва. Послугу вважали особливим товаром, економічним благом у формі ефективної діяльності людей з корисним результатом, який задовольняв будь-які потреби людини. Сьогодні послуга відмежовується від товару, оскільки має індивідуальне призначення – вона формується під впливом зовнішнього інформаційного фактора і кожен раз для визначеного споживача, тимчасом як товар у більшості випадків виробляється для масового користування (як винятки можуть бути товари, виготовлені за індивідуальним замовленням).

З розвитком суспільства еволюціонує й економічна сутність послуги. В процесі досліджень як науковців, так і практиків чинне на певний момент часу визначення абстрактного терміна «послуга» постійно доповнюється та змінюється. Тому наявні на сьогодні визначення вчених щодо сутності поняття послуги не є вичерпними. Вони доповнюються та змінюються залежно від специфічних рис конкретної послуги. Послугу характеризують, звертаючи увагу на відношення власності в процесі її реалізації, а також на інституційні форми її реалізації. Сучасне трактування: послуга – це завершена економічна діяльність, результат якої спрямований на задоволення індивідуальних, колективних та суспільних потреб.

Таким чином, можемо говорити про існування системи економічних благ, яка включає товари та послуги, або речові та неречові економічні блага, і будь-яке визначення поняття послуги

не може ігнорувати наявність єдності та можливої трансформації з товарною сферою. Отже, послуга – це економічна діяльність виробника для задоволення потреби споживача (рис. 1.2).

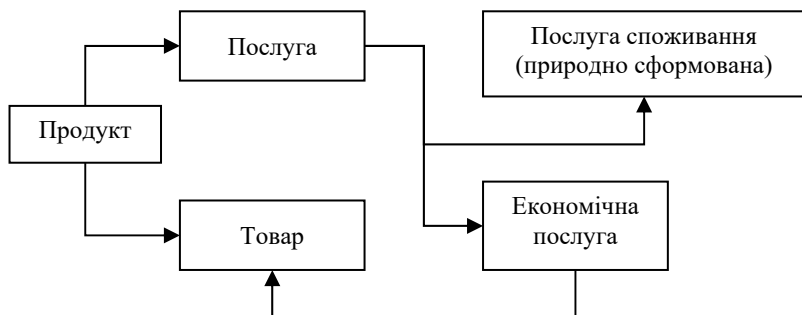


Рис. 1.2. Субординація категорій «товар», «продукт» та «послуга»

Джерело: розроблено автором

Дослідження поняття «послуга» потребує узгодження категорій, що використовуються у цій сфері, а саме: продукт, товар та послуга. Ці поняття між собою досить тісно пов'язані, проте не є тотожними, що потребує їх чіткого визначення. В літературі є різні підходи до з'ясування сутності продукту. Існує думка, що продукт є матеріальним, а послуга – переважно наперед визначеним набором інформації, хоча в певному випадку може бути реалізована також у матеріальній формі. Продукт – це набір основних і допоміжних послуг³⁵. Цілком погоджуємось, що поняття «продукт» та «послуга» близькі між собою, але водночас відрізняються один від одного і між ними можна виявити певну ієрархію. Первинним, найзагальнішим поняттям є «продукт», тобто результат людської діяльності. У свою чергу *продукт конкретизується у послугі, послуга може не бути товаром, якщо вона не продається і не купується (продукується для власного споживання); і може бути товаром, якщо вона виробляється для про-*

³⁵ Зубец А. Страховой маркетинг. – М.: Анкил, 1998. – С. 81.

дажу, і цей продаж стає регулярним (продукується для економічної діяльності)³⁶.

1.2 Методологічні підходи до вивчення сутності торгівлі фінансовими активами як вихідної основи дослідження фінансової послуги

«З розвитком наукової думки та поступовою їх диференціацією ще в Середньовіччі з метою визначення напрямів пізнання природи та суспільства були вивчені та обґрунтовані поняття наукового об'єкта та предмета»³⁷. Фінансова послуга як економічна категорія почала розвиватись набагато пізніше, проте вивчення сутності торгівлі фінансовими активами дозволить нам дослідити різні наукові знання. Безпосередньо одержані – емпіричні, що характеризують фінансову послугу ззовні та пов'язані з розкриттям її наукового об'єкта. Теоретичні знання забезпечують розкриття її наукового предмета. Лише системне дослідження цих знань, єдність наукового предмета та наукового об'єкта може вважатись ґрунтовним вивченням розвитку фінансових послуг. Під науковим об'єктом розуміють економічні явища та процеси в суспільстві, історичні дані та події, що зображені у попередніх працях дослідників та сучасних вчених-економістів, котрі дозволяють глибше дослідити процес становлення, формування та розвитку фінансових послуг.

Індивідуальний підхід до дослідження фінансових послуг зазвичай у кожному випадку має суб'єктивний характер, проте загалом системний підхід передбачає дотримання принципу цілісності. Як об'єкт наукового дослідження розглядають пов'язані між собою процеси та явища, факти суспільного життя, реальні

³⁶ Прядка А. Загальне та відмінне «страхового продукту» та «страхової послуги» [Електронний ресурс] / А. Прядка // Страхова справа. – 2007. – №1(25). Режим доступу: <https://forinsurer.com/public/08/06/27/3521>.

³⁷ Фінансова думка України: монографія / П. І. Юхименко, С. В. Львовчкін, В. М. Федосов, С. І. Юрій; за наук. ред. д-ра екон. наук, проф. В. М. Федосова. – Київ: Кондор; Тернопіль: Економічна думка, 2010. – У 3 т. – Т. 1. – 2010. – С. 35.

події та їх місце у наукових доробках вчених; принципи урахування залежності та ступеня впливу їх системних властивостей на складові об'єкта фактів та подій функціонування фінансових послуг.

Визначаючи об'єкт дослідження, фінансові послуги слід розглядати як складову системи, в межах якої вони функціонують та розвиваються відносно самостійно. Тому, досліджуючи фінансові послуги, важливо не лише встановити їх межі, а й показати взаємозв'язок з іншими категоріями, які впливають на них, що має важливе методологічне значення в процесі обґрунтування наукового об'єкта та дозволяє розглядати еволюцію фінансових послуг в системі розвитку економічних теорій, які безпосередньо на них впливали, хоча такий вплив і має власні специфічні особливості. Досліджуючи фінансові послуги, слід виявити та розкрити взаємозв'язки між фінансовими послугами та іншими підсистемами суспільства, їх важливість для господарської та економічної діяльності людей. Враховуючи наявність виявлених внутрішніх зв'язків між фінансовими послугами та подіями економічного життя, можна говорити про науковий об'єкт дослідження. Такий метод дозволяє визначити характерні риси у вченні економістів, що нерідко є виразниками та тлумачами своїх епох³⁸. Досліджені науковцями-попередниками факти та реалії дозволяють дослідити еволюцію функціонування фінансових послуг зі ступенем їх розвитку. Розкриття внутрішньої структури фінансової послуги, виділення в процесі дослідження певного кола категорій (фінансовий продукт, фінансова операція, операція з фінансовими активами), кожна з яких характеризує окрему сферу суспільних відносин, стає об'єктивним підґрунтям для виділення категорії «фінансова послуга».

Перш за все дослідження фінансової послуги акцентує нашу увагу на суспільних процесах та явищах, які показують формування, еволюцію та розвиток фінансових послуг як складної еко-

³⁸ Воблый К. Г. Рецензия на книгу М. И. Тугана-Барановского «Очерки из новейшей истории политической экономии» / К. Г. Воблый // Народное хозяйство. – 1904. – №1. – С. 194.

номічної категорії. Паралельно воно розкриває проблеми становлення та історичний розвиток фінансових послуг у процесі еволюції суспільства, процес осмислення їх сутності та особливості функціонування. Теоретичне дослідження означених змін є розвитком знань про фінансові послуги як об'єкт економічної науки.

Формування ринку цінних паперів в Україні на початку дев'яностих років ХХ ст. обумовлено процесами приватизації, трансформацією економічного життя суспільства та становленням ринкової системи господарювання. Дослідженню проблем становлення та розвитку ринку цінних паперів, що є одним із найважливіших сегментів фінансового сектору економіки України, вітчизняна наука не приділяла достатньої уваги. Через це наявність незначного доробку досліджень у даній сфері обумовлює відсутність чіткого трактування поняття ринку цінних паперів та економічної сутності об'єкта купівлі-продажу на цьому ринку – фінансової послуги. Ґрунтового дослідження потребують взаємозв'язок ринку цінних паперів з фінансовими послугами та правове регулювання діяльності на ньому.

Фінансова послуга та ринок цінних паперів є похідними явищами від торгівлі фінансовими активами, що обумовлює необхідність дослідження теоретичних засад основ торгівлі фінансовими активами, оскільки саме сутність торгівлі на ринку цінних паперів дозволяє побачити та виділити ті особливі характеристики, якими фінансова послуга відрізняється від інших видів товарів та послуг. Лише ґрунтовне вивчення теоретико-методологічних засад економічної сутності торгівлі фінансовими активами дозволить повною мірою інтерпретувати явища та процеси, котрі відбуваються на ринку цінних паперів, та проблеми, що супроводжують його розвиток³⁹.

Незважаючи на значну кількість наукових публікацій з тематики ринку цінних паперів в Україні, більшість із них характеризують кількісну сторону торгівлі на ринку фінансовими актива-

³⁹ Мацук З. А. Торгівля фінансовими активами як основа дослідження фінансової послуги на ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Вісник Дніпропетровського університету. Серія "Економіка". — Дніпропетровськ.: ДНУ, 2016. — Випуск 10(2). — С. 53-58.

ми⁴⁰, описують їх динаміку, опускаючи сутність торгівлі як фінансово-економічної категорії та «...розглядають категорії не як інструменти й сходинки процесу пізнання явищ і процесів, ... а як самі явища»⁴¹. Натомість гносеологічний аспект теоретико-методологічного дослідження дозволяє чітко встановити теоретичні засади торгівлі фінансовими активами, «...сформувати раціональні уявлення щодо розвитку теоретичного та емпіричного аналізів та на новій основі дослідити»⁴² категорію торгівлі фінансовими активами. Тим часом, поверхове дослідження теорії торгівлі фінансовими активами є основною причиною різновекторних наукових думок щодо фінансових послуг та їх ролі в процесі торговельної діяльності; відокремлення фінансових послуг від фінансових операцій та операцій з фінансовими активами; відсутності дієвої та ефективної концепції трансформацій ринку цінних паперів; неефективного правового регламентування діяльності з торгівлі фінансовими активами; недосконалості формування та розвитку цінних паперів загалом та сфери фінансових послуг на ньому зокрема.

Необхідне використання запропонованих Гегелем законів діалектики, котрі виконуючи важливу методологічну функцію, дозволяють сформувати предмет теорії торгівлі фінансовими активами, показати різні аспекти процесу розвитку торгівлі фінансовими активами та дослідити такого роду торгівлю, беручи до уваги приховані механізми його розвитку.

Закон єдності та боротьби протилежностей є ядром діалектики, відображає джерело розвитку та має важливе значення в процесі дослідження соціальної сутності та економічної природи торгівлі фінансовими активами. Розгляд торгівлі фінансовими активами через єдність та боротьбу протилежностей має надзвичайно важливе методологічне значення, оскільки в єдності та бо-

⁴⁰ Там само.

⁴¹ Страхування: підручник / В. Д. Базилевич, О. Ф. Філонюк, К. С. Базилевич [та ін.]; за ред. В. Д. Базилевич. – Київ : Знання, 2008 . – 1019 с. – С. 35.

⁴² Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – Київ: КНЕУ, 2009. – С. 11.

ротьбі протилежностей проявляються якісна та кількісна сторони торгівлі фінансовими активами. Єдність торгівлі фінансовими активами виступає у формі її сили, проте сучасний ринок цінних паперів потребує її трансформації внаслідок постійної боротьби. Діалектичну суперечність торгівлі фінансовими активами не можна вважати постійно ідентичною, оскільки для діалектики розвитку торгівлі фінансовими активами характерними є її постійна внутрішня суперечлива єдність та тотожність протилежностей, боротьба, як локомотив внутрішнього розвитку торгівлі фінансовими активами. Щодо ринку цінних паперів поняття торгівлі фінансовими активами є однозначним, проте щодо його учасників воно зовсім не однозначне, оскільки різновекторно реалізує їх фінансові інтереси.

Виникає суперечність між учасниками ринку, а боротьба протилежностей дозволяє відобразити діалектику процесів його розвитку. Розуміння наявності розбіжності між учасниками в межах ринку цінних паперів, правильна інтерпретація їх взаємозв'язків та взаємозалежності дозволяють ґрунтовніше дослідити механізм функціонування закону єдності та боротьби протилежностей, діалектику торгівлі фінансовими активами. На перший погляд існує єдність, яка полягає в тому, що всі учасники торгівлі фінансовими активами, виробники та споживачі фінансових послуг, не виходять за законодавчо встановлені межі та формально є рівними на ринку. Проте ця єдність є відносною, оскільки діє боротьба протилежностей усіх учасників ринку за реалізацію їх інтересів. Таким чином, якщо єдність є відносною, то боротьба є абсолютною та основою розвитку торгівлі фінансовими активами. Учасники ринку являють собою певну єдність, тоді як торгівля фінансовими активами як вид фінансової послуги дозволяє їм реалізувати їх фінансові інтереси. Проте за змістом ця єдність є відносною, оскільки учасники не володіють рівними правами на ринку («значні» інвестори, маркетмейкери ринку, інсайдери, держава тощо) та мають власні фінансово еґоїстичні інтереси.

Таким чином, у торгівлі фінансовими активами одними з головних протилежностей є відносини між її учасниками, котрі є

взаємопов'язаними сторонами єдиного економічного явища «торгівля фінансовими активами», і, перебуваючи у стані боротьби та єдності, передбачають та виключають одні одних. Проявляючись на мікрорівні, ці протилежності виступають постійним індикатором руху торгівлі фінансовими активами та трансформують його на макрорівень. Єдність взаємин учасників торгівлі як двох сторін однієї й тієї самої суті досліджуваної категорії є базою цілісності функціонування торгівлі фінансовими активами, а боротьба протилежностей – це процес їх взаємного виключення в межах єдності, механізм якого визначається природою торгівлі фінансовими активами як економічного явища. Суперечність виступає у формі відносин сторін одного цілого, які не можуть існувати одна без одної, проте взаємо виключають одна одну через протилежність фінансових інтересів, і є джерелом саморозвитку торгівлі фінансовими активами як економічного явища. Якщо в природі існує така взаємодія та взаємодоповнення протилежностей, то відповідно до закону єдності і боротьби протилежностей таке економічне явище, як торгівля фінансовими активами, не вимагає дії зовнішньої сили, оскільки містить в собі основу, здатну трансформувати явище в саморух. Між учасниками такого роду торгівлі існує єдність під час укладення угоди та визначення її фінансових параметрів, тож безпосередньо угода є компромісом щодо наявних між учасниками різновекторних фінансових інтересів.

При дослідженні діалектичної природи суперечності в торгівлі фінансовими активами як єдності та боротьби протилежностей в ній чітко відслідковуються революційна та консервативна сторони, що дозволяє ґрунтовніше вивчити тенденції її розвитку та перехідний характер. Частина учасників торгівлі, прагнучи до її постійного вдосконалення, вимагають ефективного правового регулювання та формування ринку для широкого кола інвесторів, а не «конкретної групи осіб». Ця боротьба має прогресивний характер, а її успіхи сприяють формуванню необхідних передумов для інституційних трансформацій в майбутньому. Інша ж частина учасників торгівлі фінансовими активами відстоює власні фінан-

сові інтереси і, прагнучи до їх максимальної реалізації, готова діяти будь-якими методами, виходячи за межі правового поля. Ця боротьба має регресивний характер. Боротьба між ними в процесі реалізації їх фінансових інтересів є вираженням сутності суперечності фінансових відносин, їх прогресивної та регресивної сторін.

Отже, механізм функціонування першого закону Гегеля, проявляючись у відносинах учасників торгівлі фінансовими активами, приводить або до розвитку ринку цінних паперів та його інфраструктури, або до стагнації, прикладом якої є обмеженість «боротьби» з боку інвестора державною фінансовою монополією за часів радянської доби⁴³.

Закон переходу кількісних змін у якісні та навпаки дозволяє зрозуміти сутність процесу розвитку торгівлі фінансовими активами на макрорівні, оскільки кількісні та якісні зміни в торгівлі фінансовими активами повинні розглядатись в єдності, а формування фінансових відносин, які виникають між учасниками, історично відбувається шляхом переходу кількісних змін у якісні. Якість як філософська категорія характеризує торгівлю фінансовими активами загалом, розкриває її специфічні особливості та функціональні зміни. Дослідивши якісні зміни, можна говорити про трансформацію змістовної сторони торгівлі фінансовими активами. Проте якість торгівлі фінансовими активами не може існувати без кількісної характеристики, оскільки така торгівля визначається і якісними характеристиками, і кількісними показниками. Зокрема, кількісні зміни відображаються на різних етапах розвитку торгівлі фінансовими активами залежно від його якості. Кількісна та якісна сторони торгівлі фінансовими активами пов'язані одна з одною, проявляються в системі – суперечливій єдності, в якій «якісна визначеність є кількісною (цілком визначена якість відповідає необхідній кількості), а кількісна визначеність якісна (зміна відбувається в межах визначеної якос-

⁴³ Мацук З. А. Закони діалектики в дослідженні розвитку фінансових послуг на ринку цінних паперів / З. А. Мацук // *Фінанси, облік і аудит* : зб. наук. пр. / [відп. ред. В. М. Федосов]. – КНЕУ. – 2017. – Випуск 1 (29). – С. 163-174.

ті)»⁴⁴. Відтак міра, як філософська категорія, «синтезуючи в собі якісну та кількісну визначеності» торгівлі фінансовими активами «у взаємозв'язку з іншими категоріями, дозволяє розкрити їх внутрішні, видимі форми прояву»⁴⁵ на ринку цінних паперів та змістовну сторону й внутрішні взаємозв'язки. Міра є індикатором рівноваги між якісною та кількісною сторонами торгівлі та досить суперечливою єдністю, оскільки певна кількість рівнозначна відповідній якості, а для певної якості необхідна відповідна кількість.

Трансформація кількісних змін у якісні, еволюція та розвиток торгівлі фінансовими активами, трансформація ринку цінних паперів передбачають поступове накопичення кількісних змін та стрибкоподібний характер переходу їх у якісні, функціональні зміни, з одного якісного стану торгівлі фінансовими активами в інший – таким чином кількість переростає в якість, якість збільшує функціональну роль торгівлі фінансовими активами та об'єктивно сприяє розширенню меж ринку фінансових послуг, появі нових форм торгівлі фінансовими активами – якість переходить у кількість. Роздержавлення власності, масштабна приватизація та розвиток ринку цінних паперів стали причиною «якісного стрибка», коли торгівля фінансовими активами не лише кількісно зросла, а й трансформувалась по суті, стала якісно новою, особливою відповідно до потреб розвитку ринку. Оперуючи виключно кількісними параметрами росту торгівлі фінансовими активами на ринку, не можна стверджувати про її реальний ріст. Лише враховуючи якісні трансформації та дослідивши в їх розрізі кількісну сторону торгівлі фінансовими активами, ми одержимо цілісну картину розвитку ринку цінних паперів.

Таким чином, закон переходу кількісних змін в якісні дозволяє об'єктивно оцінити кількісні та якісні, зовнішні та внутрішні сторони торгівлі фінансовими активами, правильно інтерпретувати кількісні зміни на ринку фінансових послуг, визначити тен-

⁴⁴ Федосов В. М. Современный капитализм и налоги [Вопросы методологии и теории]: монография. – Киев: Вища школа, 1987. – С. 32.

⁴⁵ Там само.

денції його розвитку, дослідити глибинну сутність торгівлі фінансовими активами, перехід кількості в нову якість та надалі виявити суперечність між її учасниками.

Важливе значення для розуміння діалектики торгівлі фінансовими активами має закон заперечення заперечення, який характеризує загальний результат та напрям руху процесу розвитку. Заперечення означає трансформацію одного якісного стану в інший.

Торгівлю фінансовими активами можна уявити як сукупність різних рівнів розвитку, пов'язаних між собою таким чином, що один є запереченням іншого. Не заперечуючи попередніх форм існування, не може відбуватися розвиток⁴⁶. Історично спершу торгівля фінансовими активами проводилась у формі операцій – оборудок, купівлі-продажу за допомогою «примітивних» грошей, без правових норм та державного регулювання операцій, які здійснювали щонайменше дві категорії купців: ті, що займались виключно торгівлею, та ті, для яких торгівля була лише додатковим заняттям. У пізніший період (перша половина II тис. до н.е.) купці почали організовуватись у гільдії. Уже в ті часи торговці прагнули до певної спеціалізації. В міру розвитку товарно-грошових відносин відбулось перше заперечення – торговці почали надавати послуги, а збільшення обсягів контрактів, практика їх укладення та накопичений «торговельний досвід» сприяли «правовому обрамленню» торговельних відносин та формуванню правового забезпечення. За умови панування державної форми власності та відсутності інституту приватної власності торгівля фінансовими активами мала зародковий характер та існувала переважно у формі капітальних вкладень. Лише з розвитком капіталізму торгівля фінансовими активами набуває зрілості, посідає вагомe місце у системі економічних відносин та потребує спеціального наукового вивчення та дослідження.

У процесі розвитку торговельних відносин відбувалася значна кількість заперечень. Ці факти свідчать про об'єктивний характер

⁴⁶ Маркс К. Морализирующая критика и критицирующая мораль // К. Маркс, Ф. Энгельс. Соч. 2-е изд. Т. 4. – С. 296-297.

категорії «торгівля фінансовими активами», її існування в різні історичні періоди розвитку суспільства, трансформацію її від емпіричних форм до наявного ступеня складності. У зв'язку з цим науковий інтерес становить еволюція торгівлі фінансовими активами.

Дія закону заперечення повністю охоплює сферу торгівлі фінансовими активами – особливу форму фінансових відносин на ринку фінансових послуг. Механізм її функціонування передбачає розвиток торгівлі фінансовими активами як єдиного цілого, тоді як кожен етап їх розвитку є частиною загального процесу розвитку торгівлі фінансовими активами. Особливість полягає в тому, що наступний етап розвитку торгівлі фінансовими активами включає частину змістовних ознак попередньої торгівлі фінансовими активами, одночасно виступаючи її запереченням та потенційною умовою власного заперечення. Процес розвитку торгівлі фінансовими активами завжди має «залишки минулого, основи теперішнього та зачатки майбутнього»⁴⁷. Тому принцип діалектичного заперечення торгівлі фінансовими активами визначається як загальним розвитком ринку цінних паперів, так і розвитком торгівлі фінансовими активами як специфічної форми торговельних відносин з фінансовими активами на ньому. «Необхідним є не лише заперечення, а заперечення заперечення. Перше заперечення повинно дати можливість реалізації другого заперечення»⁴⁸. Торгівля фінансовими активами, збільшення обсягів контрактів, практика їх укладення та їх «правове обрамлення» стали такою формою заперечення. Воно не витіснило з ринку торгівлю фінансовими активами, а лише змінило її форму, що стало умовою подальшого розвитку ринку цінних паперів. Відповідно до закону заперечення заперечення розвиток торгівлі фінансовими активами відбувається від нижчого рівня до вищого, із якісно новим змістом, від одного заперечення до іншого – від примітивних торговельних оборудок до операцій з фінансо-

⁴⁷ Энгельс Ф. Анти-Дюринг // К. Маркс, Ф. Энгельс. Соч. Т. 20 – С. 146.

⁴⁸ Федосов В. М. Современный капитализм и налоги [Вопросы методологии и теории]: монография. – Киев: Вища школа, 1987. – С. 43.

вими активами, від операцій з фінансовими активами до операцій за участі посередників тощо.

Діалектичне заперечення є внутрішнім змістом розвитку торгівлі фінансовими активами, а перехід від попереднього якісного стану торгівлі фінансовими активами до нового не означає повну ліквідацію попередньої якості, певна її частина залишається на новій основі. «Подальший розвиток та боротьба протилежностей спонукають заперечення заперечення, формування нової якості, яка містить певною мірою повторення деяких пройдених раніше етапів, проте повторення уже на вищому рівні»⁴⁹. Таким чином, нова якість торгівлі фінансовими активами розвивається на основі раніше досягнутого, зберігає її позитивні сторони, проте збагачена на новому етапі, а кожен наступний етап розвитку торгівлі фінансовими активами є глибшим за змістом, оскільки включає нагромаджений в минулому історичний досвід, а заперечення є необхідною формою дослідження минулого та прогнозування майбутнього.

Подальший розвиток економіки спонукав до заперечення заперечення, формування капіталістичних відносин трансформувало торгівлю фінансовими активами на вид підприємницької діяльності, яка набула нової якості через нове заперечення. Подальший розвиток ринку цінних паперів обумовлював виникнення нових форм фінансових відносин, котрі заперечували попередні форми. Це відбувається безперервно та поширюється на увесь еволюційний процес торгівлі фінансовими активами як єдине ціле.

Закон заперечення заперечення має важливе значення для розуміння революційної та консервативної сторін у розвитку торгівлі фінансовими активами, оскільки «прогрес в органічному розвитку разом з тим є й регресом, тому що закріплює односторонній розвиток та виключає можливість розвитку в багатьох інших напрямках»⁵⁰.

⁴⁹ Там само. – С. 44.

⁵⁰ Энгельс Ф. Диалектика природы // К. Маркс, Ф. Энгельс. Соч. Т. 20 – С. 621.

Отже, використання законів діалектики та діалектичного методу пізнання дозволяє дослідити та зрозуміти тенденції розвитку фінансових відносин у процесі торгівлі фінансовими активами та їх еволюційного видозмінення, процес історичного розвитку поняття «торгівля фінансовими активами», формування та розвиток торгівлі фінансовими активами як складової фінансової науки, як фінансової послуги, яка дозволяє опосередковувати відносини виробника та споживача фінансових благ (покупця та продавця фінансового активу), сформулювати предмет теорії торгівлі фінансовими активами.

Беззаперечно, теоретичне дослідження торгівлі фінансовими активами повинно ґрунтуватись на вивченні її історичного розвитку, оскільки на основі аналізу еволюції історично обумовлених економічних відносин, які формують внутрішній зміст поняття «торгівля», стає можливим раціональне розуміння цієї категорії та місця і ролі фінансової послуги як економічного явища. Складний шлях формування торговельних відносин у суспільстві можна зрозуміти лише з позицій діалектики, яка дозволяє науково обґрунтувати процеси розвитку торговельних відносин, виявити їх особливості, зрозуміти рушійні сили формування фінансових послуг на підставі історичного досвіду та спрогнозувати майбутні тенденції розвитку.

Протягом тривалого часу історики досліджували факти застосування суспільством тих соціально-економічних відносин, які формують внутрішній зміст поняття «торгівля». Торговельні відносини стали зароджуватись серед інших економічних відносин у суспільстві – спершу, як ми вже вище відмічали, у формі оборудок, купівлі-продажу за допомогою «примітивних» грошей, без правових норм та державного регулювання торгівлі, яку здійснювали щонайменше дві категорії купців. Згодом купці почали організовуватись у гільдії, торгувати власними послугами, а збільшення обсягів контрактів, практика їх укладення та накопичений «торговельний досвід» сприяли до «правовому обрамленню» торговельних відносин та формуванню їх правового забезпечення. Це стало поштовхом до формування правової основи для по-

дальшого розвитку торгівлі на якісно нових засадах. Існують докладно описані історичні приклади торговельних відносин суспільств трипільської культури (існування майстрів-мінйялів, які завдяки престижній посередницькій діяльності набули досить високого соціального статусу); посередницьких функцій греків у торгівлі скіфів з Македонією, Херсонесом. Істрією, Тіром, що породжувало фінансові відносини; торговельних шляхів «із варяг у греки», «Залізничний шлях», «Соляний шлях»; фінансових відносин Запорізької Січі. Коли торгівля почала набувати публічно-правового характеру, вона стала юридично регламентованою та була взята під контроль держави⁵¹. Як наслідок – наявність договірно-правової бази між Києвом та Візантією, угоди, підписані князем Олегом у 911 р.⁵² та Ігорем у 944 р., торговельна угода київського князя Володимира Святославовича з волзькими болгарами (1006 р.)⁵³.

Щодо України, то з кінця XVIII ст. її територія була розділена між двома імперіями – Російською та Австро-Угорською. У східних губерніях до початку 60-х рр. XIX ст. держава володіла монопольним правом у сфері фінансів. Скасування заборони на підприємницьку діяльність і кріпосного права в 1861 р. були історичними віхами в докорінній реорганізації фінансової системи Східної України. Швидкий розвиток приватної власності сприяв появі так званого ринку цінних паперів і масовому вилученню вкладниками грошових коштів з державних кредитних установ з наступним їх спрямуванням на придбання акцій і облігацій підприємств. З 1860 до 1873 рр. у Східній Україні замість державної банківської системи, яка займала монопольне становище, сформувались приватні та міські громадські банки, товариства взаємного кредиту, акціонерні земельні банки, ощадні каси, позичково-ощадні й взаємно страхові това-

⁵¹ Мацук З. А. Торговля фінансовими активами як основа дослідження фінансової послуги на ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Вісник Дніпропетровського університету. Серія «Економіка». — Дніпропетровськ: ДНУ, 2016. — Випуск 10(2). — С. 53-58.

⁵² Chirovsky N. L. Old Ukraine. Its socio-economic history prior to 1781. — New Jersey, 1963. — Р. 113.

⁵³ Філіпенко А. С. Глобальні форми економічного розвитку: історія і сучасність. — К.: Знання, 2007. — 670 с.

риства, фондова біржа, що розпочали активно здійснювати торгівлю фінансовими активами серед підприємств та різних верств населення. Загалом у перші 40 років після скасування кріпосного права торгівля фінансовими активами в Східній Україні розвивалась повільно. Це пояснювалось тим, що Східна Україна в XIX ст. була сільськогосподарською, а характерними особливостями сільської місцевості на той час були малоземелля, низький рівень оплати праці, кругова порука, обтяженість платежами, податками та повинностями. І хоча теоретично селяни одержали можливість самостійно вибирати фінансові активи для торгівлі, на практиці вони витрачали незначні заощадження на сплату викупних і орендних платежів, придбання предметів господарського вжитку. Крім того, з кожного селянина стягували губернські, повітові, волосні, страхові та інші платежі. Таке становище спричиняло систематичну заборгованість селян перед державою, посилювало натурально-речову лихву на селі, тоді як великі землевласники не використовували гроші, одержані від викупу, оренди чи продажу землі, як фінансовий актив для подальшої торгівлі, а витрачали на потребу розкішного життя вдома і за кордоном.

У 1864 р. вперше було випущено внутрішню п'ятивідсоткову виграшну позику (потім у 1866 р. та 1889 р.). З першого чи другого року після випуску проводили тиражні погашення. За такими облігаціями, крім номіналу, виплачували купонну премію. Облігації цих позичок вільно реалізовувались фінансовими установами та котувались на біржі, проте через те, що їх випускали переважно великим номіналом, більшість українського населення доступу до них не мала. Також характерним було вкладення заощаджень у цінні папери акціонерних компаній, хоча довіра до промислових цінних паперів у населення була досить низькою, про що свідчить зниження на 65% курсу п'ятдесяти металевих компаній України та на 79% – шести скляно-порцелянових протягом 1899-1901 рр. на Празькій та Брюссельській біржах⁵⁴.

⁵⁴ Витанович І. Історія українського кооперативного руху. Із праць Історико-філософської секції НТШ. – Нью-Йорк: Товариство Української кооперації, 1964. – С. 34.

Економічний розвиток західних територій, на відміну від Східної України, був повільніший, а Галичина, Буковина та Закарпаття залишились районами імперії із найбільшими пережитками панщини та злиднями селянства, де сільське господарство характеризувалось відсталістю та застоєм, а промисловість лише робила перші кроки. За таких умов спроможність більшості населення торгувати фінансовими активами залишалась низькою, а в роки воєнно-політичних потрясінь, розрухи, господарського хаосу і знедолення населення зруйнувалась й фінансова система та остаточно занепала торговельна справа на фінансовому ринку.

Наведені нами вище явища та події, які свого часу відбувалися, обумовлюють об'єктивний характер поняття торгівлі фінансовими активами, її еволюційний розвиток та специфічні особливості існування в різні історичні періоди розвитку суспільства, трансформацію торговельних відносин від емпіричних форм до наявного ступеня складності, а досліджені економістами-істориками приклади укладення угод з фінансовими активами дають можливість розглядати торгівлю фінансовими активами як вид фінансової послуги, що опосередковує відносини між покупцем та продавцем фінансового активу, відстежити економічні передумови формування торгівлі фінансовими активами від давніх часів до наших днів.

У радянській економіці, за умови панування державної форми власності та відсутності інституту приватної власності, торгівля фінансовими активами мала зародковий характер та існувала переважно у формі капітальних вкладень, проте історичні свідчення спеціалізації торговельних відносин дозволяють зробити висновок про те, що в основі докапіталістичної торговельної операції відслідковується формування двох відносно самостійних видів, котрі надалі трансформувались в операції з торгівлі фінансовими активами та операції за дорученням. Докапіталістична форма торгівлі фінансовими активами обслуговувала похідні ланки сучасної економіки та середні класи суспільства. На цьому етапі розвитку можна ототожнити операцію з торгівлі фінансовими активами та фінансову послугу, оскільки вони тісно перепліта-

ються між собою. Наприклад, у депозитно-кредитній сфері державні фінансові установи виконують примітивні функції спеціалізованих фінансових посередників, а учасник операції з торгівлі фінансовими активами є фактично споживачем фінансової послуги, яка дає йому можливість реалізувати свої фінансові інтереси. Це свідчить про єдину економічну природу торгівлі фінансовими активами як фінансової послуги, яка опосередковує відносини двох контрагентів, та фінансової послуги як можливості реалізації операції з торгівлі фінансовими активами, що дозволяє об'єднувати фінансові відносини у сфері торгівлі фінансовими активами та відносини у сфері фінансових послуг в єдину економічну категорію.

У радянський період заощадження населення розглядали як самостійну сферу функціонування грошей як засобу накопичення і заощаджень трудящих. Існування цієї межі було обумовлене системою відносин власності. В той період, коли підприємства і господарські організації здійснювали накопичення для виробничих цілей, населення, вважалось, заощаджувало лише з метою особистого споживання. Лише з розвитком капіталізму формуються нові економічні умови, які обумовлюють зрілість торгівлі фінансовими активами. Вона починає займати важливе місце у системі економічних відносин, відтак потребує спеціального наукового вивчення та дослідження. Таким чином, капіталістична власність стала поштовхом до розвитку торгівлі фінансовими активами, можливості взаємодії покупця та продавця фінансового активу, виробника та споживача фінансового блага. У період капіталізму інтенсивно розвиваються приватизаційні процеси, масштаби яких вражають, зміцнюються фінансові капітали, формується новий клас власників, який вимагає можливості проведення операцій з фінансовими активами та реалізації своїх фінансових інтересів. Таким чином, фінансові відносини, охоплюючи все більше учасників, набувають постійного характеру, трансформуються в окрему сферу підприємницької діяльності – торгівлю фінансовими активами. Зміна форми власності з державної на приватну, поступовий розвиток торгівлі фінансовими активами викликають

формування в Україні новітнього наукового напрямку – науки про фінансові послуги. Проте ще довгий час у працях видатних представників цієї науки теорія фінансових послуг як окрема сфера знань не виділяється, що цілком закономірно, оскільки об'єктивною основою формування даної теорії є всебічний розвиток торгівлі фінансовими активами як економічного явища.

Формування вказаної сфери знань стало реальним лише завдяки накопиченню емпіричних даних з торгівлі фінансовими активами, які можна було використати для статистичних узагальнень та формування наукової основи для розвитку фінансових послуг, розвитку фундаментальних наук, які дозволили зрозуміти значення торгівлі фінансовими активами як економічного явища, наявність наукових кадрів для формування науки та дослідження специфіки такої торгівлі, визначення основних методологічних принципів тощо⁵⁵.

Розвиток концептуальних основ теорії торгівлі фінансовими активами розпочався з перших спроб осмислення природи фінансового активу як елементу економічного життя суспільства, з намагання визначити основні аспекти та сутнісні характеристики природи економічних процесів з філософської точки зору давньогрецькими філософами Платоном, Ксенофонтом та Аристотелем. Досліджувалися напрями використання фінансових активів та примноження багатства держави, тоді як механізм торгівлі відігравав другорядну роль.

Поняття «діяльність з фінансовими активами», «процес торгівлі фінансовими активами», «торгівля фінансовими активами» у вітчизняній економічній літературі з'явилися порівняно недавно (1985-1987 рр.), оскільки за радянської доби ринок цінних паперів розглядали як систему інфраструктурних елементів, що ізолює фінансові ресурси від виробництва з метою привласнення спекулятивного доходу. В період централізованого планового господарства використовували поняття «валові капітальні вкладен-

⁵⁵ Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – Київ: КНЕУ, 2009. – С. 20.

ня» – витрати, пов’язані з відтворенням основних фондів, в тому числі витрат на їх капітальний ремонт⁵⁶. Існують поодинокі приклади використання поняття «торгівля фінансовими активами» в різних економічних виданнях. Інколи воно ототожнюється з діяльністю з фінансовими активами, як, наприклад: торгівля фінансовими активами – сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб та держави щодо реалізації фінансових активів; діяльність з фінансовими активами – сукупність практичних дій фізичних та юридичних осіб щодо реалізації активів; торгівля фінансовими активами – вкладення фінансових активів у будь-яке підприємство, справу; діяльність з фінансовими активами – вкладення фінансових активів у сукупність практичних дій; діяльність з фінансовими активами – процеси вкладення фінансових активів, а також сукупність практичних дій щодо їх реалізації⁵⁷. Таким чином, спостерігається підміна понять «торгівля фінансовими активами», «діяльність з фінансовими активами» та «процес торгівлі фінансовими активами». Діяльність – це специфічна суспільна форма ставлення до навколишнього середовища, зміст якої полягає в цілеспрямованій зміні та трансформації, включає мету, ресурси, результат і сам процес. У свою чергу, процес – це послідовна зміна явищ, стану в розвитку чого-небудь чи сукупність дій для досягнення будь-якого результату. У сфері торгівлі фінансовими активами поняття діяльності та процесу загалом сформувались, відсутні розбіжності щодо цілей та засобів їх досягнення, тоді як поняття «торгівля фінансовими активами» – відносно нова категорія. Хоча історично в нашій країні й існували визначені відносини, які сьогодні охоплюються категорією «торгівля фінансовими активами», та межі їх були значно обмежені. Значне поширення нової категорії в теорії та практиці потребує адекватного його трактування.

У визначеннях Л. Дж. Гітмана та М. Д. Джонка присутні важливі елементи системи торгівлі фінансовими активами: споживач (по-

⁵⁶ Абрамов С. И. Инвестирование. – М.: Центр экономики и маркетинга, 2000. – С. 5.

⁵⁷ Майорова Т. В. Инвестиційна діяльність: підручн. [для студ. вищ. навч. закл.] / Т. В. Майорова. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 472 с.

пит) і постачальник (пропозиція) фінансового активу, і головне – наявність механізму, функціонування якого забезпечує опосередкування відносин між ними. В будь-якій економіці на одному боці виникає надлишок грошових ресурсів, формуються заощадження (пропозиція фінансових ресурсів), на другому існує потреба в залученні додаткових фінансових ресурсів (попит). Виникає необхідність здійснення механізму взаємодії, здатного забезпечити трансформацію заощаджень у капітал, адекватного базовим принципам організації економічної системи. В плановій економіці основний тягар розподілу ніс бюджет держави, здійснюючи фінансування більшої частини довгострокових господарських потреб, а також витрати, не пов'язані з виробництвом. Витрати поточного характеру обслуговувались банківським кредитом, який в умовах жорстко централізованої економіки фактично перетворювався в бюджетне фінансування⁵⁸, а кредитні вкладення формувались однорівневою банківською системою без кінцевої фінансової відповідальності за свої дії та залежною від влади. Кредити надавали відповідно до затвердженого кредитного плану в межах виділених лімітів, а спроби вилучення кредитних коштів з обороту неплатоспроможних позичальників – державних підприємств, як правило, не мали успіху, оскільки ставили під сумнів виконання державного плану.

Фінансові установи, перебуваючи у державній власності чи під її монопольним впливом, використовували акумульований ними надлишок грошових коштів з метою мінімізації та покриття бюджетних видатків, не виконували роль інституційних інвесторів, як це передбачено умовами ринкової економіки. Їх активність та самостійність була нульовою, а торгівля фінансовими активами обмежувалась розповсюдженням державних боргових зобов'язань, облігацій ощадних позик серед населення.

У ринковій економіці переважає інший механізм взаємодії між власником грошових ресурсів та його потенційним споживачем, який охоплює процес трансформації заощаджень в інвестиційні

⁵⁸ Кутузова М. М. Фондовий ринок України в умовах нестабільності світового фінансового середовища: дис. канд. ек. наук : 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / М. М. Кутузова – Луцьк, 2015. – С. 45.

ресурси через ринок цінних паперів за допомогою фінансових послуг, реалізація яких створює замість директивного ринковий механізм вільного руху капіталів у найбільш ефективні сектори економіки. Не підлягає сумніву, що ринок цінних паперів є потужним важелем розвитку економіки країни, а подальше удосконалення торгівлі фінансовими активами, яка нами інтерпретується як вид послуги, що опосередковує відносини між учасниками ринку, в сучасних умовах, як особлива сфера бізнесу, потребує значної трансформації. В часовому просторі торгівля фінансовими активами відбувається в постійно змінюваному середовищі під впливом факторів невизначеності та ризику, що потребує її удосконалення з метою захисту прав та реалізації інтересів учасників ринку, формування інституційної інфраструктури, інформаційного та технологічного сприяння торгівлі фінансовими активами. В умовах ринкової економіки формується складна система торгівлі фінансовими активами, учасниками якої стають держава, фізичні та юридичні особи, різного роду організації; зростає роль ринкових структур в інвестиційному забезпеченні відтворювального процесу, інституційних інвесторів, значення інших посередників, інформаційних, аналітичних, рейтингових агентств тощо, без яких реалізація торгівлі фінансовими активами у глобальному фінансовому просторі стає неможливою.

Торгівля фінансовими активами є складною системою взаємопов'язаних елементів, багатостороннє та багатогранне явище, що вимагає аналізу з різних позицій та на різних рівнях. У процесі визначення місця торговельних відносин в системі відтворювального процесу їх слід розглядати як обмінні. В ринковій економіці обмін правами відбувається на ринку цінних паперів, незважаючи на те, що класична інтерпретація процесу обміну передбачає зміну форми вартості, а специфічним товаром на даному ринку є «позичковий капітал, купівля-продаж якого не супроводжується зміною форми вартості»⁵⁹. Його рух між

⁵⁹ Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – К.: КНЕУ, 2009. – С. 33.

суб'єктами ринку цінних паперів здійснюється в грошовій формі. Фінансові установи, як виробники та продавці фінансових послуг, акумулюють на ринку позичковий капітал, одержуючи від покупців фінансових послуг плату за їх реалізацію. Таким чином, торгівля фінансовими активами виконує роль «механізму залучення позикового капіталу»⁶⁰ на ринок цінних паперів. Обмінні відносини дозволяють фінансовій установі залучити капітал та на основі відносин перерозподілу в межах ринку цінних паперів пропонувати залучений капітал на ринку, а також на основі відносин обміну здійснювати взаємини з посередниками для ефективного розміщення даного капіталу. Відтак, торгівля фінансовими активами з точки зору формування та використання фінансових активів – це обмін правами між суб'єктами, які інвестують кошти на ринку, та тими, котрі залучають кошти шляхом розміщення цінних паперів. З погляду відносин окремих суб'єктів з фінансовими установами це плата за можливість реалізації фінансових інтересів, оптимізуючи вплив фінансових ризиків при обміні фінансовими активами, тобто обмінні відносини.

Таким чином, ми досліджуємо торгівлю фінансовими активами як економічну категорію, яка виражає відносини як розподілу, так і обміну. Вважаємо, що розподільні (первинні) та обмінні (вторинні) відносини обумовлюють формування та використання фінансових фондів, призначених для реалізації фінансових інтересів та оптимізації фінансових ризиків, є предметом теорії торгівлі фінансовими активами.

Еволюція виникнення, процес формування та подальший розвиток торгівлі фінансовими активами на ринку цінних паперів як специфічної сфери економічних відносин та предмета дослідження є перш за все об'єктивною необхідністю суспільства у здійсненні операцій з фінансовими активами. Історично форми організації таких операцій трансформуються та вдосконалюються, тоді як зміст поняття торгівлі фінансовими активами залишається усталеним та характеризує дуалістичний характер цього

⁶⁰ Там само.

поняття. З одного боку, сторони торгівля має речовий зміст, оскільки дозволяє опосередкувати відносини виробника і споживача фінансових благ та реалізувати їх фінансові інтереси на ринку. З іншого боку, вона має суспільний зміст: торгівля фінансовими активами як сукупність фінансових відносин суб'єктів щодо одержання можливості реалізації фінансових інтересів учасників у процесі їх взаємодії. Таким чином, економічні (фінансові) інтереси та можливість їх реалізації в процесі взаємодії виробника та споживача економічних благ на ринку цінних паперів є об'єктом фінансових відносин в процесі торгівлі фінансовими активами, а зазначені фінансові відносини – предметом теорії торгівлі фінансовими активами.

Економічна природа фінансових відносин у процесі торгівлі фінансовими активами пояснюється існуванням фінансових ризиків, тоді як взаємозв'язок фінансового ризику та торгівлі фінансовими активами можна подати наступним чином: фінансовий актив – фінансові очікування – фінансовий інтерес – можливість реалізації фінансового інтересу та оптимізація фінансових ризиків (торгівля фінансовим активом). Фінансовий інтерес є фундаментальним поняттям у торгівлі фінансовими активами, тоді як оптимізація фінансових ризиків є однією з найбільш складних проблем у процесі торгівлі. Оскільки торгівля фінансовими активами активно розпочала розвиватись в Україні лише на початку 90-х років XX ст., незначний період її розвитку не дозволив виробити єдине тлумачення поняття фінансового ризику. Теоретична та методологічна складності змісту і сутності фінансового ризику зумовили їх розгляд у широкому та вузькому значеннях. У широкому значенні фінансовий ризик – це сукупність негативних очікувань, які обумовлюють можливість втрат фінансових ресурсів (грошових коштів). Виходячи з такого трактування поняття «фінансовий ризик» фактично порівнюється з поняттям «інвестиційний ризик». Категорія «фінансовий ризик» використовується і у більш вузькому значенні як частина комерційного ризику, пов'язана з ймовірністю фінансових втрат внаслідок опе-

рацій у фінансово-кредитній і біржовій сферах⁶¹. Таке ототожнення не можна вважати припустимим, тоді як теоретичне питання щодо визначення поняття «фінансовий ризик» набуває відчутного практичного значення в житті людини, оскільки перелік ризиків, на які може наражатися суб'єкт власності, власник фінансового активу, визначає необхідність його взаємодії з іншим учасником ринку для оптимізації ризиків.

Тому цілком логічним є розгляд торгівлі фінансовими активами як послуги на ринку, яка дозволяє в процесі взаємодії споживача та виробника економічних благ оптимізувати вплив фінансового ризику. Вона є однією з ефективних форм управління фінансовими активами. Відтак найважливішим та необхідним елементом для доцільності існування торгівлі фінансовими активами є саме можливість оптимізації фінансового ризику, реалізації фінансового інтересу суб'єкта ринку та надання йому таких послуг, причому первинною виступає можливість. Таким чином, вирішальний вплив на фінансовий актив мають два фактори: можливість реалізації фінансового інтересу й оптимізації впливу фінансових ризиків. Якщо вважати, що ці фактори не мають вирішального впливу, тоді розподіл ресурсів залежить від тих, хто володіє фінансовим активом, проте не володіє можливістю найбільш раціонального його використання та оптимізації дії на нього фінансових ризиків, перебільшуючи рівень можливих втрат та знижуючи можливі доходи. Невизначеність можливостей реалізації фінансових інтересів учасника ринку та оптимізації впливу фінансових ризиків перешкоджає раціональному розподілу капіталу, знижує обсяг торгівлі фінансовими активами. Умова оптимізації впливу фінансових ризиків та реалізації фінансових інтересів надає фінансовим відносинам у торгівлі фінансовими активами специфічних рис, а реалізація фінансового інтересу набуває реального змісту лише за можливості такої оптимізації фінансових ризиків, пов'язаних із власністю на фінансовий актив.

⁶¹ Журавка О. С. Проблемні аспекти страхування фінансових ризиків в Україні / О. С. Журавка // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. пр. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – Т. 20. – С. 16–24.

Справжньою причиною діалектичного розвитку торгівлі фінансовими активами, трансформації її характеристики протягом еволюції суспільства слід вважати не формальні ознаки фінансових відносин у процесі торгівлі фінансовими активами (виникнення ринку фінансових послуг, договорів купівлі-продажу фінансового активу, появу нових видів операцій з фінансовими активами), а вдосконалення специфічних відносин розподілу та обміну, що інтерпретують категорію «торгівля фінансовими активами» та обумовлюються відносинами власності⁶². Відтак відносини власності обумовлюють сутність категорії «торгівля фінансовими активами» та, як вдало зазначає проф. В. М. Федосов, «відносини загалом, якщо їх брати в єдності відносин виробництва, розподілу, обміну і споживання, виражають глибинні відносини власності на засоби виробництва. Проте і кожна їх структурна ланка, наприклад, розподіл, якщо його брати відокремлено, так само виражає ці відносини, бо власність, як об'єктивно чинне, реальне економічне відношення є домінантою, завжди виступає конструюючим, основоположним та найважливішим чинником. Тому відносини власності – принципово важлива умова розуміння характеру розподільних ... відносин»⁶³.

Теоретичне дослідження торгівлі фінансовими активами, що обумовлюється виключно можливістю реалізації фінансових інтересів, оптимізації впливу фінансових ризиків та нехтування тим, що трансформація фінансових відносин у процесі торгівлі фінансовими активами обумовлюється ступенем зрілості відносин власності, має негативні наслідки, тоді як адекватне розуміння причин неефективних процесів на ринку цінних паперів є ймовірним, якщо торгівлю фінансовими активами розглядати як економічну категорію, «як носія економічних відносин, обумовлених відносинами власності»⁶⁴. Таким чином, можна з'ясувати

⁶² Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – К.: КНЕУ, 2009. – С. 35.

⁶³ Федосов В. М. Современный капитализм и налоги (Вопросы методологии и теории). – К.: Издательство при Киевском государственном университете издательского объединение «Вища школа», 1987. – С. 54.

⁶⁴ Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – К.: КНЕУ, 2009. – С. 36.

причини бурхливого розвитку ринку цінних паперів, коли динаміка рівня його капіталізації в рази перевищувала розвиток реального сектору економіки, та загалом негативні наслідки для економіки країни.

За економічним змістом торгівля фінансовими активами є неоднозначною та складною категорією, що трактується фахівцями по-різному. Переважна більшість дослідників обмежують поняття «торгівля» комерційними відносинами, вважаючи, що торгівля фінансовими активами – це система економічних відносин, які виникають у процесі «переміщення грошей в спеціально вибрані фінансові інструменти з метою збільшення їх цінності чи одержання позитивного доходу»⁶⁵. Вважаємо, що торгівля фінансовими активами – це *фінансова послуга, яка опосередковує відносини виробника та споживача економічних благ*. Торгівля фінансовими активами значно ширша за операцію з фінансовими активами. Цей факт є важливою умовою дослідження торгівлі фінансовими активами як цілісної фінансово-економічної категорії, яка містить усю сукупність відносин на ринку, а саме ті економічні відносини, які виникають на ринку цінних паперів у процесі взаємодії його учасників з метою реалізації їх фінансових інтересів та оптимізації впливу фінансових ризиків. На нашу думку, торгівля фінансовими активами – це фінансова послуга, яка дозволяє реалізувати фінансові інтереси учасників ринку цінних паперів, опосередковуючи відносини виробника та споживача економічних благ.

Таким чином, дослідження фінансової послуги як сукупності специфічних економічних відносин, які дозволяють реалізувати фінансові інтереси учасників, дозволяє нам об'єднати її з операцією з торгівлі фінансовими активами в межах однієї економічної категорії – торгівлі фінансовими активами. Наразі пропонують розглядати ці поняття роздільно, з чим ми категорично не погоджуємось, оскільки вважаємо, що це позначається на якості тор-

⁶⁵ Гитман Л. Основы инвестирования : пер. с англ. / Л. Гитман, М. Джонк. – М. : Дело, 1997. – С. 18.

гівлі фінансовими активами, ефективності правового регулювання даних відносин, обумовлює неоднозначність трактувань аналогічних понять та перешкоджає взаємному розвитку цих двох складових.

Відтак, розглядаючи торгівлю фінансовими активами як економічну категорію, слід враховувати те, що вона охоплює увесь спектр економічних відносин на ринку цінних паперів. Наявність спільних рис та відповідність мети виникнення цих двох складових дозволяють нам зробити висновок про єдність економічних відносин з метою забезпечення фінансових потреб фізичних та юридичних осіб в одержанні можливості реалізації їх фінансових інтересів та оптимізації дії фінансових ризиків. Як економічна категорія торгівля фінансовими активами характеризується ознаками, що розкривають її цілісність, специфіку та дозволяють виокремити торгівлю фінансовими активами з-поміж інших фінансових категорій. Зокрема, торгівля фінансовими активами є специфічною формою фінансових відносин, тоді як фінансові відносини в торгівлі фінансовими активами:

- виникають внаслідок можливості реалізації фінансового інтересу та оптимізації дії фінансових ризиків, що відповідає фінансовим очікуванням особи. Чим вищий ступінь фінансових очікувань, тим вищий фінансовий ризик і тим більшою є об'єктивна необхідність їх фінансового захисту шляхом проведення операцій з фінансовими активами;

- виникають у процесі формування та використання цільових фінансових фондів, призначені для реалізації фінансових інтересів суспільства та оптимізації впливу на них фінансових ризиків;

- є законодавчо встановленими та супроводжуються укладенням договорів;

- існують за наявності фінансового інтересу суб'єкта як основи таких відносин. Якщо особа не володіє фінансовим інтересом, необхідність таких відносин є абсурдною;

- мають імовірнісний характер, тому потребують нагляду держави, зокрема контролю за діяльністю фінансових установ.

Як економічна категорія, торгівля фінансовими активами виконує ряд функцій, які розкривають її суспільне призначення: захисну, розподільну та інвестиційну. Захисна функція полягає в тому, що розподільні та обмінні відносини в процесі торгівлі фінансовими активами обумовлені формуванням фінансових фондів для можливості реалізації фінансових інтересів їх учасників та оптимізації впливу фінансових ризиків. Формування таких фондів відбувається в процесі розподілу валового внутрішнього продукту, таким чином реалізується розподільна функція. Захисна та розподільна функції торгівлі фінансовими активами визначають появу інвестиційної функції, оскільки в процесі обмінних та розподільних відносин суб'єктів торгівлі фінансовими активами, пов'язаних із реалізацією їх фінансових інтересів та оптимізацією фінансових ризиків, виникає здатність до формування інвестицій. Фінансові активи у формі інвестицій одержують усі суб'єкти торговельних відносин: інвестори – інвестиційні внески, які забезпечують власникам фінансового активу паралельно із можливістю реалізації їх фінансових інтересів інвестиційний дохід; позичальники – інвестиційні фонди, які у формі залученого капіталу дозволяють розширити їх виробничі можливості; посередники – грошові кошти, які забезпечують подальшу реалізацію їх послуг на ринку; держава – грошові кошти як результат ефективного використання інвестиційних фондів, які у формі податків та платежів надходять до її бюджету.

Суспільне призначення торгівлі фінансовими активами проявляється в єдності кожної з функцій. Об'єктивний характер означених відносин визначається потребою людей у можливості реалізації їх фінансових інтересів та оптимізації впливу фінансових ризиків; торгівля фінансовими активами виступає методом формування фінансових фондів для забезпечення реалізації цієї можливості шляхом перерозподілу коштів учасників фонду у просторі та часі, а акумульовані фінансові фонди при належному управлінні, трансформуються в інвестиції. Таким чином виражається єдність усіх трьох функцій торгівлі фінансовими активами, реалізація яких відбувається відповідно до законів діалектики:

кожна функція окремо є носієм різних сторін економічних відносин, які, протистоячи одна одній, являють собою єдність та боротьбу протилежностей. У процесі торгівлі фінансовими активами забезпечується їх кількісний розвиток, який трансформується в якісний, а нова якість вимагає нової кількості, яка надалі породжує нову якість, – ця ланцюгова реакція і є розвитком. Переважання однієї з функцій над іншими в різних економічних умовах обумовлює різні прояви категорії торгівлі фінансовими активами.

У радянські часи через монополізацію державної власності та відсутність ринку приватної власності як такого інвестиційна функція не проявлялась. В реалізації захисної функції не було потреби, оскільки відсутність власності не породжувала фінансових інтересів та необхідності їх реалізації й оптимізації впливу фінансових ризиків. Тому існувала і монополюючо реалізовувалась державою лише розподільна функція. За умови перехідної економіки в процесі «хаотичної» приватизації на перший план вийшли розподільна та інвестиційна функції, тоді як захисна не знайшла свого місця в процесі торгівлі фінансовими активами, оскільки не опосередковувала торговельні процеси того часу. «Відсунення на задній план» основи ефективної торгівлі фінансовими активами – можливості реалізації фінансових інтересів суб'єктів фінансових відносин у процесі їх взаємодії – обумовило формування непрозорого процесу приватизації, недосконалого та деформованого ринку цінних паперів, значну частку на якому займали так звані «довірчі товариства», та формування «неефективного» власника. В умовах фінансової кризи 2008 р. та економічної нестабільності в Україні 2014-2015 рр., девальвації гривні, відтоку капіталу за кордон значна кількість фінансових установ залишає ринок. Проте за законом дедукції нова кількість сприятиме новій якості, в межах якої реалізовуватимуться функції торгівлі фінансовими активами. Підсумовуючи проведене нами дослідження, пропонуємо наступне визначення категорії торгівлі фінансовими активами – *це економічна категорія, яка виражає відносини обміну, що виникають між учасниками формування та використання фінансових фондів у сфері торгівлі фінансовими*

активами; послуга, яка опосередковує відносини виробника та споживача економічних благ з метою забезпечення можливостей реалізації їх фінансових інтересів та оптимізації впливу на них фінансових ризиків. Запропоноване нами визначення дозволяє цілісно описати фінансові процеси в суспільстві та сформуванню ефективну систему реалізації фінансових інтересів учасників ринку, оптимізації впливу на них фінансових ризиків на основі взаємопроникнення фінансових послуг в процеси торгівлі фінансовими активами; характеризує притаманні їм найбільш суттєві риси.

1.3. Теоретичні аспекти визначення фінансової послуги як економічної категорії

Вплив відносин власності на розвиток торгівлі фінансовими активами в країні слід досліджувати, враховуючи не лише кількість фінансових установ та пропоновані види фінансових послуг у сфері торгівлі фінансовими активами, а й вплив радянської влади на побудову процесу торгівлі фінансовими активами. До 1987 р. фінансову систему СРСР обслуговували три банки-монополісти: Держбанк СРСР, Будбанк СРСР та Зовнішньоекономічний банк СРСР. Держбанк СРСР характеризувався необмеженою монополією на кредитні ресурси. Ресурси загальнодержавного позичкового фонду розподілялись централізовано відповідно до затверджених кредитних планів. Держбанк СРСР займався безпосередньо кредитуванням народного господарства, в тому числі довгостроковим. Будбанк СРСР здійснював фінансування та кредитування капітального будівництва. До його обов'язків входило накопичення грошових ресурсів, призначених для капітального будівництва. В Будбанк надходили відрахування підприємств від прибутку, амортизаційні відрахування на повне відновлення, ресурси, мобілізовані для будівництва, бюджетні асигнування, фінансування капітальних вкладень державного сектору відповідно до плану, довгострокове кредитування капітальних вкла-

день підрядних будівельних організацій, організація та реалізація безготівкових розрахунків у будівництві. Будбанк лише за формою був незалежним від Держбанку СРСР, оскільки обсяги капітальних вкладень визначались виключно для збалансування планів розвитку відповідно до наявних бюджетних ресурсів. Реальні ж кредитні ресурси не мали практичного значення, оскільки в фінансовій системі СРСР були відсутні антиінфляційні обмеження, а будь-який кредит одночасно створював залишки на рахунках клієнтів. У межах єдиного банку це означало практично необмежену емісію⁶⁶. У 1987 році було прийнято рішення про реорганізацію системи спеціальних банків, враховуючи особливості сфери діяльності народногосподарських комплексів. На перший погляд, було сформовано нову структуру державних банків, проте принципи кредитних відносин не змінилися: продовжувалось кредитування в напівавтоматичному режимі з адміністративним методом розподілу кредитних ресурсів.

Ринкові трансформації, характерні для економічного розвитку, позначились на всебічних проявах категорії «торгівля фінансовими активами» та кардинально змінили її сутність: за період незалежності в Україні сформувався ринок цінних паперів. Його формування починається на початку 90-х років прийняття постанови Кабінету Міністрів СРСР «Про акціонерні товариства та товариства з обмеженою відповідальністю», «Положення про цінні папери», «Положення про власність в СРСР», «Основ законодавства про інвестиційну діяльність» та випуском в обіг облігацій державної внутрішньої позики, казначейських зобов'язань, безвідсоткових цільових позик, акцій трудових колективів, акцій підприємств. Проте ці цінні папери не могли стати реальною основою для розвитку ринку цінних паперів, тому що державні цінні папери не могли обертатись на вторинному ринку, акції трудових колективів і акції підприємств по суті були облігаціями, а підприємства, що їх випускали, не стали акціонерними в еко-

⁶⁶ Инвестиционная деятельность банков в Украине / А. И. Амоша, Н. И. Иванов, Т. Д. Косова и др. – Донецк: ИЭП НАН Украины, 1999. – 52 с.

номічному розумінні. Ба більше, акції трудового колективу могли обертатись виключно серед його працівників, тому не було необхідності в організації масштабного вторинного ринку.

Хоча теоретично вважають, що торгівля фінансовими активами в Україні здійснювалась і за радянських часів, реального ринку для цього не існувало через відсутність інституту приватної власності. Хоча особиста власність громадян не заперечувалась державою, проте більш як 90% власності належало їй, що обмежувало кількість учасників економічних відносин та виводило за межі цих відносин державні підприємства. За цих умов централізація фінансових фондів у сфері торгівлі фінансовими активами була раціональним рішенням радянської влади та пояснювалась ефективною можливістю держави маневрувати акумульованими коштами між галузями та підприємствами для забезпечення останніх безперебійною роботою. Тому необхідність оптимізації впливу фінансових ризиків та реалізація фінансових інтересів держави як суб'єкта власності виглядала абсурдною. Структура соціалістичної власності обумовила не лише штучне звуження кола суб'єктів торгівлі фінансовими активами, а й через це нерозвиненість пропозиції фінансових послуг, обмеженість видів торговельних операцій, оскільки будь-які фінансові ризики державних підприємств покривались коштом держави.

У сучасних умовах важлива роль в системі ринкових відносин належить фінансовим активам, їх значення в платіжному обороті кожної країни масштабне. Завдяки активному обігу фінансових активів здійснюється спрямування фінансових ресурсів у найбільш ефективні галузі економіки. Ринок цінних паперів є обов'язковою складовою економіки. Йому притаманна специфічна інституційна та організаційна структура. Активна торгівля фінансовими активами на ринку цінних паперів забезпечує ефективний процес трансформації заощаджень у капітал та вибір напрямів його використання. На ринку цінних паперів формуються основні фінансові джерела економічного зростання країни, що сприяє мобілізації та розподілу необхідних для економіки фінансових ресурсів. Доводячи важливу роль ринку цінних паперів

в економічній системі, важливо «зняти зі світу» фінансового активу «наліт спекулятивності, фіктивності, звинувачення в тому, що це паперова конструкція, цей фіктивний капітал справляє руйнівний вплив на реальне виробництво»⁶⁷. Не є секретом той факт, що саме в такій інтерпретації фінансові активи, зокрема цінні папери, трактувались офіційною радянською ідеологією в нашій країні до кінця 1980 р. і початку ринкових реформ. На перший погляд, було б зручно «зробити інвестування довгостроковим та безперервним актом, розірваним лише у випадку смерті чи іншої не менш важливої причини»⁶⁸. Проте не слід «роздувати» роль спекуляцій як дестабілізаційного фактора системи функціонування ринку цінних паперів, оскільки в даному явищі одночасно закладені основи формування саморегулювання даної системи та приведення її до стану рівноваги. Враховуючи це, навряд чи необхідно намагатись обмежити спекуляції на ринку, продуктивнішим є формування основ для сприятливого інвестиційного клімату, за відсутності якого складно розраховувати на надходження довгострокових інвестицій.

Ринкові трансформації в Україні, формування інституту приватного підприємництва та зміна відносин власності стали підґрунтям розвитку нових суспільно-економічних відносин, зокрема в сфері торгівлі фінансовими активами. Зазвичай в умовах панування планово-адміністративної системи держава відповідає за фінансову спроможність підприємств державної форми власності та намагається компенсувати їм фінансові збитки в разі необхідності, тоді як за умов ринкової економіки держава не відповідає за фінансову стабільність приватних підприємств та їх платоспроможність. Оскільки торгівля фінансовими активами є послугою, яка уможливорює взаємодію учасників формування та використання фінансових фондів, необхідною передумовою розвитку ринку цінних паперів є фінансова спроможність їх учасників, можливість реалізації фінансових інтересів суспільства та опти-

⁶⁷ Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 72.

⁶⁸ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег // Антология экономической классики. В 2 т. – М.: МП «ЭКОНОВ», 1993. – Т. 2. – С. 260.

мізації впливу на них фінансових ризиків спеціалізованими фінансовими установами. Таким чином виникають фінансові інтереси учасників ринку, які викликають попит на певні послуги на ринку цінних паперів, «попит породжує пропозицію, починають діяти об'єктивні закони ринку, розширюється коло учасників»⁶⁹ фінансових відносин у сфері торгівлі фінансовими активами, збільшується кількість учасників ринку, з'являються потреби у нових суб'єктах ринку. На практиці починають удосконалюватись форми торгівлі фінансовими активами; безпосередні операції з фінансовими активами на ринку учасником «без належної бази знань» виходячи з його інтуїції вважаються нерациональними та нездатними повною мірою реалізувати його фінансові інтереси та оптимізувати вплив фінансових ризиків. Натомість значне місце починають займати операції за дорученням як одна з форм торгівлі фінансовими активами: посередник формує цілі клієнта виходячи з його фінансових інтересів, розраховує очікувану норму дохідності, ідентифікує фінансові ризики та їх вплив на обсяг фінансових очікувань, розробляє попередній фінансовий план та реалізує клієнтську інвестиційну програму відповідно до наперед встановлених цілей. Паралельно з цим виникає потреба в доступі до інформації щодо об'єкта торгівлі, фінансового активу, наявності аналітичних знань обробки інформації, розроблення рекомендацій щодо руху вартості фінансового активу в майбутньому, формуванні ефективного портфеля фінансових активів та оперативного управління ним.

Для ефективної торгівлі фінансовими активами необхідними були трансформація відносин власності та приватизація державної власності. Приватизація державних підприємств викликала появу великої кількості дрібних власників, які потребували можливості реалізації їх фінансових інтересів, оптимізації впливу фінансових ризиків та відповідно значної кількості фінансових установ, готових надати їм таку можливість. Внаслідок взаємодії

⁶⁹ Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – К.: КНЕУ, 2009. – С. 52.

учасників приватизаційних процесів сформувалась пропозиція фінансових послуг, орієнтована передусім на реалізацію фінансових інтересів фізичних осіб та оптимізацію фінансових ризиків на ринку, осіб без інвестиційного досвіду та «некомпетентних» у сфері торгівлі фінансовими активами. Однак сталося те, що мало статись у сфері приватизації, як і загалом в інших сферах економічного життя країни.

Практично 85% населення України відчувало брак готівкових грошей, тому, хоч теоретично воно мало право брати участь у приватизації, але за таких обставин його дії були обмеженими. Така приватизація «сформувала основи глибокої економічної, особливо майнової, нерівності»⁷⁰, приватизовані підприємства зосередилися «в руках» певного кола осіб, яких навряд чи можна назвати стратегічними інвесторами, створення ними закритих акціонерних товариств перешкоджало формуванню адекватного ринку цінних паперів. Фактично приватизація в Україні дала можливість обмеженому колу осіб безконтрольно розпоряджатись державним майном, яке перейшло у їхню власність внаслідок привласнення не заробленого ні інтелектуальною, ні фізичною працею, розмежувала великих власників і суспільство та зруйнувала виробничі сили. Таким чином відбулась неекономічна приватизація, яка за таких обставин не може бути економічно ефективною та сформувати «ефективного» власника⁷¹.

Формування ринку цінних паперів відбувалось без аналізу еволюції його інституційних одиниць, що не дозволило комплексно вивчити його тенденції та проблеми, а також спрогнозувати наслідки для соціально-економічного розвитку загалом. Досить довго були відсутні органи регулювання, які б координували його діяльність, використовуючи спеціальні знання та навички. Як наслідок, почали стихійно формуватись фінансові інституції на основі різних моделей розбудови ринку капіталів та приймалися

⁷⁰ Корнєєв В. В. Управління кредитними та інвестиційними потоками на ринках капіталу / В. В. Корнєєв – К.: НДФІ, 2003. – С. 173.

⁷¹ Жуков Н. Собственность, интеграция, управление / Н. Жуков, В. Еремеев // Экономист. – 2011. – №5. – С. 69.

закони, які за змістом не завжди відповідали один одному. Проблема полягала в тому, що не були узгоджені дії іноземних «донорських організацій та експертів з країн з розвиненим ринком капіталів щодо того, яка саме модель ринку потрібна Україні»⁷², тому він формувався та розвивався хаотично, «мов човник, плив на хвилях часу і подій – куди вітер повіє, туди й занесе»⁷³.

Слід звернути увагу на формування та розвиток інвестиційних фондів та компаній, довірчих товариств для здійснення приватизації, проведення пенсійної реформи та усвідомлення необхідності формування недержавних пенсійних фондів. Початок організації довірчих товариств пов'язаний з Декретом КМУ «Про довірчі товариства»⁷⁴, що дало їм змогу працювати як з грошима, так і з приватизаційними паперами, чого не можна сказати про інвестиційні фонди та фінансові компанії. Пік їх популярності припав на кінець першого етапу процесу реалізації сертифікованої приватизації в Україні, проте у зв'язку із відсутністю контролю з боку держави вони дискредитували себе, що призвело до втрати довіри до трастових послуг.

На жаль, у фінансовій практиці України трасти було ототожнено з довірчими товариствами. Відсутність належного законодавства про довіру до власності, чіткого поділу між інвестиційним і банківським трастами, єдиного державного органу регулювання фінансового ринку, неправочинне поєднання функцій продавця та контролера в руках Фонду державного майна та деякі інші причини призвели до банкрутства довірчих товариств, трастів. Декрет про довірчі товариства був єдиним і недосконалим законодавчим актом, стимулював підміну трастових операцій надто вузьким напрямом – операціями з приватизаційними паперами і призвів до ототожнення дозволу на їх проведення з дозволом на проведення трастових операцій загалом. В результаті замість очі-

⁷² Головка А. Т. Інфраструктура фондового ринку і тенденції її розвитку / А. Т. Головка // *Фінанси України*. – 1996. – № 10. – С. 83.

⁷³ Професіоналам фондового ринку не вигідно обмінювати клієнтів // *Фінанси України*. – 1991. – № 10. – С. 88.

⁷⁴ Про довірчі товариства: Декрет Кабінету Міністрів України від 17.03.1993 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/23-93>

куваного прискореного процесу приватизації Україну охопили глибока криза трастів та широкомасштабний обман населення. Як наслідок, у 1995 році Постанова ВР «Про усунення зловживань у процесі залучення суб'єктами підприємницької діяльності грошових коштів громадян»⁷⁵ заборонила реєстрацію нових трасових установ до прийняття ЗУ «Про довірче управління майном». Щодо недержавного пенсійного забезпечення, у 1993 році ВР було прийнято Концепцію соціального забезпечення населення України⁷⁶, якою передбачалось введення добровільного особистого страхування через пенсійні фонди. Проте відсутність нормативно-правового забезпечення їх діяльності стала причиною виникнення спекулятивних операцій, тому у 1995 році ВР Постановою №491/95-ВР заборонила НПФ залучати кошти громадян, хоча обов'язки від попередніх вкладів за ними залишилися. Це тимчасово зупинило їх діяльність та призвело до їх банкрутства. Загалом розвиток суб'єктів торгівлі фінансовими активами на ринку цінних паперів відбувався в умовах недосконалого правового поля, відсутності ефективних державних регуляторів та системи контролю, масової недовіри суспільства до них через їх спекуляції та подальше банкрутство.

Фінансова послуга як одна з форм прояву категорії «торгівля фінансовими активами», є доволі особливою послугою, потреба в якій обумовлюється можливістю реалізації фінансових інтересів членів суспільства та оптимізації дії фінансових ризиків. Наразі на ринку цінних паперів реалізація фінансових інтересів індивідів можлива, з одного боку, шляхом здійснення безпосередньої операції з фінансовими активами між основними учасниками ринку (емітентом та інвестором), а з іншого боку – через операцію за дорученням та одержання послуг у сфері торгівлі фінансовими активами. Законодавчо закріплене трактування поняття фінансо-

⁷⁵ Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]: Закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III. – Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>

⁷⁶ Концепція соціального забезпечення населення України [Електронний ресурс]: Постанова Верховної Ради України від 21.12.1993 р. № 3758-XII. – Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/3758-12>

вих послуг як «операцій з фінансовими активами, що здійснюються в інтересах третіх осіб власним коштом чи коштом цих осіб, а у випадках, передбачених законодавством, — і коштом залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів»⁷⁷, є доволі обмеженим. Підміна понять «фінансова послуга» та «операція з торгівлі фінансовими активами», дозволяє нам зробити висновок, що фінансова послуга частково може виражати лише відносини перерозподілу, внаслідок яких формуються та використовуються фінансові фонди. Отже, фінансова послуга не виступає об'єктом купівлі-продажу та не має товарної форми⁷⁸. В цьому випадку операція з торгівлі фінансовими активами прирівнюється нами до первинної фінансової послуги. Фінансова послуга дає можливість реалізувати фінансові інтереси учасника фінансового ринку, тоді як операція з фінансовими активами — це процес обміну фінансовими активами. Поняття «фінансова послуга» є ширшим та містить поняття «операція з торгівлі фінансовими активами».

На фінансові послуги є попит, оскільки на ринку цінних паперів існує об'єктивна потреба у реалізації фінансових інтересів учасників та оптимізації дії фінансових ризиків. Значна кількість фінансових активів та методів їх придбання, формування різних варіантів портфелів фінансових активів виходячи із фінансових цілей клієнтів та ступеня ризику викликають необхідність існування фінансових послуг, які можуть бути запропоновані учасникам ринку. Це дозволяє розглядати фінансову послугу як специфічний товар, а отже можливість її існування як у товарній, так і в нетоварній формах.

Розмежування понять «фінансова послуга» та «товар» виходячи лише з наявності об'єкта купівлі-продажу та орієнтація на не-

⁷⁷ Про усунення зловживань у процесі залучення суб'єктами підприємницької діяльності грошових коштів громадян [Електронний ресурс]: Постанова Верховної Ради від 22.12.1995 р. № 491/95-вр. — Верховна Рада України. — Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/491/95-вр>

⁷⁸ Науменкова С. В. Ринок фінансових послуг: навч. посіб. / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. — К.: Знання, 2010. — 532 с.

матеріальну ознаку в результаті надання фінансових послуг мають багато дискусійних моментів, оскільки значна кількість послуг загалом мають матеріальні складові результатів⁷⁹. Тому вважаємо розмежування понять «товар» та «фінансова послуга» виходячи з наявності об'єкта купівлі-продажу та матеріальної складової результату недоцільним, а інтерпретацію поняття «фінансова послуга» виходячи з поняття «товар», додаючи до ознак останнього частку «не», нелогічною.

Фінансові послуги поширені в ринковій економіці. Сьогодні учасник ринку цінних паперів без проблем орієнтується у сфері фінансових послуг, тож у кожного з нас сформувалось досить чітке уявлення про цю економічну категорію. Автори економічних видань формулюють поняття фінансової послуги, «розмежовуючи її з товаром і говорять про фінансову послугу як про нематеріальне благо. Типовою ознакою послуги (*це стосується і фінансової послуги* – курс. автор. – Мацук З. А.) є одночасність її надання та споживання»⁸⁰. В такому випадку існує розбіжність не лише з повсякденною практикою (на нашу думку, не можна вважати невидимими фінансові послуги, як і будь-який інший вид послуг, оскільки навряд чи покупець згодиться оплатити «невидиму» фінансову послугу), а й із принципом матеріалістичного монізму⁸¹. Вважаємо, для того, щоб вирішити це протиріччя, необхідно дослідити матеріальну основу фінансової послуги.

Цілком вірно можна припустити, що інформація обумовлює матеріальну основу фінансової послуги. Проте інформація має дуалістичне значення. З одного боку, інформація – це приналежність матерії, а з іншого – в ній виражається ізоморфізм мислення та буття, їх структурна єдність. Оскільки фінансова послуга не може існувати поза межами її свідомого сприйняття виробником

⁷⁹ Мацук З. А. Фінансова послуга як економічна категорія / З. А. Мацук // Бизнес-Информ. – 2017. – № 3. – С. 267-273.

⁸⁰ Gabler Wirtschaftslexikon / Taschenbuchausgabe: Die ganze Welt der Wirtschaft: Betriebswirtschaft, Volkswirtschaft, Recht und Steuern Taschenbuch – September 2001.

⁸¹ Голомолзина Н. В. Услуга как форма экономического присвоения полезных свойств потребительских благ и факторов производства : дисс. канд. эк. наук : 08.00.01 / Наталья Владимировна Голомолзина – Екатеринбург, 2010. – С. 20.

та споживачем, ми можемо вважати інформацію специфічною матеріальною основою фінансової послуги. Проте слід мати на увазі, що інформація є рідкісним благом у тому випадку, якщо трансформується в об'єкт власності, який, в свою чергу, завжди має речову форму, навіть коли зводиться до сукупності символів⁸². Вважаємо, що розмежування фінансової послуги виходячи з результатів діяльності її виробника та орієнтація на нематеріальну ознаку має дискусійний характер, оскільки значна частина результатів праці в процесі надання фінансових послуг має матеріальну складову. Тому вважаємо, що поділ на матеріальні й нематеріальні фінансові послуги виходячи з матеріальної складової результату є недоцільним, та пропонуємо виділити усі види фінансових послуг в міру їх віддалення від матеріальної основи й відповідно *розглядати фінансові послуги як множину високої та низької матеріальної частки*⁸³ (рис. 1.3).

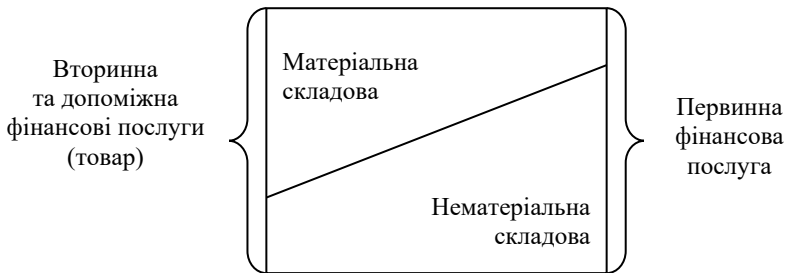


Рис. 1.3. Ознака матеріальності фінансових послуг та товару

Джерело: розроблено автором

Цей принцип виділення відмінностей товарів та фінансових послуг може бути використаний в теорії, оскільки сьогодні час ще не запропоновані інструменти для визначення матеріальної та нематеріальної часток, та він є доцільним, хоча поділ за принци-

⁸² Там само. – С. 21.

⁸³ Мацук З. А. Фінансова послуга як економічна категорія / З. А. Мацук // Бизнес-Інформ. – 2017. – № 3. – С. 267-273.

пом матеріальної частки товарів та фінансових послуг може мати багато критиків.

У цьому випадку слід зазначити ще один важливий аспект, а саме інтеграцію в процес надання фінансових послуг зовнішніх факторів, які надходять у розпорядження постачальника фінансових послуг та інтегруються з факторами надання фінансових послуг в єдиному трансформаційному процесі. Цікавим є той факт, що чим більший вплив на процес надання послуги зовнішнього фактора, а саме інформації, тим більша матеріальна основа фінансової послуги й тим більше фінансова послуга трансформується в товар. Вважаємо, що даний ефект підсилюється ще й тим, що сучасні інформаційні технології надають усе більше можливостей швидкої передачі інформації та її обробки. Як наслідок, виробник із широкими можливостями використання технічних можливостей на ринку цінних паперів трансформується в постачальника фінансових послуг навіть як нефінансова установа.

Таким чином, розглядаючи поняття «фінансова послуга» та «товар», необхідно визначитися з частками матеріальних та нематеріальних компонентів у їх складі. Такий підхід також необхідний, враховуючи інтеграцію зовнішніх факторів, участь яких у формуванні фінансових послуг може бути активною чи пасивною. Вважаємо, що фінансова послуга може розглядатись у двох взаємодоповнюючих аспектах. Кожен із цих аспектів окремо не може характеризувати сутність поняття «фінансова послуга», оскільки процес надання фінансових послуг може розглядатись як з урахуванням зовнішнього фактора, так і без нього, а результативність фінансової послуги включає певну частку матеріального та нематеріального компонентів. Проте з позиції системного підходу визначення поняття «фінансова послуга» як економічної категорії органічно включається в дані аспекти.

Отже, фінансова послуга визначається нами як товар у формі операцій за дорученнями (вторинна фінансова послуга) та послуг у сфері торгівлі фінансовими активами (допоміжна фінансова послуга). У розвинених країнах світу безпосередні операції з торгівлі фінансовими активами (первинні фінансові послуги) та опе-

рації за дорученням і послуги у сфері торгівлі фінансовими активами (вторинні та допоміжні фінансові послуги) взаємно доповнюють одні одних. І це цілком логічно, оскільки процес торгівлі фінансовими активами охоплює усю сукупність фінансових відносин у сфері торгівлі на ринку цінних паперів між її учасниками й об'єднує у собі як операції з торгівлі фінансовими активами, операції за дорученням, так і послуги у сфері торгівлі фінансовими активами та дає значні можливості у межах ринку цінних паперів формувати ефективну сферу фінансових послуг, необхідну для реалізації фінансових інтересів широкого кола учасників та оптимізації впливу фінансових ризиків. При цьому первинна фінансова послуга дозволяє реалізувати фінансові інтереси учасника ринку цінних паперів, тоді як вторинна чи допоміжна фінансова послуга дозволяє, крім реалізації фінансових інтересів учасника, ще й коштом допоміжних фінансових послуг оптимізувати вплив фінансових ризиків. Відтак попит на допоміжну та вторинну фінансову послугу на ринку прямо пропорційний рівню ризику операцій з торгівлі фінансовими активами.

Таким чином, теоретично цілком логічним є бачення, що учасник ринку, володіючи фінансовим активом, прагне здійснити з ним операцію, реалізувати власні фінансові інтереси та оптимізувати вплив фінансового ризику, проте на практиці можливість такої реалізації є «економічною абстракцією, яка характеризує певну сукупність економічних відносин між суб'єктами надання та одержання»⁸⁴ такої можливості. Тому, логічніше говорити про потребу можливості здійснення операції з фінансовим активом, реалізації фінансових інтересів та оптимізації впливу фінансових ризиків як передумову існування фінансової послуги, а об'єктом купівлі-продажу вважати фінансову послугу з одержання можливості такої реалізації.

Ми не можемо погодитись і з ототожненням понять «фінансова послуга» і «фінансовий продукт», оскільки фінансова послуга

⁸⁴ Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – К.: КНЕУ, 2009. – С. 69.

– це певна форма реалізації фінансових інтересів учасника ринку, тоді як фінансовий продукт – це певний набір фінансових послуг, що використовується у сфері торгівлі фінансовими активами. Таким чином, фінансовий продукт на ринку цінних паперів – це сукупність первинних, вторинних та допоміжних послуг, які надаються учаснику ринку з метою реалізації його фінансових інтересів та оптимізації впливу на них фінансових ризиків. Хочемо відзначити, що допоміжні послуги не є суто фінансовими, але без них ефективна реалізація фінансових інтересів учасника ринку, особливо оптимізація впливу фінансових ризиків, виглядає абсурдною. Тож, вважаємо за доцільне використання поняття «фінансовий продукт», проте акцентуємо увагу ще раз, що його не слід ототожнювати із категорією «фінансова послуга», оскільки на ринку цінних паперів сутність фінансової послуги можна дослідити, розглядаючи її як об'єкт купівлі-продажу. Основою фінансового продукту на ринку є фінансова послуга або сукупність цих послуг. Кожна фінансова установа пропонує на ринку власний фінансовий продукт, основою якого є первинна фінансова послуга, проте все частіше учасники ринку користуються допоміжними послугами у сфері торгівлі фінансовими активами, які доповнюють основні напрями діяльності фінансових установ на ринку з метою залучення клієнтів, можливості ефективної реалізації їх фінансових інтересів та оптимізації впливу фінансових ризиків. До таких послуг можна віднести: консалтинг, аудит, інформацію та рейтингування, аналітику. Такі допоміжні послуги можуть і не приносити доходу, проте вони впливають на якість фінансової послуги. Комбінування декількох фінансових послуг з метою реалізації фінансових інтересів учасників торговельної угоди та оптимізації впливу фінансових ризиків дозволяє сформувати *синтетичний інноваційний фінансовий продукт на ринку цінних паперів* – сукупність окремих видів фінансових послуг у сфері торгівлі фінансовими активами.

Операція з торгівлі фінансовими активами є ризиковою, тому учасник, одержуючи можливість проведення такої операції, потребує оптимізації впливу на неї фінансових ризиків. Фінансовий

ризик може відбутися і мати негативний вплив на реалізацію фінансових можливостей учасника ринку, а може і не відбутись. Існує певний рівень невизначеності, тому учасник, придбаваючи вторинну чи допоміжну фінансову послугу, оптимізує даний фінансовий ризик до прийняттого для нього рівня. Для учасника операції з торгівлі фінансовими активами плата за фінансову послугу є безповоротною витратою, тоді як для надавача таких послуг – доходом. Як правило, фінансова послуга дозволяє одержувачу оптимізувати рівень фінансового ризику при реалізації його фінансових інтересів, тож він одержує дохід, який перевищує вартість на ринку фінансових послуг. Фінансовий ризик є ризиком для учасника торгівлі фінансовими активами (оскільки зачіпає його фінансові інтереси) та ризиком для виробника фінансових послуг, тому що вартість таких послуг може бути більшою за реальний дохід від торговельної операції на ринку. Підвищений рівень ризику операції з торгівлі фінансовими активами нівелюється залученням до процесу оптимізації впливу фінансових ризиків на реалізацію фінансових інтересів його учасника широкого кола установ-виробників фінансових послуг, які й одержують плату на надану можливість. Таким чином, сутність фінансової послуги як можливості не лише реалізувати фінансові інтереси учасника, а й оптимізувати фінансові ризики криється в процесі побудови відносин між власником фінансового активу, виробником фінансових послуг, спільнотою власників фінансових активів та виробниками фінансових послуг⁸⁵.

Вказаний процес включає одержання різних за значимістю фінансових послуг, які характеризують фінансові відносини, можливість реалізації фінансових інтересів й оптимізації впливу на них фінансових ризиків як основи даних відносин. Відтак фінансова послуга на ринку розкриває свою матеріальну сутність.

Первинна фінансова послуга – операція з торгівлі фінансовими активами – передбачає укладення договору купівлі-продажу

⁸⁵ Мацук З. А. Фінансова послуга як економічна категорія / З. А. Мацук // Бизнес-Информ. – 2017. – № 3. – С. 267-273.

активів (матеріалізація угоди щодо реалізації фінансових інтересів учасників). Основу такої матеріалізації створює факт обміну фінансовими активами виходячи з фінансових очікувань учасників на ринку. Зміст цієї послуги полягає в тому, що учасники ринку одержали можливість реалізації їх фінансових інтересів, здійснивши операцію з фінансовими активами. Таким чином матеріалізується корисність фінансової послуги з огляду на забезпечення впевненості учасника операції в реалізації його фінансових інтересів. Сутність матеріалізації полягає у можливості власників фінансових активів одержати очікуваний ними фінансовий дохід. Ця можливість поширюється на всіх учасників ринку.

Вторинна фінансова послуга – операція за дорученням – передбачає індивідуальну матеріалізацію можливості реалізації фінансових інтересів за умови фінансового посередництва. Ця фінансова послуга дозволяє оптимізувати фінансові ризики в процесі торгівлі. Якщо первинна фінансова послуга являє собою потенційну матеріалізацію можливості реалізації фінансових інтересів та одержання доходу для усіх учасників ринку цінних паперів, то вторинна є матеріалізацією для індивідуального чи колективного учасника ринку, яка одночасно є підтвердженням оптимізації фінансового ризику в процесі реалізації фінансових інтересів споживача фінансових послуг. Одержання вторинної фінансової послуги завжди юридично оформлюється: укладається договір на брокерське обслуговування чи договір на управління цінними паперами, який засвідчує факт реалізації фінансових інтересів клієнта на ринку та оптимізації впливу фінансових ризиків. Укладення такого договору є обов'язковим елементом фінансових відносин при наданні фінансових послуг. У договорі обумовлюються усі важливі моменти співпраці. Якщо клієнт погоджується з умовами, запропонованими ліцензованим учасником ринку, він підписує договір та зобов'язується сплатити брокерську комісію, премію за управління цінними паперами тощо. Укладення в перспективі договору щодо купівлі-продажу фінансового активу між торговцем цінними паперами чи довірительом (який діє за дорученням та коштом клієнта), з одного боку, та

відповідним контрагентом – з іншого є фактично *договором приєднання до попередньої угоди* (на брокерське обслуговування, управління цінними паперами тощо). Юридична сила такого договору обумовлюється тим, що він є доказом наявності операції з торгівлі фінансовими активами та підставою для, по-перше, виплати брокерської комісії, премії за управління цінними паперами тощо; по-друге, здійснення грошових розрахунків між покупцем та продавцем фінансового активу; по-третє, зарахування фінансового активу на відповідний рахунок у зберігача даного фінансового активу.

Допоміжні фінансові послуги у сфері торгівлі фінансовими активами – це послуги, що не мають вираженого фінансового характеру, проте відіграють важливу роль у процесі оптимізації фінансових ризиків. У сучасних умовах формування розвиненого фінансового ринку особливий інтерес становлять інформаційно-аналітичні послуги, які одночасно використовуються учасниками торговельних відносин. Результатом їх впливу є процес об'єктивного ринкового ціноутворення на фінансові активи, наслідком чого стає можливість реалізації фінансових інтересів учасника торговельної операції з оптимальним впливом фінансових ризиків та загалом покращення інвестиційного іміджу фінансового активу.

Таким чином, фінансові послуги – це: *операції з торгівлі фінансовими активами, які здійснюються безпосередньо учасниками ринку у власних інтересах та власним коштом (первинна фінансова послуга); послуги за дорученням, які здійснюються фінансовими посередниками в інтересах третіх осіб і за їх рахунок (вторинна фінансова послуга); послуги у сфері торгівлі фінансовими активами з метою реалізації фінансових інтересів та оптимізації впливу фінансових ризиків у процесі здійснення такої операції (допоміжна фінансова послуга)*. Усі ці послуги складають *сферу фінансових послуг* – систему із задоволення фінансових потреб виробників та споживачів фінансових послуг.

Для фінансової послуги характерними є особливі ознаки, а саме «чотири «Н» будь-якої послуги»⁸⁶:

– невідчутність фінансової послуги обумовлює її нематеріальний характер. Автор стверджує, що фінансову послугу неможливо оцінити за допомогою органів відчуття людини. Таким чином, фінансова послуга є невідчутною для покупця та створює певні перешкоди на шляху пропонування її клієнту. Хоча, з іншого боку, реалізація фінансових інтересів внаслідок здійснення операції з торгівлі фінансовими активами дозволяє учаснику відчувати радість чи смуток. Крім того, враховуючи запропонований нами підхід щодо наявності певної матеріальної частки в процесі набуття фінансовою послугою товарних ознак, твердження про нематеріальний характер є доволі дискусійним. Тож ознака невідчутності в нашому розумінні поняття фінансової послуги є досить абстрактною, оскільки здатна викликати у споживача певні відчуття;

– невіддільність від джерела фінансових послуг. Формування, продаж та реалізація фінансової послуги відбуваються одночасно, ці стадії її життя як фінансового продукту є взаємопов'язаними. Перш за все слід вкотре зазначити підміну понять «фінансова послуга» та «фінансовий продукт». Беззаперечною є наявність взаємозв'язку між етапами формування та реалізації фінансового продукту, проте вважаємо, що ці етапи віддалені у часі (незалежно, чи це вимірюється годинами, чи роками), тому фінансовий продукт як сукупність фінансових послуг не може формуватись та реалізовуватись одночасно;

– непостійність якості фінансових послуг не викликає заперечень, оскільки незалежно від постійного удосконалення та моніторингу якості фінансових послуг вони формуються відповідно до попиту та потреб споживачів. Оскільки якість фінансової послуги споживач, як правило, може відчувати лише після її реалізації, то просування фінансової послуги на ринку вимагає застосування усіх відомих засобів маркетингу;

⁸⁶ Котлер Ф. Основы маркетинга: Пер. с англ. – М.: Росинтэр, 1996. – С. 600-602.

– незбереженість фінансових послуг впливає з твердження, що послугу неможливо наперед виготовити з метою подальшої реалізації, оскільки її надання та споживання відбувається одночасно. Враховуючи спростування нами твердження про нематеріальний характер послуг, це стосується допоміжних послуг у сфері торгівлі фінансовими активами, результат яких матеріалізується у наборі певних даних, є актуальним та може бути збережений протягом певного проміжку часу.

Трансформуючись у товар, фінансові послуги мають споживчу та мінову вартість. Споживча вартість – усвідомлення споживачем корисності фінансової послуги – це її можливість забезпечувати реалізацію фінансових інтересів споживача. На нашу думку, споживча вартість фінансової послуги включає наступні складові. По-перше, це придбання споживачем можливості реалізації його фінансових інтересів шляхом здійснення операції з купівлі-продажу фінансового активу; по-друге, це оптимізація впливу фінансових ризиків у процесі торговельних операцій через використання спектра допоміжних послуг у сфері торгівлі фінансовими активами; по-третє, це можливість одержувати фінансовий дохід завдяки операціям з фінансовими активами.

Споживча вартість фінансової послуги та рівень корисності її для споживача характеризується потребою у здійсненні операцій з фінансовими активами та реалізації фінансового інтересу учасника. В основі потреби у здійсненні операцій з торгівлі фінансовими активами є фінансовий ризик, можливість настання якого призводить до фінансового збитку, а фінансовий збиток торкається фінансових інтересів. Фінансовий інтерес реалізується у формі потреби одержати можливість його реалізувати та оптимізувати вплив на нього фінансового ризику за допомогою фінансової послуги. При оцінці рівня ризику операцій з торгівлі фінансовими активами в учасника ринку формується фінансовий інтерес, тож він бере до уваги усі види ризиків та розраховує наслідки їх впливу – суму фінансового збитку. При цьому наявність в учасника високоризикових фінансових активів обумовлює зро-

стання споживчої вартості фінансової послуги⁸⁷. За сучасних умов на ринку класичним прикладом концентрації фінансового ризику та вартості є акція, тому споживча вартість фінансових послуг у процесі операцій з торгівлі акціями досить висока.

Як правило, фінансовим установам завжди потрібно «просувати» фінансові послуги на ринок, переконуючи учасників в їх корисності від споживання. З метою підтримання належного рівня попиту на розвиненому ринку цінних паперів учасники постійно розширюють асортимент послуг, групують їх у формі різних фінансових продуктів⁸⁸, пропонують допоміжні послуги у сфері торгівлі фінансовими активами, стежать за ринками збуту фінансових послуг. Проте мусимо констатувати, що без подолання макроекономічних проблем, як-от низький рівень доходів населення країни, недовіра до фінансових установ, низька фінансова грамотність суспільства та рівень обізнаності щодо фінансових послуг, будь-які засоби, спрямовані на розвиток попиту на фінансові послуги, стають малоефективними. Попит на фінансову послугу виникає у платоспроможного споживача і є тим обсягом фінансових активів, які учасник ринку готовий обміняти на реалізацію його фінансових інтересів. Попит на торгівлю фінансовими активами – це лише платоспроможні потреби в реалізації фінансових інтересів. Потреба в торгівлі фінансовими активами, яка не забезпечена грошима на ринку, не є попитом на фінансову послугу⁸⁹. Таким чином інтерпретується взаємозв'язок споживчої та мінової вартості фінансової послуги.

Мінова вартість фінансової послуги характеризується обсягом фінансової винагороди, що обумовлюється необхідними витратами в процесі реалізації фінансових послуг. Таким чином, мінова вартість фінансової послуги (наприклад, брокерська комісія, премія за управління цінними паперами тощо) є платою за

⁸⁷ Мацук З. А. Фінансова послуга як економічна категорія / З. А. Мацук // *Бізнес-Інформ.* – 2017. – № 3. – С. 267-273.

⁸⁸ Там само.

⁸⁹ Пікус Р. Специфіка страхового попиту та пропозиції на сучасному етапі розвитку страхового ринку України // *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія «Економіка».* – 2006. – №81-82. – С. 38.

можливість споживача здійснити операцію з фінансовими активами⁹⁰. Тим часом тариф на фінансові послуги безпосередньо залежить від рівня фінансових ризиків. Фінансові установи реалізують фінансові інтереси учасника та оптимізують вплив фінансових ризиків, в обмін на це одержуючи *фінансову винагороду*. Термін «фінансова винагорода» є загальноприйнятим у світовій практиці, проте у вітчизняній практиці присутнє поняття «винагорода фінансовій установі» та залежно від фінансової послуги виділяється брокерська винагорода, винагорода управителя цінними паперами тощо. На нашу думку, це не зовсім зручно, а інколи й заважає споживачу фінансових послуг адекватно розуміти окремі норми законодавства. Зважаючи на це, пропонуємо закріпити у вітчизняному законодавстві термін «фінансова винагорода», таким чином виділивши фінансову винагороду у сфері брокерського обслуговування, фінансову винагороду⁹¹ у сфері управління цінними паперами тощо.

Мінову вартість фінансової послуги, відтак суму фінансової винагороди як плату за можливість здійснення торговельної операції, можна обумовити наступним чином. «Фінансовий ризик – це вид ризику, який виникає у фінансово-економічній діяльності суб'єкта, коли причинно-наслідковий результат або заходи його досягнення відрізняються від встановлених цілей та планових норм, а отримані відхилення мають вартісний характер»⁹². Фінансовий ризик є конкретним об'єктом торговельної операції з фінансовими активами. На основі взаємозв'язку цих поглядів на фінансовий ризик визначається фінансова винагорода, яка залежить від суми торговельної операції та тарифу фінансової винагороди. Об'єкт торговельної операції, а саме фінансовий актив, формує кількісний бік фінансової винагороди. Тариф фінансової винагороди, величина, яка пов'язана з фінансовими ризиками на ринку, утворює якісний бік фінансової

⁹⁰ Мацук З. А. Фінансова послуга як економічна категорія / З. А. Мацук // БизнесИнформ. – 2017. – № 3. – С. 267-273.

⁹¹ Там само.

⁹² Управління фінансовими ризиками господарської діяльності підприємств: монографія / М. І. Дибя, А. Г. Загородній, Н. Ю. Подольчак – Львів: ЗУКЦ, 2014. – 174 с.

винагороди. Отже, фінансова винагорода є показником, який охоплює як вартість надання фінансової послуги, так і рівень впливу фінансового ризику на фінансові інтереси споживача.

Фінансова винагорода є важливою характеристикою фінансової послуги, а договір її купівлі-продажу набуває чинності лише після сплати споживачем фінансової винагороди, якщо інше не передбачено умовами договору, і приводить у дію механізм реалізації фінансових інтересів учасника ринку цінних паперів.

Розрахунок вартості фінансової послуги на ринку зумовлений перш за все тим, що фінансовій установі, як суб'єкту господарської діяльності, необхідні фінансові ресурси для свого утримання. Крім того, фінансова установа є комерційною структурою, створеною з метою одержання прибутку. Дані складові вартості фінансової послуги не є однаковими і залежать від виду фінансової послуги (існують «дешеві» та «дорогі» фінансові послуги), а конкретніше – від того, скільки фінансова установа витрачає на реалізацію конкретної фінансової послуги.

Тариф фінансової винагороди на ринку цінних паперів зазвичай встановлюється самостійно у законодавчо затверджених межах виходячи з того, що одержаної суми має бути достатньо, щоб він міг, по-перше, реалізувати фінансові інтереси учасника ринку залежно від рівня їх ризику, по-друге, покрити витрати на утримання фінансової установи та одержати прибуток. Таким чином, повний тариф фінансової винагороди містить дві взаємопов'язані складові: ризик-тариф та покриття (рис. 1.4).

У розрахунках тарифів спочатку розраховується ризик-тариф, який забезпечує формування необхідних коштів для ефективної реалізації фінансових інтересів учасника ринку та залежить від рівня ризику проведеної ним торговельної операції. Тому рівень впливу фінансових ризиків повинен бути визначений найточніше, інакше акумульованих коштів не вистачить для ефективної реалізації фінансових інтересів учасника торговельної операції⁹³.

⁹³ Мацук З. А. Фінансова послуга як економічна категорія / З. А. Мацук // БизнесІнформ. – 2017. – № 3. – С. 267-273.

Наступним кроком є обчислення покриття, сума коштів, необхідна установі для утримання компанії та прибутку. Якщо фінансова винагорода надходитиме лише на основі ризик-тарифу, ці потреби не зможуть бути фінансово задоволені, тому потребують покриття.

Загальний тариф		
Ризик-тариф	Покриття	
Витрати на реалізацію фінансових інтересів учасника ринку залежно від рівня ризиковості торговельної операції	Витрати на проведення операції з торгівлі фінансовими активами	Прибуток
Собівартість фінансової послуги		

Рис. 1.4. Структура тарифу фінансової винагороди

*Джерело: розроблено автором на основі*⁹⁴

Структура тарифу фінансової винагороди і співвідношення між ризик-тарифом та покриттям не однакова і залежить від видів фінансових послуг та суми, яку установа витрачає для забезпечення реалізації фінансових інтересів учасника торговельної операції. «Дорогі» види фінансових послуг характеризуються високим рівнем ризику торговельної операції. Ризик-тариф обчислюється з використанням економетричних методів шляхом моделювання торговельних операцій на ринку цінних паперів за критеріями «дохід-ризик», тоді як покриття визначається шляхом урахування фактичних розмірів (умовно-постійних) витрат для можливої діяльності установи та планування прибутку виходячи з середнього розміру вартості аналогічних фінансових послуг на ринку.

⁹⁴ Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – К.: КНЕУ, 2009. – С. 85.

Формування оптимального обсягу фінансової винагороди є базою для збалансування інтересів клієнта та фінансової установи, їх ефективної співпраці та розвитку ринку цінних паперів. Межі фінансової винагороди встановлюються установою самостійно, проте повинні бути адекватними та дозволяти установі володіти конкурентними перевагами на ринку: надто висока межа робить фінансову установу неконкурентоспроможною, а надто низька межа – фінансово нестійкою. Загалом взаємозв'язок між споживчою та міною вартостями фінансової послуги на ринку цінних паперів реалізується під час формування оптимальної ціни на фінансову послугу і повинен відповідати рівню корисності та якості фінансової послуги, спроможності споживача послуги сплатити цю ціну та рівню впливу фінансового ризику в процесі реалізації фінансових інтересів учасника торговельної операції.

Розділ 2

ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ ЯК ОСНОВА ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

2.1. Теоретико-практичні засади класифікації фінансових послуг

Фінансові послуги потребують внутрішнього структурно-логічного впорядкування для розробки методології подальших наукових досліджень. Для досягнення необхідної впорядкованості використовують класифікацію. Корінь поняття «класифікація» (від латинського *classis* – розряд, клас) характеризує основу даної категорії: поділ предметів певної сукупності за спільними ознаками з утворенням системи класів цієї сукупності. Тому під класифікацією заведено розуміти систему впорядкованих за певною ознакою понять (класів) у певній галузі знань або діяльності людини, використовувану як засіб для встановлення взаємозв'язків між даними поняттями (класами)⁹⁵. У науковій літературі зустрічаються й інші визначення класифікацій, проте за змістом вони ідентичні. Наприклад, «під класифікацією мають на увазі впорядкування взаємозалежних та взаємозумовлених елементів системи й встановлення між ними зв'язків і залежностей. З економічної точки зору класифікація є засобом системного впорядкування елементів фінансових послуг як єдиного комплексу відповідних відносин»⁹⁶.

Різноманітність класифікацій фінансових послуг, наведених в економічній літературі, пояснюється тим, що спектр фінансових послуг надзвичайно широкий і навести їх систематизацію на основі лише одного критерію є неможливо. Необхідність класифі-

⁹⁵ Гаманкова О. О. Класифікація страхування // Страхування: Підручник / керівник авт. кол. і наук. ред. С. С. Осадець. – Вид. 3-тє, без змін. – К.: КНЕУ, 2006. – С. 40.

⁹⁶ Бобров Є. А. Роль та місце ринку фінансових послуг у структурі фінансового ринку // Фінанси України. – 2007. – №4. – С. 92.

кації фінансових послуг пояснюється як поглибленням теоретичних досліджень, так і обліком та прогнозуванням реалізації фінансових послуг; дослідженням попиту на фінансові послуги; актуалізацією розвитку окремих видів фінансових послуг під впливом трансформації соціально-економічних умов; узгодженням національної класифікації фінансових послуг з міжнародними класифікаціями⁹⁷.

Як специфічна сфера бізнесу, торгівля фінансовими активами характеризується значною кількістю різноманітних категорій, без класифікації яких неможливо ані теоретично розглядати її як економічне явище, ані аналізувати її практичну сторону. Тому класифікації приділяється належна увага.

Розглядаючи фінансові послуги як специфічну систему економічних відносин, вважаємо найважливішим для теорії та практики навести класифікацію на основі певної групи критеріїв. Дослідження фінансових послуг потребує класифікації, доведеної до такого рівня конкретизації, яка, ґрунтуючись на економічній природі поняття фінансової послуги, формувала б можливості їх практичної реалізації в процесі торгівлі фінансовими активами.

За основу класифікації фінансових послуг можна взяти відмінності у сферах діяльності фінансових інституцій, різні підходи до забезпечення можливості реалізації фінансових інтересів фізичних та юридичних осіб, характеристики об'єктів торгівлі на ринку цінних паперів, різноманітні форми проведення торгівлі фінансовими активами тощо. Можна запропонувати найважливіші класифікаційні ознаки: 1) історичні ознаки (етапи формування та розвитку торгівлі фінансовими активами; періоди виникнення окремих видів фінансових послуг тощо); 2) правові ознаки (форма ведення торгівлі фінансовими активами; форма організації відносин між суб'єктами торгівлі фінансовими активами тощо); 3) економічні ознаки (можливість реалізації фінансових інтересів та оптимізації дії фінансових ризиків як основа

⁹⁷ Бурменко Т. Д., Даниленко Н. Н., Туренко Т. А. Сфера услуг: Экономика / Под ред. Т. Д. Бурменко. – М.: КНОРУС, 2007. – С. 81-82.

договору торгівлі фінансовими активами; сфера діяльності; об'єкт операції на фінансовому ринку тощо). Вважаємо, що подальша класифікація фінансових послуг відповідно до наведених ознак матиме вагоме теоретико-практичне значення.

Класифікація за історичними ознаками передбачає виділення етапів формування та розвитку торгівлі фінансовими активами (зародки торговельних відносин у формі примітивних обгородок грішми; торговельні відносини між купцями; торгівля фінансовими активами в радянський період; торгівля фінансовими активами за умов розвитку ринкових форм господарювання) та відповідно розподіл усіх фінансових послуг за періодами виникнення їх окремих видів (операції з фінансовими активами; операції за дорученням; послуги у сфері торгівлі фінансовими активами). Така класифікація має важливе значення, оскільки дозволяє практикам на основі теоретичних знань еволюції розвитку торгівлі фінансовими активами, її генезису орієнтуватись у процесах, які відбуваються на ринку цінних паперів, прогнозувати та моделювати тенденції його розвитку, конструювати торговельні відносини на основі досвіду, нагромадженого в процесі розвитку національної та світової торгівлі фінансовими активами.

Класифікація за правовими ознаками передбачає виокремлення певних видів фінансових послуг відповідно до правового регулювання діяльності у сфері фінансових послуг. Першим офіційним документом у сфері послуг з 1995 року стала Генеральна угода про торгівлю послугами, що має силу закону щодо міжнародної торгівлі послугами в межах Світової організації торгівлі. По суті, це система принципів, норм і положень у сфері міжнародної торгівлі послугами, що встановлює поняття послуг та здійснює їх класифікацію⁹⁸. Група «фінансові послуги» поділяється на 3 підгрупи: «послуги страхування та послуги, що стосуються страхування», «банківські та інші фінансові послуги (крім страхування)» та «інші»⁹⁹. Фінансові послуги включають

⁹⁸ Система світової торгівлі: ГАТТ/СОТ в документах. – К.: УАЗТ, 2000. – 598 с.

⁹⁹ Там само.

усі страхові послуги, також послуги, пов'язані зі страхуванням, банківські та інші фінансові послуги (на відміну від страхових). Страхові послуги включають пряме страхування, страхове посередництво, перестрахування, оцінку ризику, консультаційні, актуарні послуги. Банківські та інші фінансові послуги – це: усі послуги з платежів і грошових переказів, фінансовий лізинг, факторинг та фінансування комерційних операцій, торгівля на валютній біржі та позабіржовому ринку грошовими коштами, цінними паперами, також консультаційні, посередницькі тощо.

Порівнюючи вимоги законодавства України із законодавством ЄС, важко погодитись із частковим збігом видів фінансових послуг, що встановлені українським законодавством, із законодавством країн, де існують ефективні ринки фінансових послуг¹⁰⁰, враховуючи різні підходи до розуміння і класифікації фінансових послуг у Законі України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» та класифікаторі видів економічної діяльності (КВЕД), що, на нашу думку, суттєво відрізняється від переліку фінансових послуг СОТ і ЄС. Впровадження таких норм в українську практику – складний процес, проте євроінтеграційні плани щодо ринку фінансових послуг будуть неефективними без узгодження та уніфікації систем норм та стандартів щодо надання фінансових послуг¹⁰¹. У Додатку А подано порівняння класифікаторів фінансових послуг відповідно до ГАТС, Угоди про партнерство та співробітництво між Україною і європейськими співтовариствами та їх державами членами та види фінансових послуг в Україні. Це дозволяє зробити висновок про те, що вичерпного переліку фінансових послуг наразі немає. Аналіз наявних фінансових послуг охоплює в загальному вигляді сукупність фінансових послуг, що формують чотири групи:

¹⁰⁰ Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: Монографія / Д. Леонов, С. Львовичкін, С. Хоружий; За наук. ред. В. М. Федосова. – К.: УІРФР, 2008. – 848 с.

¹⁰¹ Коваленко Ю. М. Відповідність законодавства України у сфері фінансового сектора світовим правовим нормам / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник університету: зб. наук. праць учених і аспірантів. – Т. 1. – Переяслав-Хмельницький: ДВНЗ «Переяслав-Хмельницький державний педагогічний університет імені Григорія Сковороди», 2010. – С. 116. – (Спец. вип.)

а) страхові послуги; б) банківські та інші фінансові операції, за винятком дарування; в) інвестиційні послуги, тобто послуги на ринку цінних паперів; г) інші фінансові послуги¹⁰². Відповідно до цієї класифікації здійснюється ліцензування діяльності фінансових інституцій. Перелік видів діяльності, на які видаються ліцензії, визначено законодавством України. Тобто мова йде про класифікацію фінансових послуг з офіційного боку, відповідно до вимог національного законодавства в Україні. Перевага такої класифікації полягає в тому, що її удосконалення наближає її до загальноєвропейських стандартів. Це є позитивним моментом з огляду на міжнародний характер фінансового бізнесу.

Іноді існує потреба у класифікації за формою організації інституції на ринку цінних паперів, її юридичним статутом з метою забезпечення державного регулювання та контролю за її діяльністю, аналізу розвитку ринку в його інфраструктурному аспекті. У цьому плані виокремлюють державних та приватних суб'єктів ринку цінних паперів.

Класифікація фінансових послуг за економічними ознаками передбачає декілька підходів, зокрема, однією з найважливіших економічних ознак, на нашу думку, є наявність чи відсутність посередника в торгівлі фінансовими активами. Враховуючи цей критерій, доцільно поділити усі фінансові послуги на дві великі групи. Перша група об'єднує ті договори купівлі-продажу фінансового активу, які здійснюються безпосередньо між двома контрагентами (емітентом та інвестором). Учасники ринку мають можливість безпосередньо здійснити операцію з фінансовими активами, на ринку така можливість реалізації їх фінансових інтересів існує. Такі послуги ми відносимо до *первинних* фінансових послуг. До другої групи віднесемо *вторинні* фінансові послуги – операції за дорученням, які передбачають можливості реалізації фінансових інтересів учасників за умови фінансового посередництва. Ці фінансові послуги дозволяють додатково захистити фі-

¹⁰² Гаманкова О. О. Класифікація страхування // Страхування: Підручник / керівник авт. кол. і наук. ред. С. С. Осадець. – Вид. 3-тє, без змін. – К.: КНЕУ, 2006. – С. 40.

нансові інтереси учасників та оптимізувати фінансові ризики в процесі інвестування. Загострення конкурентної боротьби та зростання ролі інформації на фінансовому ринку змушують учасників вдаватись до використання *допоміжних* послуг у сфері торгівлі фінансовими активами. У глобальному інформаційному суспільстві стає неможливою діяльність на ринку цінних паперів без доступу до інформації.

Діяльність безпосереднього учасника з торгівлі фінансовими активами відрізняється від посередницької діяльності з фінансовими активами. Необхідність збереження заощаджень інвесторів за договорами посередництва висуває до фінансових посередників, які надають вторинні фінансові послуги, особливі вимоги. Зокрема, для них встановлюється підвищений розмір статутного капіталу, необхідність формування резервного капіталу, нормативи структуризації інвестиційного портфеля тощо. Безумовно, практика торгівлі фінансовими активами потребує захисту фінансових ресурсів інвесторів. Тому залежно від фінансової установи державою встановлюється необхідність додержання структуривання активів фондів за об'єктами інвестування, зокрема за рівнем їх ліквідності на ринку. З цього погляду на ринку виокремовують венчурні фонди, відкриті фонди тощо.

Відтак класифікація з виділенням двох зазначених груп обумовлюється сутністю поняття фінансової послуги, має надзвичайно важливе значення та глибокий зміст.

Не менш важливою з економічного погляду є класифікація за наявністю чи відсутністю руху фінансових потоків під час реалізації фінансової послуги. Слід зазначити, що результатом реалізації не усіх фінансових послуг є рух фінансових потоків, оскільки значна частина фінансових послуг є допоміжними і передбачають сервісне обслуговування руху фінансових потоків. Фінансове посередництво передбачає акумулювання тимчасово вільних фінансових ресурсів та трансформацію їх в інвестиційний капітал для задоволення фінансових потреб суб'єктів господарювання, державних та місцевих органів влади. Зазвичай на ринку цінних паперів особи, які володіють значними обсягами капіталу, не

мають достатнього рівня аналітичних знань щодо вартості фінансових активів та прогнозування їх руху. Тож виникає потреба у висококваліфікованих учасниках ринку, які за фінансову плату готові за дорученням клієнта та його коштом здійснювати торгівлю фінансовими активами, тим самим реалізуючи його фінансові інтереси та оптимізуючи вплив на них фінансових ризиків. Допоміжні фінансові послуги допомагають в ефективній реалізації основних фінансових послуг у процесі обслуговування потоків фінансових ресурсів, інформації та загалом формування інфраструктури ринку фінансових послуг для забезпечення його ефективного функціонування. З огляду на це усю сукупність фінансових послуг можна поділити на дві групи: базисні фінансові послуги (первинні та вторинні) та допоміжні фінансові послуги.

Зазвичай у наукових працях подається класифікація фінансових послуг виходячи з інституцій, які їх надають. Проте таке бачення породжує ряд суперечностей, зокрема, банківські послуги, послуги небанківських фінансових установ та нефінансових установ інколи переплітаються між собою. Державні класифікатори не дають чіткого поділу, а на основі ліцензії Національного банку більшість фінансових операцій здійснюється банківськими установами, тому в державному класифікаторі фінансові послуги є прерогативою банків. Проте деякі операції можуть здійснюватись і небанківськими установами, зокрема переказ грошових коштів здійснюється поштовими відділеннями, а споживче кредитування проводиться торговельними магазинами у формі кредиту на товар чи розстрочки платежу. Іпотечне кредитування може здійснюватись будівельними компаніями чи бюро нерухомості (наприклад, будівельна компанія «Ярковиця»). Заставне кредитування практикується ломбардами залежно від обсягу оборотних коштів: деякі ломбарди співпрацюють з банківськими установами, деякі використовують власні оборотні кошти.

Таким чином виникає необхідність класифікації фінансових послуг не за фінансовими установами, а за сегментами фінансового ринку, оскільки одна фінансова установа може працювати більше як в одному сегменті фінансового ринку. Звідси актуалі-

зується питання сегментації фінансового ринку та виділення характерних для кожного сегмента фінансових послуг, враховуючи наявність у науковій фінансовій літературі різних, інколи й діаметрально протилежних, підходів: відсутні чіткі визначення таких понять, як фінансовий та грошовий ринок, ринок грошей і капіталів, ринок цінних паперів та кредитний ринок тощо.

Вітчизняна практика ліцензування банківської діяльності потребує доопрацювань та удосконалення, тому вважаємо за доцільне використання міжнародного досвіду ліцензування банківської діяльності та відповідно виділення в банківському сегменті наступних фінансових послуг: касове обслуговування (прийом-видача готівкових грошових коштів у касах банку, а також автоматизовані операції через банкомат); проведення платежів (платежі за послуги, податкові платежі, штрафи, мито, збори та добровільні внески); валютне обслуговування (купівля-продаж вільно конвертованої валюти); депозитне обслуговування (обслуговування депозитних рахунків) та кредитне обслуговування (обслуговування споживчого, іпотечного та інших видів кредитування).

Щодо страхових послуг, слід зазначити, що підприємницька діяльність страхових компаній пов'язана із наданням суб'єктам господарювання та окремим громадянам страхових послуг. Страхова послуга є специфічною, оскільки на неї існує попит та потреба в страховому захисті, що реалізується в страховий інтерес. Про це пишуть автори монографії «Страхова справа» В. Д. Базилевич та К. С. Базилевич: «об'єктом купівлі-продажу на страховому ринку є страховий захист»¹⁰³. Теоретично таке визначення є логічним, проте практично важко уявити процес купівлі-продажу страхового захисту, тому доцільно говорити про купівлю-продаж послуги з надання страхового захисту. Звідси страхова послуга – це послуга з надання страхового захисту. Слід зазначити, що страхова послуга не завжди виступає як товар. Зокрема, послуги, які є результатом перерозподільних відносин у сфері загальноде-

¹⁰³ Базилевич В. Д., Базилевич К. С. Страхова справа. – 5-те вид., стер. – К.: Знання, 2006. – 351 с.

ржавного обов'язкового соціального страхування, не є об'єктом купівлі-продажу, тому не можуть виступати у товарній формі. Погоджуємось з О. Гаманковою у трактуванні страхової послуги як фінансової у вигляді продажу юридично оформлених зобов'язань з надання страхового захисту, яку страховики пропонують на ринку потенційним страхувальникам¹⁰⁴, таким чином окреслюючи групу фінансових послуг, що реалізуються у страховому сегменті фінансового ринку.

Що стосується інвестиційних послуг, то початок формування Єдиного ринку інвестиційних послуг покладено ухваленням у 1985 р. Директиви 85/611/ЄЕС¹⁰⁵, мета якої полягає у збалансуванні умов ліцензування діяльності та пруденційного нагляду за діяльністю певних видів фінансових інституцій на ньому. Інвестиційними трактуються послуги або види діяльності, специфічний поділ яких наведено у Додатку 1 до Директиви 2004/39/ЄС¹⁰⁶.

Фінансові послуги можуть розглядатись як інвестиційні щодо певних фінансових інструментів: переказні цінні папери; інструменти грошового ринку; паї колективних інвестиційних фондів; похідні інструменти: опціони, ф'ючерси, свопи, форварди й похідні контракти (на цінні папери, валюти, відсоткові ставки, ставки дохідності, інші похідні інструменти, фінансові індекси тощо; метеорологічні умови, що змінюються; ставки фрахту; рівні інфляції та інші офіційні статистичні дані, які мають виконуватись сплатою грошових коштів або можуть бути виконані у такий спосіб за вибором однієї зі сторін)¹⁰⁷. Таким чином, виділення

¹⁰⁴ Гаманкова О. О. Страхова послуга як продукт діяльності страхових компаній в умовах ринку // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка: [зб. наук. праць] / [відп. ред. В. Д. Базилевич]. – К. : ВПЦ «Київський ун-т». – Вип. 104. – 2008. – С.17.

¹⁰⁵ On the coordination of laws, regulation and administrative provisions relating to undertaking for collective investment in transferable securities (UCITS) Council Directive of 20.12.85, №85/611/EEC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.esma.europa.eu/system/files/Dir_85_611.PDF

¹⁰⁶ On markets in financial instruments amending [Електронний ресурс]. – Directive of the European Parliament and the Council of 21.04.04, №2004/39/EC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.mifidirective.com/mifid-directive.pdf>

¹⁰⁷ Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 68.

основних сегментів фінансового ринку дозволяє нам поділити фінансові послуги на: банківські, страхові та інвестиційні.

За фінансовими інструментами фінансові послуги поділяються на послуги: а) на ринку грошей (сфера, де гроші як фінансовий інструмент купують у тимчасове користування). Гроші скеровують на виробництво товарів, робіт і послуг, а також для покриття певних витрат. Враховуючи той факт, що частина витрат може опосередковано сприяти продукуванню товарів, робіт і послуг, не можна провести чітку межу між даними фінансовими операціями. Фінансові інструменти, які оформлюються як короткострокові позички, обертаються на кредитному ринку, тоді як фінансові інструменти у формі короткострокових боргових зобов'язань (як, наприклад, векселі) – на ринку цінних паперів; б) на ринку капіталів, який являє собою сферу торгівлі як грошима у формі довго- та середньострокових позичок, так і середньо- та довгостроковими борговими зобов'язаннями й правами власності. Кредитні послуги охоплюють ту частину фінансових послуг, які реалізуються на основі боргових фінансових інструментів (середньо- та довгострокових позик), тоді як послуги на ринку цінних паперів опосередковуються обігом цінних паперів (боргових та пайових цінних паперів). Щодо ринку похідних фінансових інструментів, то частина його, яка передбачає укладання строкових угод та постачання реального базового фінансового активу, в майбутньому може розглядатись у складі фінансового ринку (форвардний ринок). Решта, яка характеризує особливу форму торгівлі контрактами про рух цін на базовий актив та не передбачає торгівлю фінансовими активами, становить ринок похідних фінансових інструментів. До цього переліку можна було б додати й ринок своп-контрактів, але оскільки своп-контракти формуються з двох форвардних контрактів, то ми вирішили їх окремо не виділяти.

Торгівля фінансовими активами є досить ризикованою та потребує певних аналітичних знань щодо прогнозування вартості фінансового активу та вміння реалізації фінансових інтересів. Якщо учасник торговельної операції самостійно займається торгівлею, вивчає ринок, аналізує його динаміку, вибирає приваблю-

ві активи для торгівлі, слідує за їх рухом, використовуючи при цьому усю доступну на ринку аналітичну, інформаційну та рейтингову інформацію, розробляє власну методологію прогнозування вартості фінансових активів, то можемо говорити про достатньо високий рівень його фінансової грамотності та спроможність самостійно проводити торговельні операції з фінансовими активами. Проте більшість населення не спроможне ефективно управляти власними фінансами; здійснювати облік витрат та доходів домогосподарства, короткострокове та довгострокове фінансове планування; оптимізувати співвідношення між заощадженнями та споживанням; знати особливості різних фінансових продуктів і послуг (у тому числі інструментів ринку цінних паперів і колективних інвестицій), володіти інформацією про ситуацію на ринку цінних паперів; приймати обґрунтовані рішення щодо фінансових продуктів і послуг¹⁰⁸ та нести відповідальність за такі рішення; компетентно планувати й здійснювати пенсійні накопичення. Усе це змушує його довіряти власні заощадження кваліфікованим працівникам ринку цінних паперів з відповідним рівнем знань та умінь торгівлі фінансовими активами й займати пасивну позицію в процесі інвестування. Виходячи з цих міркувань за рівнем участі споживача у торгівлі фінансовими активами ми можемо виділити фінансові послуги з активною та пасивною участю споживача.

Торгівля фінансовими активами є досить ризиковою операцією, оскільки дозволяє на ринку, використовуючи набуті в її процесі знання та інформацію, одержувати дохід. Поява нових фінансових інструментів та технологій ведення торгівлі, збільшення їх кількості на ринку цінних паперів, зміна кон'юнктури ринку цінних паперів та нестабільна економічна ситуація в країні підвищує рівень ризику торгівлі фінансовими активами. Тож, залежно від рівня ризику операції з фінансовими активами пропонуємо поділ

¹⁰⁸ Юрій С. І. Фінансова грамотність населення в діалектиці сучасних освітніх тенденцій [Електронний ресурс] / С. І. Юрій, Т. О. Кізіма – Режим доступу до ресурсу: <http://dspace.tneu.edu.ua/bitstream/316497/2078/1/фінансова%20грамотність%20населення%20у%20діалектиці.pdf>

фінансових послуг на високо-, середньо- та низькоризикові. В основі такого поділу лежить поділ фінансових активів за рівнем ліквідності. Різні види фінансових активів мають різну ліквідність. За критерієм витрат часу на реалізацію (ліквідність) фінансові активи класифікують на: а) швидколіквідні, до яких належать ті активи, які можуть бути трансформовані в грошову форму впродовж не більш як семи днів; б) високоліквідні фінансові активи — можливий термін реалізації або період трансформації у грошові кошти становить від восьми до тридцяти днів; в) середньоліквідні фінансові активи, які можуть бути реалізовані в термін від одного до трьох місяців; г) слаболіквідні фінансові активи з терміном можливої реалізації понад три місяці¹⁰⁹.

Визначення рівня ліквідності фінансового активу обумовлюється двома критеріями: тривалість перетворення активу у гроші та максимально можливий обсяг фінансових втрат внаслідок такої конвертації. Тут для інвестора виникає компроміс між ризиком і ліквідністю. З огляду на таку ознаку, як ліквідність¹¹⁰, ми виділили високоризикові фінансові послуги, середньоризикові та низькоризикові.

Розвиток інформаційно-телекомунікаційних технологій та всевітньої Інтернет-мережі спонукає до формування нових форм ведення торгівлі фінансовими активами та, як результат, створення нових видів фінансових послуг — Інтернет-банкінг, Інтернет-трейдинг, Інтернет-брокеридж, електронні біржі тощо. Прикладом такого виду фінансових послуг є ПАТ «Фондова біржа ПФТС», ПАТ «Українська біржа» та ПАТ «Фондова біржа «Перспектива». Вони є повністю автоматичними, офіційними на українському ринку віртуальними біржами, на яких здійснюються торги цінними паперами: акціями, облігаціями, інвестиційними сертифікатами, ф'ючерсами. Схильність споживачів до технологічних інновацій визначається не лише соціально-економічними характеристиками, а й рівнем сприйняття технологій та характе-

¹⁰⁹ Портфельне інвестування: Навч. посібник / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004. — 408 с.

¹¹⁰ Там само.

ристиками інноваційних фінансових послуг. Як правило, споживачі вибирають зручність та економію часу і використовують електронні фінансові продукти, а перевагою використання фінансових Інтернет-послуг є довіра споживачів до постачальника послуг та забезпечення безпеки проведення фінансових операцій. Таким чином еволюційні зміни у торгівлі фінансовими активами дозволяють нам виділити класичні фінансові послуги та інноваційні фінансові послуги.

Виходячи із сутності фінансових послуг як можливості реалізації фінансових інтересів учасників торговельних операцій з фінансовими активами, деякі з них дозволяють споживачам фінансових послуг досягнути значних стратегічних перетворень у масштабах їх діяльності з фінансовими активами: довірче управління фінансовими активами, послуги у сфері накопичувального пенсійного забезпечення тощо. Частина фінансових послуг спрямована на досягнення фінансових результатів споживача протягом року. Це, зокрема, короткострокові позики чи зобов'язання у формі векселів. В умовах обмеженості фінансових ресурсів як серед суб'єктів господарювання, так і серед населення зростає потреба у фінансових послугах, які дозволяють оперативно та в максимально короткі терміни забезпечити реалізацію їх фінансових потреб. Сюди відносять споживче кредитування, ломбардні послуги, лізинг, факторинг тощо. Таким чином, за метою споживання виділяють стратегічні, поточні та оперативні фінансові послуги.

За критерієм платності усі фінансові послуги поділяють на платні й «безплатні». Звичайно, безплатність фінансових послуг досить умовна. Якщо навіть активний учасник ринку безпосередньо здійснює операцію з фінансовими активами, він повинен володіти для цього достатнім рівнем знань та інформації, які йому пропонують освітні установи чи інформаційні агентства. Якщо навіть припустити, що ці знання він здобуває безплатно, то для цього йому щонайменше потрібно затратити певний проміжок власного часу. А, як відомо, «час – це гроші», тому поняття «безплатна» фінансова послуга є абстрактною категорією. Виділяючи платні й безплатні фінансові послуги, ми керуємось виключно

тими фінансовими витратами, які несе учасник для реалізації власних фінансових інтересів. Якщо він самостійно здійснює торгівлю фінансовими активами, тобто користується первинною фінансовою послугою, вона для нього є безплатною. Якщо учасник залучає до торгівлі посередників чи довіряє управління власними фінансовими активами третій стороні, такі фінансові послуги для нього будуть платними.

За ступенем складності фінансові послуги можуть бути універсальними або спеціалізованими, такими, що формуються для задоволення спеціальних фінансових потреб клієнтів. Загалом ринок фінансових послуг виконує найважливішу функцію, надаючи універсальні фінансові послуги, якими можуть скористатися всі учасники торгівлі фінансовими активами. Проте сьогодні фінансовий ринок функціонує в умовах обмежених фінансових ресурсів, а поширення процесу глобалізації, загострення конкуренції, намагання учасників торговельних операцій максимізувати фінансовий результат обумовлює необхідність прогресивних змін у фінансових послугах та формуванні спеціалізованих фінансових послуг, які розробляються, як правило, разово, тому вартість таких послуг є на порядок вищою за універсальні, оскільки формування такої послуги потребує професійного рівня підготовки кадрів та специфічних знань: торгівля цінними паперами, довірче управління фінансовими активами, послуги накопичувального пенсійного забезпечення, фінансовий інжиніринг тощо.

Найбільш повно споживачів фінансових послуг можна класифікувати за місцем, яке вони займають на ринку фінансових послуг. Ринок фінансових послуг ми розглядаємо як сукупність відносно відособлених, проте взаємопов'язаних форм та методів фінансових відносин, які виникають під час торгівлі фінансовими активами. Споживачами фінансових послуг можна вважати фізичних, юридичних осіб та державу як інвестора, з одного боку, та фізичних, юридичних осіб і державу (центральні та місцеві органи влади) як позичальника – з іншого. Реалізація фінансових послуг здійснюється в процесі обігу фінансових активів, левова частка яких належить фінансовим установам, які «з'єднують

продавців (інвесторів-кредиторів) зі споживачами (позичальниками) фінансових ресурсів, оскільки зайві кошти є в одних власників, а інвестиційні потреби ... виникають в інших»¹¹¹.

Здебільшого взаємовідносини між постачальником та споживачем фінансових послуг будуються на добровільних засадах, а умови надання фінансової послуги визначаються в процесі попередньої згоди між учасниками та конкретизуються під час укладення договору. Реалізація добровільних фінансових послуг не обмежується жодними чинниками, крім законодавства. Інша справа – це обов'язкові види фінансових послуг, які передбачають виникнення економічних відносин на підставі відповідних законодавчих актів (зокрема, це послуги, які виникають в процесі обов'язкових видів страхування, послуги недержавного пенсійного забезпечення, послуги в процесі здійснення обов'язкового аудиту фінансової звітності тощо), реалізація яких є примусовою, незалежно від об'єктивної ситуації та суб'єктивної оцінки.

Генеральна угода про торгівлю послугами¹¹² (ГАТС) подає класифікацію фінансових послуг, які можуть бути реалізовані в межах кожної з країн – учасниць цієї угоди. Такі фінансові послуги нами віднесені до міжнародних фінансових послуг. Проте слід пам'ятати, що фінансові послуги є надзвичайно важливим інструментом не лише економіки, що обумовлено її різновидом, масштабними об'ємами та швидкими темпами росту. Вони також мають першочергове значення для економічної безпеки країни. Згідно з Додатком щодо фінансових послуг в ГАТС вводиться нове поняття на ринку фінансових послуг – «запобіжні заходи», які включають захист інвесторів, вкладників, власників полісів та осіб – постачальників фінансових послуг, або заходи для забезпечення цілісності і стабільності фінансової системи¹¹³. Це до-

¹¹¹ Опарін В. М. Фінанси: загальна теорія / В. М. Опарін. – К.: КНЕУ, 2007. – С. 28.

¹¹² Генеральна угода про торгівлю послугами. СОТ; Угода, Міжнародний документ від 15.04.1994 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/981_017/page

¹¹³ Стаття 2 Додатка щодо фінансових послуг. Генеральна угода про торгівлю послугами. СОТ; Угода, Міжнародний документ від 15.04.1994 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/981_017/page

зволяє країнам – членам СОТ у необхідних для них випадках встановлювати обмеження щодо торгівлі фінансовими послугами, проте ці обмеження повинні бути пов'язані з конкретними вказаними в ГАТС обставинами. Тому національний спектр фінансових послуг може бути значно обмежений відповідно до національного законодавства країн. Реалізація фінансових послуг повинна забезпечити учаснику очікуваний рівень прибутковості, ліквідності й оптимальний рівень ризику. Це обумовлює їх участь у процесі міжрегіонального обігу капіталу в межах країни. Відтак для досягнення стабільного регіонального розвитку вивід фінансових ресурсів з регіону вважається небажаним явищем, оскільки зменшує рівень інвестиційних можливостей регіону. У зв'язку з цим одним із завдань з управління інвестиційною діяльністю у регіоні є створення умов для залучення фінансових ресурсів ззовні й одночасно із цим обмеження стимулів вивозу капіталів за межі регіону¹¹⁴. Таким чином, виникає потреба у спеціальних фінансових послугах, характерних для конкретного регіону (регіональних послугах).

Розглянувши ймовірні підходи до систематизації фінансових послуг на основі важливих класифікаційних ознак, робимо висновки, що класифікація фінансових послуг – це система їх розподілу за історичними, правовими чи економічними ознаками на сфери діяльності, види, класи залежно від мети використання результатів класифікації. Систематизація фінансових послуг за економічними класифікаційними ознаками (рис. А.1, Додаток А) свідчить про те, що загалом фінансові послуги численні та різноманітні, частина з них виходить за межі фінансового ринку¹¹⁵. Виконання одних фінансових послуг залежить від розвитку тех-

¹¹⁴ Соколенко С. Стратегії економічного росту та формування нових виробничих систем в епоху глобалізації / С. Соколенко // Економічний часопис-XXI. – 2003. – № 5. – С. 11–16.

¹¹⁵ Мацук З. А. Засади класифікації фінансових послуг / З. А. Мацук // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України: електронне наукове видання [Електронний ресурс] / Університет державної фіскальної служби України; гол. ред.: Л. Л. Тарангул. – 2016. – № 2. – Режим доступу <http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/Znpndups/index.html>. – С. 172–192.

нологічного прогресу, інших – від кваліфікації і таланту постачальників цих послуг. Безумовно, зазначені нами класифікаційні ознаки не претендують на довершеність через стрімкий розвиток та постійні зміни кон'юнктури ринку та й загалом не можуть бути достатньо вичерпними, що пов'язано із глобалізацією світового фінансового середовища.

2.2. Види фінансових послуг з огляду на методологію дослідження сутності ринку цінних паперів

Досліджуючи фінансові послуги на ринку цінних паперів, слід зауважити, що на сьогодні науковці не мають однозначного тлумачення сутності ринку цінних паперів, співвідношення цих понять та його місця в структурі фінансового ринку. Щодо фінансового ринку практично неможливо знайти визначення базових його категорій та понять. Що таке фінансовий ринок та ринок капіталів? Що таке ринок цінних паперів та фондовий ринок? Ці питання досі залишаються відкритими, мають дискусійний характер, тому відповіді на них у більшості випадків суперечливі та неоднозначні.

Світова економічна література включає в поняття «фінансовий ринок» усі ринки в фінансовій системі, за допомогою яких установи можуть фінансувати свою діяльність. До складу фінансового ринку входять грошовий ринок та ринок капіталів. Грошовий ринок надає в розпорядження державних органів та масштабних організацій можливість короткострокового фінансування (терміном до 1 року). Ринок капіталів, навпаки, задовольняє середньострокові (від 1 до 5 років) та довгострокові (понад 5 років) фінансові потреби¹¹⁶.

Частина західних дослідників, вивчаючи економічну природу фінансового ринку, виходять із цільового призначення виконуваних ним функцій. «Значення фінансових ринків – ефективний

¹¹⁶ Stezler-O'Neill B. Spitzenstrategien für Privatanleger. Regensburg, 2000. – 286 p.

розподіл накопичення між кінцевими споживачами»¹¹⁷. Беззаперечно, економіка могла б існувати і без фінансових ринків, якби одні й ті самі суб'єкти господарювання зберігали ресурси і мобілізували капітал для її розвитку. Проте в сучасних умовах суб'єкти ринку, займаючись виключно мобілізацією капіталу, використовують для інвестицій в реальні активи більше ресурсів, аніж зберігають. Також домашні господарства накопичують більше ресурсів, аніж витрачають на споживання. Відповідно чим більша «прірва» між обсягами інвестицій та заощадженнями, тим актуальнішим є існування фінансового ринку для розподілу заощаджень між кінцевими споживачами та збалансування їх фінансових інтересів.

Б. І. Альохін¹¹⁸ виділяє в структурі фінансового ринку два елементи – ринок банківських позик та ринок цінних паперів, що очевидно пояснюється поділом капіталу на основний та оборотний. Оборотний капітал повинен обслуговуватись банківськими позиками, тоді як для обслуговування основного капіталу зазвичай використовують інструменти ринку цінних паперів. У підручнику «Фінанси» (за ред. В. М. Радіонової) наведено поняття фінансового ринку та його поділу на ринок цінних паперів та ринок позичкового капіталу¹¹⁹. Такий підхід не зовсім точний, оскільки дві виділені підсистеми з точки зору економічного змісту мають спільні структурні елементи.

Питання структури фінансового ринку залишається відкритим й у вітчизняній науці, а сучасна українська економічна література не показує загальноовизнаних думок щодо структури та структурних елементів фінансового ринку, як і підходів до визначення поняття ринку цінних паперів. Частина дослідників (див. табл. Б.1, Додаток Б), виходячи з класифікації капіталу на основний та оборотний, поділяють фінансовий ринок на ринок цінних паперів

¹¹⁷ Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 1997. – С. 70-71.

¹¹⁸ Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг: введение в фондовые операции. – Самара: СамВен, 1992. – С. 21.

¹¹⁹ Финансы / Под. ред. В. М. Радионовой. – М.: Финансы и статистика, 1995. – С. 43.

(важливою складовою якого є грошовий ринок) та ринок банківських позик. Інші вважають, що ринок цінних паперів є сегментом як грошового ринку, так і ринку капіталів, що також включає рух прямих банківських кредитів, перерозподіл грошових ресурсів через страхову галузь, внутрішньофірмові кредити. При цьому, на думку прихильників такого підходу, поняття фондового ринку та ринку цінних паперів є ідентичними¹²⁰. В науковій літературі поширена думка, що фінансовий ринок складається з трьох ринків: 1) особистих грошей, які перебувають в обігу, та короткострокових платіжних засобів з аналогічними функціями (векселів, чеків тощо); позикового капіталу (коротко- й довгострокових банківських кредитів); цінних паперів. При цьому визначається, що останній являє собою реальний ринок капіталу (тобто грошей чи інших матеріальних цінностей)¹²¹. З іншого боку, в структурі ринку капіталів виділяють ринок цінних паперів та ринок позикових капіталів, поділяючи ринок цінних паперів на первинний та вторинний, організований та «вуличний», фондовий ринок та ринок комерційних цінних паперів.

Перелік відмінностей у структуризації фінансового ринку можна продовжувати, однак ототожнення грошового ринку з фінансовим, ринку цінних паперів та фондового видається некоректним, вносить плутанину й у теорії, й на практиці. Спробуємо дослідити структуру фінансового ринку. Відповідно до одного з наших тверджень фінансові активи є одним із способів опосередкування руху капіталу в економіці в процесі трансформації з грошової форми у виробничий чи позичковий капітал. З цього випливає необхідність дослідження фінансового ринку як елементу системи перерозподілу грошової форми суспільного капіталу та його зв'язки з іншими секторами економіки. Необхідність перерозподілу пояснюється автономністю заощаджень та інвестування, тобто постачальник та споживач заощаджень відділені

¹²⁰ Барановський О. І. Сутність і чинники фінансової безпеки фондового ринку / О. І. Барановський // *Фінанси України*. – 2016. – №1. – С. 22.

¹²¹ Рынок ценных бумаг и его финансовые институты : учеб. пособ. / под ред. В. С. Торкановского. – СПб. : АОЛ "Комплект", 1994. — С. 7, 9.

один від одного, тому виникає потреба фінансового посередництва та перерозподілу. Історично сформувалась певна інституційна система перерозподілу суспільного продукту: накопичення, рух, розподіл та перерозподіл суспільного продукту. Такий перерозподіл може відбуватись по-різному, нас цікавить той механізм перерозподілу, що обумовлюється економічною свободою суб'єктів господарювання та характеризує вільний і договірний характер перерозподілу фінансових ресурсів. Учасники такого розподілу мають фінансовий інтерес та прагнуть до його реалізації. З функціональної точки зору такий посередницький інститут, що забезпечує рух грошових засобів від власників до споживачів, слід розглядати як результат розвитку відносин виробника та споживача економічних благ, що побудовані на приватній власності індивідів. З моменту становлення та розвитку ринкових механізмів виникає необхідність оптимізації руху об'єктів обмінних угод та зниження трансакційних витрат обміну. Таким чином, посередницький інститут надалі розвивається та охоплює відносини між власниками, споживачами фінансових ресурсів та спеціалізованими фінансовими установами з приводу опосередкування купівлі-продажу фінансових ресурсів на основі або делегування власниками своїх повноважень, або переходу прав власності¹²². У процесі перерозподілу фінансових ресурсів з часу набуття грошима статусу капіталу виникає розбіжність між потребами у фінансових ресурсах та пошуком джерел для їх задоволення. Важлива роль у даному процесі належить фінансовому ринку як посередницькому інституту.

Основні питання, які слід висвітлювати для розкриття суті фінансового ринку, – це визначення об'єкта фінансового ринку та відповідно меж відносин. Твердження про те, що об'єктом фінансового ринку є платіжні засоби, не виправдано розширює його межі та ототожнює фінансові ресурси з власне грошима. І хоча фінансові ресурси мають грошовий вираз, це стосується лише тієї частини грошових коштів, яка забезпечує отримання доходу.

¹²² Ринок боргових цінних паперів в Україні : суперечності та тенденції розвитку : монографія / [І. О. Лютий та ін.]; за заг. ред. І. О. Лютого. – К.: Центр учбов. літ., 2008. – С. 42.

Звідси випливає, що операції з грошима як платіжними засобами виходять за межі фінансового ринку, а межа фінансового ринку – це сукупність відносин від моменту відокремлення грошових коштів від процесу споживання чи тезаврації та зміна їх призначення для одержання майбутнього доходу і до моменту, коли суб'єкти господарювання використовують їх у виробничих цілях. Таким чином, визначимо сутність фінансового ринку як *сферу торгівлі фінансовими ресурсами, яка забезпечує опосередкований рух грошових заощаджень від первинного зберігача до кінцевого споживача, що відбувається в процесі купівлі-продажу фінансових ресурсів на основі попиту і пропозиції на фінансові активи*.

Вважаємо, що акцентували достатньо уваги на визначенні суті та меж фінансового ринку, щоб перейти до розгляду ринку цінних паперів, хоча дослідження останнього у контексті фінансового ринку дозволить нам зберегти вектор руху наших думок. Перш ніж перейти до економічного трактування ринку цінних паперів, слід дослідити економічний зміст даної категорії. Щодо нього існує велика кількість визначень, частина з яких від початку через певну спрямованість досліджень мають однобічний характер, а частина може викликати принципові зауваження. При визначенні його як сегмента фінансового ринку, де складаються відносини з приводу купівлі-продажу цінних паперів між емітентом та інвестором, опосередковані, як правило, фінансовими посередниками¹²³, розуміється одно-векторний рух грошових коштів від позичальника до споживача, хоча це характерно виключно для первинного ринку цінних паперів. Тому, нелогічно буде проводити паралелі між угодами на ринку цінних паперів та класичними товарними угодами, коли після передачі прав власності на товар та його руху він споживається й зникає з ринку, оскільки цінний папір не випадає зі сфери торгівлі і в будь-який момент після його первинного розміщення повертається на ринок для подальшого обігу на вторинному ринку.

Це породжує певні суперечності: з одного боку, межа фінансового ринку, як ми стверджували у наших попередніх виснов-

¹²³ Там само. – С. 49.

ках, закінчується, коли споживач використовує грошові кошти у виробничих цілях, що дозволяє нам вивести вторинний ринок цінних паперів за межі фінансового ринку, проте, з іншого боку, абсурдно розглядати вторинний ринок відокремлено від первинного ринку, оскільки лише в їх єдності можлива ефективна діяльність ринку цінних паперів загалом. Як вторинний ринок гіпотетично не міг би існувати без первинного ринку, оскільки неможливим є обіг цінних паперів без їх попереднього розміщення, так і первинний ринок цінних паперів не існував би без наявності вторинного ринку та можливості подальшого перепродажу цінних паперів, оскільки навряд чи хтось з учасників ринку волів би придбати цінні папери та тримати їх до кінця терміну погашення чи до кінця життя (як у випадку з акціями). Виходячи з таких міркувань складовою фінансового ринку вважатимемо вторинний ринок цінних паперів. При цьому фондовий ринок є частиною ринку цінних паперів, оскільки фонди є певною категорією цінних паперів, які представляють капітал та поділяються на фонди, пов'язані з участю, і на позикові, або кредитні фонди. Предметом торгівлі на ринку цінних паперів є можливість реалізації фінансового інтересу шляхом укладення угод з цінними паперами. Об'єктом на ринку цінних паперів виступають основні фінансові інструменти: цінні папери. Похідні фінансові інструменти – строкові контракти (ф'ючерси), інструменти грошового обігу, відсоткові строкові контракти (форварди), строкові контракти на обмін (на певну дату в майбутньому) в разі залежності ціни від відсоткової ставки, валютного курсу чи фондового індексу (відсоткові курсові чи індексні свопи), опціони, що дають право на купівлю або продаж будь-якого із зазначених фінансових інструментів, у тому числі тих, що передбачають грошову форму оплати (курсіві та відсоткові опціони)¹²⁴. Оскільки основою похідних фінансових інструментів можуть бути різні активи – матеріальні ресурси та послуги, валюта чи цінні папери, справед-

¹²⁴ Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс]: Закон України від 23.02.06 р. №3480-IV. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

ливим буде виділення ринку похідних цінних паперів у структурі ринку цінних паперів та окремо ринку похідних фінансових інструментів (відмінних від цінних паперів). Враховуючи те, що основою фінансових інструментів можуть бути не лише фінансові активи, у межах фінансового ринку можна залишити лише ринок похідних цінних паперів та ринок похідних фінансових інструментів (фінансових активів, відмінних від цінних паперів).

Отже, за економічною суттю *ринку цінних паперів як сегменту фінансового ринку – це сфера торгівлі, що забезпечує опосередкування та організацію руху заощаджень через угоди з фінансовими активами (цінними паперами та фінансовими активами, відмінними від цінних паперів).*

Структуру ринку цінних паперів слід розглядати як сукупність взаємопов'язаних ринків: фондового, ринку боргових зобов'язань та ринку похідних цінних паперів. Причому жодна із цих складових не може бути самостійним елементом ринку цінних паперів, вони тісно переплітаються між собою та взаємодіють через те, що існує об'єктивний процес руху капіталу між окремими ринками¹²⁵. Волатильність прибутковості на одному з них зумовлює перелив вільних ресурсів на інші ринки, що сприяє розвитку як певного сегмента, так і ринку цінних паперів загалом. Незважаючи на об'єктивну єдність та взаємозв'язок окремих сегментів ринку цінних паперів, кожен з них має власну інфраструктуру, яка реалізується як економічне явище, виступаючи як сукупність певних елементів та специфічних видів діяльності суб'єктів господарювання на ринку цінних паперів¹²⁶. Здійснюючи окремі види діяльності, суб'єкти вступають в економічні відносини, реалізація яких здійснюється в процесі руху фінансових активів на ринку цінних паперів¹²⁷, а обслуговування потоків фінансових активів у межах ринку цінних паперів – забезпечення руху капіталу,

¹²⁵ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 39.

¹²⁶ Там само.

¹²⁷ Грищенко Т. Цілі діяльності та особливості взаємодії суб'єктів ринку цінних паперів в умовах конкурентного економічного середовища // Т. Грищенко, І. Івахненко / Вісник КНУ ім. Т.Шевченка. Серія Економіка. – 2011. – №127. – С. 31-35.

його накопичення та мобілізація – є метою функціонування інфраструктури ринку цінних паперів. Об'єднання елементів інфраструктури ринку цінних паперів обумовлене наявністю тісних взаємозв'язків між його суб'єктами. Це дозволяє інфраструктурі ринку цінних паперів бути рухомою та взаємодіяти з іншими сегментами фінансового ринку. Сутність інфраструктури ринку цінних паперів неможливо розкрити шляхом аналізу кількості суб'єктів та характеристики видів їх діяльності. Інфраструктура – це економічне явище, котре обумовлює об'єднання її інфраструктурних елементів в одне ціле в процесі їх взаємодії (рис. 2.1).

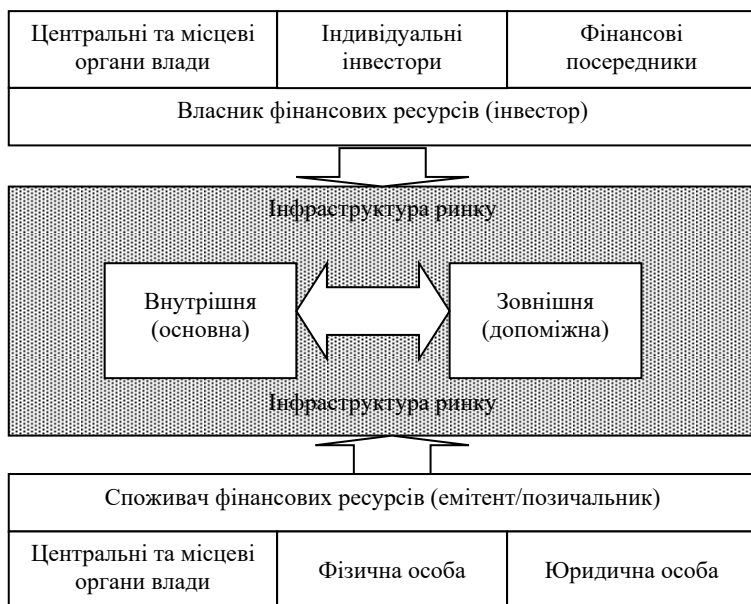


Рис. 2.1. Взаємодія суб'єктів ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором на основі¹²⁸

¹²⁸ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 41.

«Побудова інфраструктури ринку цінних паперів є економічним процесом, який включає: набуття даною системою можливості реалізації своїх функцій та формування організаційно-економічних основ функціонування системи. Набуття інфраструктурою ринку цінних паперів здатності реалізації своїх функцій включає вибір специфічних способів виразу притаманних їй властивостей»¹²⁹.

Успіх формування інфраструктури ринку цінних паперів чималою мірою залежить від результатів становлення механізму її організації, зокрема, важливе значення має питання рівності статусу учасників ринку, особливо з урахуванням зростаючого розриву між ними в рівнях соціально-економічного забезпечення, фінансових можливостях тощо. Таким чином, *організаційно-інфраструктурний аспект дослідження поняття ринку цінних паперів дозволяє нам розглядати ринок цінних паперів як сукупність інституцій та інститутів, які забезпечують функціонування ринку цінних паперів та взаємодію його учасників у процесі торгівлі фінансовими активами*. Отже, можна стверджувати, що реалізація торгівлі фінансовими активами обумовлюється не лише ринком цінних паперів, а й безпосередніми формами прояву економічних відносин шляхом надання фінансових послуг, завдяки чому стає можливим використання ринку цінних паперів як ефективного інструменту інвестиційної діяльності (рис. 2.2). З одного боку, ринок цінних паперів детермінований об'єктивно існуючими економічними відносинами, а з іншого – є інструментом реалізації цілеспрямованої інвестиційної діяльності.

Різноманітність функцій інфраструктури ринку цінних паперів дозволяє більш повно розкрити її суть та роль. Якщо під інфраструктурою ринку цінних паперів розуміти усю сферу фінансових послуг, які забезпечують функціонування цього ринку, тоді її основними функціями є надання фінансових послуг для можливості здійснення торгівлі з фінансовими активами на ринку цін-

¹²⁹ Манакова Т. А. Становление региональной инфраструктуры финансового рынка в переходной экономике: дисс. канд. экон. наук: 08.00.10, 08.00.04 / Т. А. Манакова. – Кемерово, 1999. – 224 с.

них паперів. Якщо класифікаційною ознакою функцій є характерні особливості фінансових послуг на ринку цінних паперів, тоді виділяють наступні види функцій, кожна з яких передбачає певний спектр фінансових послуг:

- *фінансове посередництво в торгівлі фінансовими активами* (брокерські послуги, дилерські послуги, андерайтинг, управління цінними паперами, управління активами, управління іпотечним покриттям, послуги депозитарної установи, зберігання активів інститутів спільного інвестування, зберігання активів пенсійних фондів, організація торгівлі на фондовому ринку, кліринг);

- *сервісне обслуговування торгівлі фінансовими активами* (регулювання, контроль, інформаційно-аналітичні послуги, послуги з кадрового забезпечення ринку цінних паперів).



Рис. 2.2. Сутність поняття «ринку цінних паперів»: структурно-декомпозиційний аналіз

Джерело: розроблено автором

Кожна з цих функцій обумовлює виконання конкретних видів робіт, що їх здійснюють суб'єкти інфраструктури ринку цінних паперів¹³⁰. Функція фінансового посередництва є однією з головних функцій. Фінансові посередники займають важливе місце на ринку цінних паперів, оскільки саме вони є локомотивом поживлення торгівлі фінансовими активами та ефективності роботи ринку цінних паперів. Торгівля фінансовими активами обумовлює необхідність забезпечення учасників ринку цінних паперів доступом до інформації щодо фінансових активів у повному форматі, що дає інвестору можливість прийняти правильне рішення. Важливим моментом у функціонуванні інфраструктури ринку цінних паперів є можливість захисту інтересів суб'єктів ринку при вирішенні проблемних питань та суперечках, а також при укладенні угод купівлі-продажу фінансових активів.

Функції інфраструктури ринку цінних паперів взаємопов'язані, в результаті чого створюється синергійний ефект, який дозволяє оптимізувати рух фінансових ресурсів. Це актуалізує детальніший розгляд інфраструктури ринку цінних паперів, основ її побудови та систематизації інфраструктурних елементів.

2.3. Система інституційно-інфраструктурного забезпечення фінансових послуг на ринку цінних паперів

Розвиток ринку цінних паперів, відносини між його учасниками істотно впливають на рівень їх забезпечення фінансовими послугами, а також ступінь задоволення фінансових потреб учасників сфери торгівлі фінансовими активами. Торгівля фінансовими активами відбувається на ринку цінних паперів, що має певну структуру, елементами якої є фінансові посередники, біржі, інформаційні агентства тощо. Ефективність торговельних операцій обумовлена рівнем їх розвитку та взаємодії. Своєчасно ідентифіковані, досліджені та вивчені зміни в інфраструктурі ринку

¹³⁰ Савощенко А. С. Інфраструктура товарного ринку: навчальний посібник / А. С. Савощенко. – К.: КНЕУ, 2005. – 336 с.

цінних паперів дають можливість учасникам оптимізувати вплив фінансового ризику та реалізувати їх фінансові інтереси.

Розвиток ринку цінних паперів, його рівноважний стан та ефективне функціонування в умовах нестабільного впливу зовнішніх факторів залежить від діяльності його інституцій. Взаємодіючи між собою, інституції ринку цінних паперів реалізують ряд функцій, формуючи його інфраструктуру – невід’ємний елемент ринку цінних паперів.

Загалом, фінансова наука у процесі свого розвитку сформувала досить глибоке та всебічне трактування поняття ринкової інфраструктури, хоча на сьогодні відсутня єдина позиція щодо визначення інфраструктури ринку цінних паперів, його структурних елементів, функцій, засад формування та розвитку. При цьому важливою є оцінка того, наскільки принципові та суттєві відмінності у різних підходах до структуризації інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів, чим вони зумовлюються та як позначаються на процесах його становлення і розвитку.

Уперше термін «інфраструктура» використовується в наукових доробках західних економістів. Один із багатьох підходів до визначення цього терміна вказує на його зв’язок із будівництвом, ототожнюючи інфраструктуру з фундаментом споруди, яка зводиться, що відповідає буквальному перекладу латинських слів «*infra*» (під, нижче) і «*structure*» (будова, розташування)¹³¹. Якщо мова йде про ринкову інфраструктуру, то вона визначається як: а) сукупність різноманітних установ та інститутів, які забезпечують рух грошей, цінних паперів, робочої сили, засобів виробництва, предметів споживання, послуг, інтелектуальної власності, валюти¹³²; б) система установ і організацій (банків, бірж, страхових компаній, консультаційних та інформаційно-маркетингових фірм тощо), які забезпечують вільний рух товарів і послуг на ринку¹³³;

¹³¹ Красовский В. Инфраструктура и интенсификация экономики: монография / В. Красовский. – М.: Экономика, 1980. – 195 с.

¹³² Мочерний С. В. Основи економічних знань: підручник / С. В. Мочерний. – К.: Видавничий центр «Академія», 2002. – 312 с.

¹³³ Комаринський Я. Фінансово-інвестиційний аналіз: навч. посібник / Я. Комаринський, І. Яремчук. – К.: Українська енциклопедія, 1996. – 300 с.

в) єдина система, що складається із сегментів, які обслуговують різні типи ринків¹³⁴. Як бачимо, думки різні, хтось з вчених вважає ринковою інфраструктурою сукупність установ та інститутів, хтось – системою установ та організацій, інколи автори підмінюють поняття «установа», «інститут», «організація», що актуалізує дослідження означеної проблеми¹³⁵.

Протягом останніх років у працях вітчизняних науковців присутні різні трактування сутності інфраструктури ринку цінних паперів, його місця та значення в структурі фінансового сектору економіки та системі національного господарювання загалом. Ці трактування настільки діаметрально протилежні, що не дозволяють виробити на сьогодні єдиний підхід до визначення категорії «інфраструктура ринку цінних паперів». У сучасних умовах одночасно співіснують кілька підходів до сутності інфраструктури ринку цінних паперів – від суто суб'єктного (інституційного) до нормативно-правового¹³⁶. Вивчення наукових праць, в яких досліджується інфраструктура ринку цінних паперів¹³⁷, дозволяє зробити висновок про відсутність єдиного вектора у розумінні та визначенні поняття «інфраструктура ринку цінних паперів», чіткої систематизації елементів інфраструктурного забезпечення.

¹³⁴ Муханова Е. Б. Теоретические основы и пути формирования рыночной инфраструктуры: монография / Е. Б. Муханова. – М.: ИЭРАН, 1994. – 162 с.

¹³⁵ Мацук З. А. Інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів: організаційний аспект / З. А. Мацук // Економічний розвиток і спадщина Семена Кузнеця: зб. матер. Міжнародної наукової конференції. ХНУ, 1-2 червня 2017 р. – С. 140-143.

¹³⁶ 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.

¹³⁷ Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учеб. пособ. / Т. Б. Бердникова. – М. : ННФА-М, 2002. – 270 с.; Иванов В. М. Финансовый рынок: конспект лекций / В. М. Иванов. – К.: МАУП, 1999. – 112 с.; Калина А. В. Рынок ценных бумаг (теория и практика): учеб. пособ. / А. В. Калина, В. В. Корнеев, А. А. Кошечев. – 2-е изд., перераб. и доп. – К.: МАУП, 1999. – 256 с.; Колесник В. В. Введение в рынок ценных бумаг / В. В. Колесник. – К.: А.Л.Д., 1995. – 176 с.; Колесова И. В. Фондовый рынок и депозитарная система Украины / И. В. Колесова. – К., 2000. – 99 с.; 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.; Кузнецова Н. С. Рынок ценных бумаг в Украине: правовые основы формирования та функціонування / Н. С. Кузнецова, І. Р. Назарчук. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.; Шелудько В. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. / В. М. Шелудько. – 2-ге вид., випр. і доп. – К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.; Мозговий О. Фондовый рынок / О. Мозговий. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.

У дослідженнях інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів існують різні положення¹³⁸: одні вчені виділяють в інфраструктурному забезпеченні різні елементи, то звужуючи, то розширюючи їх; більшість дослідників просто подають перелік суб'єктів інфраструктурного забезпечення, не розмежовуючи їх і не вдаючись хоча б до елементарної їх класифікації. Тим часом деякі дослідники пропонують виділяти у складі інфраструктурного забезпечення: а) суб'єктів відповідно до їх цільового призначення, а саме: фінансових посередників, сервісне та регульовальне (надбудова) забезпечення та чотири групи суб'єктів відповідно до виконуваних ними функцій – обслуговування, операції з цінними паперами; акумулювання вільних грошових коштів; консалтингові, інформаційні та страхові послуги; розрахункові, депозитарні та реєстраторські операції¹³⁹; б) три групи суб'єктів: фінансові посередники; суб'єкти, які обслуговують фінансових посередників (сервісне інфраструктурне забезпечення), та суб'єкти регулювання інфраструктурного забезпечення¹⁴⁰. Наведені твердження корелюють одне з одним, хоча перелік суб'єктів дещо розширений, зокрема, державні органи регулювання та контролю є суб'єктами державного регулювання та нагляду, а до елементів інфраструктурного забезпечення доцільно включити лише аудиторські компанії, оскільки вони на основі ліцензії надають платні фінансові послуги суб'єктам ринку цінних паперів із незалежної бухгалтерської та фінансової експертизи, та саморегульовальні організації, тому що дані некомерційні позавідомчі організації надають платні консультаційні послуги своїм членам – професійним учасникам ринку цінних паперів.

Більш розлоге тлумачення елементів інфраструктурного забезпечення пояснюється сучасним розвитком технологій та

¹³⁸ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 60.

¹³⁹ Иванова Т. Б. Становление, особенности и совершенствование финансовой инфраструктуры в экономике России: дисс. д-ра экон. наук: 08.00.10 / Т. Б. Иванова. – Москва, 2005. – 322 с.

¹⁴⁰ Манакова Т. А. Становление региональной инфраструктуры финансового рынка в переходной экономике: дисс. канд. экон. наук: 08.00.10, 08.00.04 / Т. А. Манакова. – Кемерово, 1999. – 224 с.

пов'язане з обслуговуванням ринку цінних паперів, що вимагає розширення комплексу обслуговуючих сфер діяльності та необхідності включення страхового, інноваційного та технічного забезпечення даного ринку¹⁴¹. Таким чином, інфраструктурне забезпечення характеризується як дворівневе: перший рівень забезпечує процес укладання та виконання операцій на основі розмежування функцій та спеціалізації діяльності, другий – допоміжна підсистема, яка здійснює обслуговування системоутворюючих елементів та забезпечує нормальне функціонування ринку¹⁴².

Поєднання наведених поглядів дозволяє нам зробити висновок, що інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів заведено розглядати у двох аспектах: як певну автономну систему з припущенням, що така автономність не є абсолютною, оскільки в реальному житті ринок цінних паперів не існує ізольовано ані від інших сегментів фінансового ринку¹⁴³, ані від усієї економіки загалом; а також слід розрізняти глобальне (наднаціональне) та локальне (національне, в межах якого можна виділити й регіональне) інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів.

Загалом виділення нами підходів до дослідження змістовного наповнення інфраструктурного забезпечення формує основу для її визначення та потребує виявлення співвідношення між такими поняттями як *елементи інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів* та *система інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів*.

Елементи інфраструктури ринку цінних паперів є об'єктивним явищем, оскільки їх виділення не залежить від особливостей торговельної діяльності фінансовими активами тієї чи іншої країни та не потребує будь-якого регламентування¹⁴⁴, тому що основа

¹⁴¹ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 62.

¹⁴² Мацкайлова Е. В. Развитие инфраструктуры фондового рынка в России: дисс. канд. економ. наук: 08.00.10 / Е. В. Мацкайлова. – Волгоград, 2005. – 178 с.

¹⁴³ Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика. Навч. посіб. / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. – К.: ЦУЛ, 2002. – 616 с.

¹⁴⁴ Мацук З. А. Інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів: організаційний аспект / З. А. Мацук // Економічний розвиток і спадщина Семена Кузнеця: зб. матер. Міжнародної наукової конференції. ХНУ, 1-2 червня 2017 р. – С. 140-143.

такого виділення – суб'єкти фінансових послуг. На локальному рівні це внутрішні інституції, на глобальному – міжнародні інституції, на регіональному – регіональні інституції. Через фінансові послуги ці інституції забезпечують фінансові потреби домогосподарств, суб'єктів господарювання, кожен з яких має свої особливості організації та функціонування. Якщо елементи інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів є об'єктивним явищем, то система інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів «є сукупністю певним чином організованих ... та взаємодіючих елементів»¹⁴⁵. Досліджуючи інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів, маємо співвідношення двох категорій: елементи та система інфраструктурного забезпечення. При цьому для елементів, які характеризуються як система, найважливішою рисою є їх функціональна цілісність. Таким чином, система – це «комплекс елементів та їх властивостей, взаємодія між якими зумовлює появу якісно нової цілісності»¹⁴⁶. Це дає нам право розглядати інфраструктуру як складну систему, в межах якої виділяються окремі елементи (фінансові та нефінансові інституції) та сфери економічних відносин (інститути) між ними. Саме ці відносини показують взаємозв'язки в межах ринку цінних паперів, а також ринку із зовнішнім середовищем.

За *організаційною ознакою* інфраструктура ринку цінних паперів розглядається як сукупність фінансових та нефінансових інституцій, що забезпечують торгівлю фінансовими активами, надаючи фінансові послуги суб'єктам ринку. Це твердження дозволяє виділити в інфраструктурі ринку цінних паперів два рівні. «Основний рівень забезпечує процес укладення та виконання угод з фінансовими активами на основі розмежування функцій та спеціалізації діяльності, тоді як допоміжний рівень забезпечує обслуговування основної

¹⁴⁵ Інновації у фінансовій сфері: монографія [В. М. Опарін, Т. В. Паєнко, В. М. Федосов та ін.]; за заг. ред. В.М. Опаріна. – К.: КНЕУ, 2013. – С. 41.

¹⁴⁶ Економічна енциклопедія: У 3 т. – Т. 3 / Редкол.: С. В. Мочерний (відп.ред.) та ін. – К.: Академія, 2002. – С. 361.

інфраструктури та її ефективне функціонування»¹⁴⁷. Таке бачення інфраструктури ринку цінних паперів як системи обслуговування учасників ринку дозволяє виділити «системоутворюючі (основні) елементи інфраструктури, інституції яких безпосередньо беруть участь в процесі формування та організації ринку цінних паперів, та допоміжні елементи інфраструктури, інституції якої надають учасникам послуги у сфері торгівлі фінансовими активами, не мають безпосереднього стосунку до руху фінансових активів на ринку цінних паперів, проте беруть участь у формуванні умов, необхідних для процесу торгівлі фінансовими активами»¹⁴⁸. На рис. 2.3 подано поділ елементів інфраструктури ринку цінних паперів на елементи основної та допоміжної інфраструктури, відповідно до якого визначено, які інфраструктурні елементи безпосередньо беруть участь у процесі укладення угод на ринку цінних паперів (інституційне інвестування, облікові, розрахунково-клірингові, торговельні), фіксуючи факт зміни прав власності на цінний папір, реалізуючи розрахунки щодо цінного паперу між покупцем та продавцем.

Інституції допоміжної інфраструктури дають можливість учасникам ринку цінних паперів одержати певний спектр послуг, які не обумовлюються безпосередньо рухом фінансових активів, проте формують необхідні умови для забезпечення безперервної торгівлі фінансовими активами. Фінансові посередники займають важливу позицію у процесі функціонування ринку цінних паперів, вони дозволяють учасникам приймати фінансові рішення відповідно до рівня ризику та оптимального рівня доходності, створюють програмні продукти, проводять наукові дослідження, здійснюють підготовку та підбір кадрів, виготовляють бланки цінних паперів тощо.

¹⁴⁷ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 66.

¹⁴⁸ Там само.

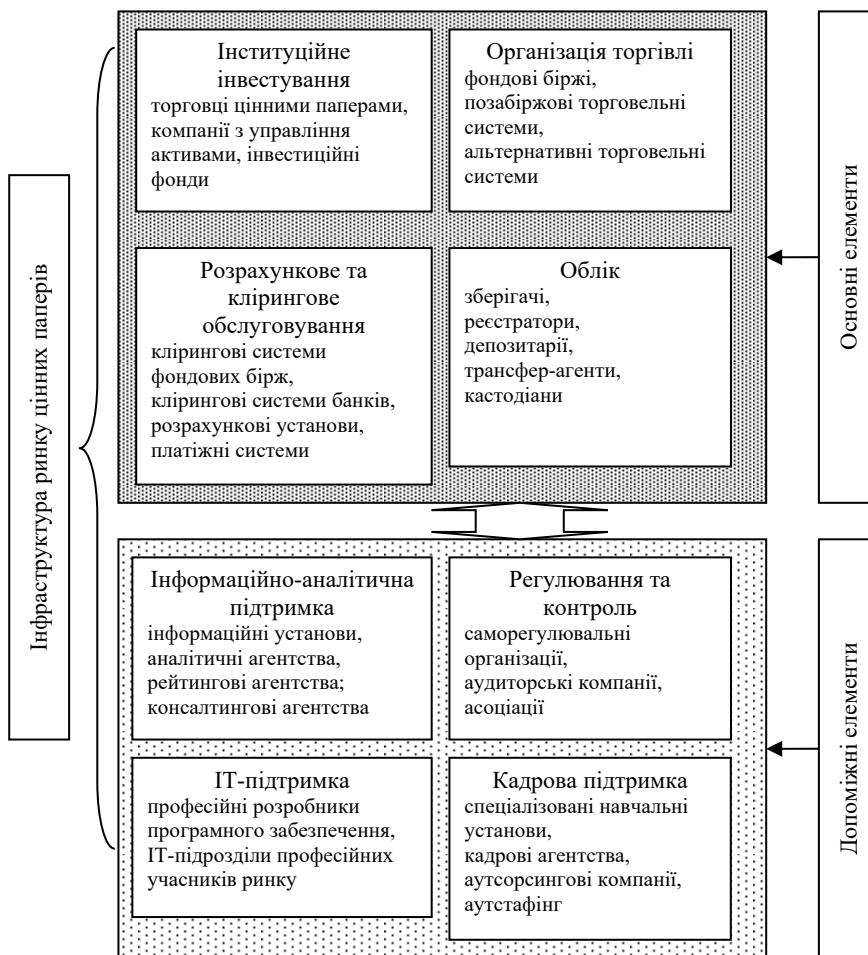


Рис. 2.3. Елементи інфраструктури ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором на основі¹⁴⁹

¹⁴⁹ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 67.

Фінансові посередники забезпечують зв'язок між інвесторами чи емітентом та інвесторами, проводячи на ринку брокерську, дилерську діяльність, андерайтинг та діяльність з управління цінними паперами. Інституції інфраструктури ринку цінних паперів покликані забезпечити ефективні умови здійснення та виконання угод на ринку цінних паперів, проводячи інвестиційну, торговельну, клірингову, облікову, інформаційну, кадрову та інші види діяльності.

Надзвичайно важливою складовою інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів є інституційні інвестори. Вони взаємодіють між собою на ринку, а також із фізичними та юридичними особами, які мають фінансові ресурси чи потребують їх. На ринку цінних паперів формується вартість за користування фінансовими ресурсами у формі купона, дивіденду тощо, а також обсяги фінансових ресурсів, які обертаються на ринку. Основними інституціями даної складової інфраструктурного забезпечення виступають торговці цінними паперами, компанії з управління активами, інвестиційні фонди. За їх допомогою учасники ринку цінних паперів мають можливість одержати необхідні послуги та продукти, які підвищують ефективність їх діяльності та оптимізують вплив ризиків у процесі торгівлі фінансовими активами. Дані послуги дозволяють опосередкувати споживача фінансових ресурсів та інвестора. Інституційні інвестори добре володіють інформацією про стан ринку та фінансових активів, які на ньому обертаються, тому їхні послуги ґрунтуються на очікуваннях інвестора щодо дохідності, надійності та рівня ризику вкладень¹⁵⁰.

Основними інституціями даного елементу є: торговці цінними паперами, компанії з управління активами, інвестиційні фонди тощо. Вітчизняне законодавство оперує наступними термінами: дилерська діяльність – торговець цінними паперами, брокерська діяльність – брокер, торговець цінними паперами, андерайтинг – андерайтер; діяльність з управління цінними паперами – торго-

¹⁵⁰ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 68.

вещь цінними паперами; діяльність з управління активами – компанія з управління активами¹⁵¹. При цьому допускається суміщення однією юридичною особою деяких видів діяльності, зокрема, на українському ринку цінних паперів існують інституції, які здійснюють поєднання згаданих вище видів діяльності в межах своєї практики.

На ринку цінних паперів обертається значна кількість фінансових активів як у документарній, так і бездокументарній формах, облік яких реалізує облікова інфраструктура. Виходячи зі специфіки законодавства та наявних традицій і правил торгівлі фінансовими активами виділяють наступні елементи: депозитарії, зберігачі, реєстратори, кастодіани, трансфер-агенти. На вітчизняному ринку цінних паперів здійснюється обіг в основному бездокументарних фінансових активів з централізованим зберіганням. Депозитарна діяльність – це облік прав та облік переходу прав на фінансовий актив, тобто здійснення розрахунків за фінансовим активом. Реєстраторська діяльність передбачає діяльність з ведення реєстрів власників фінансових активів: «збір, фіксацію, обробку, зберігання та надання зареєстрованим особам та емітентам даних з системи ведення реєстру»¹⁵². Трансфер-агентом може бути професійний учасник ринку цінних паперів, який здійснює за договором з реєстратором або депозитарієм приймання і передачу інформації та документів, необхідних для проведення операцій.

У зв'язку з тим, що цінні папери спочатку випускали в документарній формі, реєстратори з'явилися на ринку цінних паперів раніше за депозитарії, хоча на практиці їхня мета одна – облік прав власності на цінні папери. Основною відмінністю є те, що депозитарії в основному представляють інтереси інвесторів, а реєстратори – емітентів цінних паперів. У більшості країн діяльність реєстраторів полягала у формуванні та веденні реєстрів

¹⁵¹ Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України [Електронний ресурс] // Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2006, № 31, ст. 268. – 23. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

¹⁵² Фондовий ринок: підручник: у 2 кн. – Кн. 1/ В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; КНУ ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 400.

власників цінних паперів, проте з часом ця функція перейшла до депозитарної системи внаслідок мінімізації витрат та результативності діяльності останніх.

Розрахунково-клірингова інфраструктура забезпечує систему розрахунків на ринку цінних паперів. Основою вказаних розрахунків є кліринг – взаємозалік, особливість якого пов’язана з процесом перереєстрації фінансового активу з одного власника на іншого. Використання клірингу підвищує ефективність функціонування системи взаєморозрахунків, оптимізує потоки цінних паперів та платежів. У світовій практиці клірингові організації, крім послуг клірингу, надають й інші суміжні послуги: виконання функцій депозитаріїв, організація грошових розрахунків. Зокрема, депозитарно-клірингові організації міжнародного значення Clearstream Banking (Люксембург, Німеччина, Франція) та Європейська розрахункова система Euroclear (Бельгія, Франція, Нідерланди)¹⁵³ надають одночасно клірингові, депозитарні та розрахункові послуги. Необхідність клірингу пояснюється удосконаленням організації ринкових угод, тоді як існування централізованих клірингових установ пришвидшує процес обробки необхідної інформації. Здійснення торговельних угод та організація розрахунків дає можливість повністю перейти в автоматизовану систему розрахункової діяльності. Використання клірингу безумовно підвищує ефективність функціонування системи інфраструктури ринку цінних паперів, проте збільшує операційний ризик невиконання зобов’язань через проблеми у роботі клірингової системи.

Елементи торговельної інфраструктури виконують координувальну функцію та забезпечують функціонування торговельних майданчиків для здійснення угод купівлі-продажу цінних паперів¹⁵⁴. У складі торговельної інфраструктури ринку цінних папе-

¹⁵³ Мацкайлова Е. В. Развитие инфраструктуры фондового рынка в России : дисс. канд. эконом. наук : 08.00.10 / Е. В. Мацкайлова. – Волгоград, 2005. – 178 с.

¹⁵⁴ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 128.

рів слід виділити базові торговельні системи, такі як фондові біржі та позабіржові організатори торгівлі фінансовими активами, а також альтернативні торговельні системи: Інтернет-трейдинг, електронні торговельні системи тощо. Спершу ринок цінних паперів формувався на основі біржових організацій шляхом відділення окремих фондових бірж чи організації самостійних фондових відділів на реальних товарних біржах. Як важливий елемент інфраструктури ринку цінних паперів, фондові біржі сприяють формуванню реального ринку, встановленню цін на фінансові активи, збору та поширенню інформації про угоди, котирування, фондові індекси, встановлення правил та методів роботи на ринку¹⁵⁵. Це дає можливість оптимізувати значну частину ризиків, істотно прискорити процес здійснення торговельних угод та зменшити витрати. Стандартизація угод, обмеження діяльності учасників ринку, організація ринку, інформаційна прозорість біржового процесу, гарантування виконання угод, концентрація тимчасово вільних фінансових ресурсів, справедливе ціноутворення на активи, забезпечення ліквідності ринку є важливими перевагами фондової біржі.

Натомість на розвинених ринках цінних паперів доволі впевнено посів місце позабіржовий сектор, характерною особливістю якого є технологія укладення угод. На біржах факт укладення угоди з фінансовими активами відображається в центральному торговельному комп'ютері, тоді як на позабіржовому ринку є кілька варіантів здійснення угоди: усно, факсом, через спеціальні електронні системи. Виконання біржової угоди передбачає визначення взаємних зобов'язань – кліринг, тоді як на позабіржовому ринку немає зустрічного зарахування зобов'язань, кожна угода виконується окремо від інших відповідно до параметрів торговельної угоди з фінансовими активами. Незважаючи на те, що позабіржовий ринок відрізняється від біржового підвищеним рівнем ризику, меншим рівнем регулювання, більшою волатиль-

¹⁵⁵ Рекуненко І. І. Характеристика елементів торгової складової фінансового ринку / І. І. Рекуненко // Науковий вісник міжнародного гуманітарного університету – 2015. – №8. – С. 26-30.

ністю, нижчим кваліфікаційним рівнем учасників, останнім часом досягнуто значних результатів на шляху подолання негативних ознак позабіржової торгівлі. Впроваджена необхідність професійної сертифікації учасників, налагодження діяльності щодо контролю ризиків дозволяють зблизити біржовий ринок з позабіржовим.

Елементи інформаційно-аналітичної інфраструктури мають велике значення для ефективного функціонування ринку цінних паперів, оскільки рішення щодо купівлі-продажу цінних паперів приймаються на основі повної, правдивої та своєчасної інформації щодо емітентів цінних паперів ринку та загалом параметрів ринку. Інформаційна частина даної інфраструктури забезпечує процес публічного розкриття та надання інформації про ринок і події, що впливають на його роботу. До основних її інституцій належать установи, які здійснюють збір, зберігання, аналіз і надання інформації щодо кон'юнктури ринку цінних паперів, діяльності регулювальних органів, саморегулювальних організацій, професійних учасників ринку, емітентів та інвесторів. Інституції ж аналітичної частини інфраструктури ринку цінних паперів на основі програмних продуктів здійснюють обробку первинної інформації та синтезованих комплексних інформаційних масивів щодо параметрів ринку цінних паперів, продукуючи аналітичні та прогностні інформаційні матеріали¹⁵⁶.

Основою інформаційно-аналітичного забезпечення торгівлі фінансовими активами є первинна інформація. Тож якщо інституції, що забезпечують її акумулювання, працюють незадовільно, подальша обробка інформації та формування «синтезу комплексних інформаційних масивів та аналітичних та прогностичних матеріалів буде дуже складним» процесом¹⁵⁷. В інформаційному забезпеченні ринку цінних паперів значну роль відіграє Національна

¹⁵⁶ Сафонов Ю. М. Функціонування інформаційних інститутів на фінансовому ринку [Електронний ресурс] / Ю. М. Сафонов // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2155>

¹⁵⁷ Там само.

комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Фактично вона є регулятором торгівлі фінансовими активами, відтак формує «правила гри» на ринку цінних паперів. НКЦПФР забезпечує публічне розміщення інформації про фінансові інструменти ринку цінних паперів, їх емітентів та професійних учасників ринку. Окрім акумулювання фінансової інформації щодо ринку цінних паперів, НКЦПФР також формує комплексні інформаційні масиви стосовно показників розвитку ринку, розміщуючи їх на своїх інформаційних ресурсах, що дозволяє надалі генерувати їх за допомогою спеціального програмного забезпечення¹⁵⁸. Позитивним моментом у цьому аспекті є те, що така практика останніми роками характерна для НКЦПФР, сайт якої зазнав значних позитивних змін за останні 3-5 років в плані інформаційного наповнення¹⁵⁹.

Інституціями, які продукують інформацію щодо курсів цінних паперів, є фондові біржі. Така їх функція є природною, оскільки саме на них відбуваються процеси купівлі-продажу цінних паперів, де й встановлюється ціна шляхом ринкового механізму. Проте слід зазначити, що у нашому випадку, коли в країні значна кількість цінних паперів перебуває в обігу поза межами фондових бірж (рис. 2.4 та табл. В.1, Додаток В) може виникнути ситуація існування «тіньового курсу», за яким здійснюються операції купівлі-продажу цінних паперів на позабіржовому ринку цінних паперів¹⁶⁰.

Це актуалізує питання формування та розвитку системи регулювання і контролю за процесами, що відбуваються на ринку цінних паперів. Це пояснюється коливаннями стану ринку, конфіденційним характером значної частини інформації щодо цінних паперів та іншими факторами, які зумовлюють виникнення умов для зловживань, знижують рівень довіри широкого кола ін-

¹⁵⁸ Там само.

¹⁵⁹ Сафонов Ю. М. Функціонування інформаційних інститутів на фінансовому ринку [Електронний ресурс] / Ю. М. Сафонов // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка». – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2155>.

¹⁶⁰ Там само.

весторів до ринку та призводять до його неефективності. Ринок цінних паперів повинен приваблювати інвесторів законністю, прозорістю, чітко зафіксованими правилами гри та порядком їх дотримання усіма без винятку клієнтами.

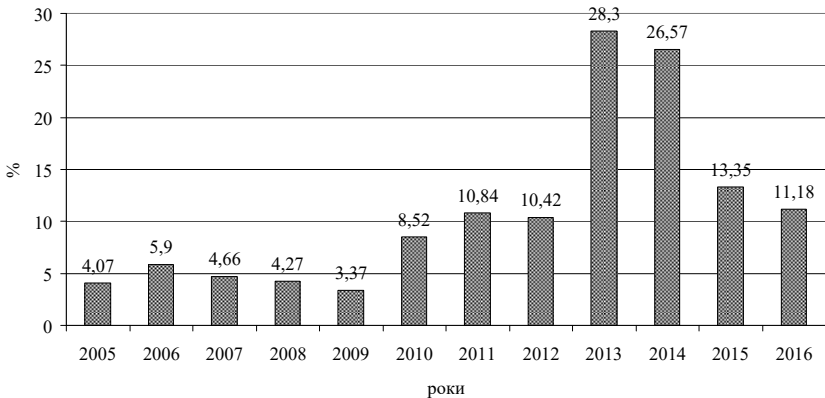


Рис. 2.4. Частка операцій з цінними паперами, здійснених організаторами торгів, у загальному обсязі протягом 2005-2016 рр., %

Джерело: розроблено автором за даними¹⁶¹

Загалом регулювання ринку цінних паперів передбачає здійснення державою комплексних заходів щодо впорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних і запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері¹⁶². Якщо так визначати поняття регулювання ринку цінних паперів, то воно охоплюватиме лише державне регулювання. До цього часу регулювання розглядали переважно у контексті упорядкування діяльності учасників ринку цінних паперів державними органами. Од-

¹⁶¹ Звіти НКЦПФР протягом 2005-2016 рр. [Електронний ресурс]. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://old.nssmc.gov.ua/activities/annual>

¹⁶² Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30 жовт. 1996 р. №448/96-ВР. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/448/96-%D0%B2%D1%80>

нак, як вище зазначалось, це дещо звужений і спрощений підхід. Вважаємо, що регулювання ринку цінних паперів є більш широким явищем, яке включає дві складові: внутрішнє регулювання ринку цінних паперів (саморегулювальними організаціями та аудиторськими установами) та зовнішнє регулювання ринку цінних паперів (органами влади й управління з використанням нормативних заходів впливу). Щодо аудиторських послуг, то вони пов'язані з незалежною перевіркою фінансової діяльності та фінансової звітності суб'єктів господарювання і є важливою інформацією як для суб'єкта аудиторської перевірки¹⁶³, якому цікава незалежна оцінка його діяльності, так і для його контрагентів, яким також важливо мати правдиву оцінку його діяльності та фінансового стану. Деякі дослідники відносять аудиторські послуги до інформаційних, пояснюючи це тим, що аудитори інформують ринок про фінансовий стан емітента цінного паперу (що не викликає сумнівів). Проте ми вважаємо, що одержана послуга з незалежної та бухгалтерської експертизи є, по суті, незалежним аудиторським контролем та виконує роль стабілізаційного чинника функціонування ринку цінних паперів загалом. Це твердження дозволяє нам віднести аудиторські фірми до складу контрольно-регулювального забезпечення.

Поряд з усіма запропонованими нами вище елементами інфраструктурного забезпечення важливе місце займає кадрове забезпечення, представлене установами, які проводять специфічну, повторювану діяльність у процесі підготовки кадрів для можливості роботи з ними на ринку цінних паперів. Ринок праці безпосередньо пов'язаний із ринком цінних паперів, а структурні трансформації на ринку неминуче приводять до зміни попиту на спеціалістів різних сфер. Основу даного елементу інфраструктури ринку цінних паперів формують спеціальні навчальні заклади з підготовки кадрів, науково-дослідні інститути, кадрові агентства, аутсорсингові компанії та аутстафінгові установи.

¹⁶³ Про аудит фінансової звітності та аудиторську діяльність: Проект Закону України 03.02.2017 № 6016. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/JH4N400A.html

Інноваційна складова інфраструктурного забезпечення передбачає використання інноваційних фінансових інструментів та технологій, надання новітніх фінансових послуг. Вона життєво необхідна для учасників ринку цінних паперів та є дотичною до усіх інших елементів інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів. Як приклад – використання строкових контрактів на торгівлю фінансовими інструментами, які раніше не використовувались в українській практиці, формування нових типів інвестиційних фондів, впровадження конвертованих облігацій з правом дострокового погашення тощо.

Страхова складова інфраструктури ринку цінних паперів – необхідний її елемент, оскільки використання страхових технологій дозволяє мінімізувати ризики професійних учасників ринку цінних паперів, сприяє посиленню фінансової стійкості та економічної безпеки їх торговельної діяльності. З метою зниження інфраструктурних ризиків та управління ними використовуються послуги спеціалізованих страхових компаній, участь у компенсаційних фондах, членство в фондах взаємного страхування¹⁶⁴.

Системність елементів інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів, які взаємопов'язані та не можуть функціонувати ізольовано один від одного, обумовлює реалізацію основної мети – формування організаційно-економічних умов для ефективного розвитку ринку. В результаті їх взаємодії створюється ефект, який можна визначити як оптимізацію руху фінансових ресурсів для досягнення відповідності між суспільними потребами у фінансових ресурсах та здатність ринку цінних паперів задовольнити їх у необхідних масштабах. Це, в свою чергу, сприяє до мінімізації витрат, завдяки чому інфраструктура забезпечує ефективність ринку цінних паперів, причому через конкретні механізми та у визначеній мірі, які властиві лише йому. Формування інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів зумовлене його розвитком та удосконаленням і покликане обслуговувати інтереси

¹⁶⁴ Рекуненко І. І. Характеристика елементів інфраструктури фінансового ринку [Електронний ресурс] / І. І. Рекуненко. – Режим доступу до ресурсу: http://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream/123456789/52840/7/Rekunenko_Finansovyi_rynok.pdf.

учасників ринку та забезпечувати: виконання угод із фінансовими активами з оптимально допустимим рівнем ризику; постачання фінансових активів покупцю з перереєстрацією прав власності у визначений договором термін та проведення своєчасної оплати; облік та зберігання фінансових активів; управління фінансовими активами клієнтів; повне інформування учасників ринку про його стан. Це, в свою чергу, сприяє зменшенню трансакційних витрат щодо обігу фінансових активів та оптимальному розподілу ризиків між його учасниками.

Розгляд інфраструктури ринку цінних паперів за її *змістовним наповненням* дозволяє говорити про систему специфічних форм економічних відносин між його інфраструктурними елементами та обумовлюється наявністю фінансових інститутів. Необхідність інституційного забезпечення ринку цінних паперів зумовлена необхідністю реалізації його основних функцій, серед яких¹⁶⁵:

- 1) регульовальна – забезпечення сталого розвитку ринку цінних паперів шляхом розробки нормативно-правової бази, яка регламентує діяльність фінансових та нефінансових установ на ринку цінних паперів, встановлення вимог та обмежень щодо їх діяльності, надання рекомендацій та здійснення перевірок їх діяльності з метою дотримання ними вимог чинного законодавства;
- 2) інформаційна – надання учасникам ринку можливості доступу до публічної інформації про діяльність фінансових та нефінансових установ;
- 3) захисна – захист інтересів учасників ринку цінних паперів та забезпечення безпеки їх фінансової діяльності;
- 4) стимульовальна – стимулювання ефективної взаємодії ринку цінних паперів з іншими секторами фінансового ринку та економіки загалом.

Перелік функцій можна продовжити, але ми свідомо зупинились на перелічених чотирьох, оскільки вважаємо, що вони безпосередньо обумовлені інституційним забезпеченням ринку цінних паперів.

¹⁶⁵ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко. Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПСУ України, 2013. – С. 199-200.

У вітчизняній науковій термінології слід розрізняти поняття «інститут» та «інституція». Інститут – це форма суспільного устрою, тоді як інституція – це реальна юридична особа¹⁶⁶. Поняття «інститут» є значно ширшим, тоді як інституція віддзеркалює організаційно-функціональний аспект поняття «інститут». Відповідно прикметниковими формами понять «інститут» та «інституція» є «інституційний» та «інституція(я)льний»¹⁶⁷. Поняття ж «інституціональний» є калькою з англійського слова «institute» – «institutional», що в перекладі означає – «інституційний». Ми цілком погоджуємось із твердженням М. Максимчука про те, що поняття «інституціональний» слід вживати лише у термінах, похідних від слова «інституціоналізм», тобто у випадках, коли йдеться про теоретичний опис наявних інститутів¹⁶⁸. Виходячи з основних постулатів теорії інституціоналізму можна стверджувати, що інституційне забезпечення інфраструктури ринку цінних паперів, як система інститутів, обумовлює формування раціональної координації економічної поведінки учасників торгівлі фінансовими активами. Основна функція інститутів ринку цінних паперів – формування дієвого середовища для реалізації якомога більшого спектра можливостей розвитку фінансових послуг та узгодження інтересів суб'єктів ринку цінних паперів в процесі торгівлі фінансовими активами.

Теоретичні положення інституціоналізму дозволяють виділити та обґрунтувати основні компоненти інституційного забезпечення інфраструктури ринку цінних паперів. Перед тим як охарактеризувати структуру інституційного забезпечення інфраструктури ринку цінних паперів, дамо визначення даному поняттю. Під інституційним забезпеченням інфраструктури ринку цінних паперів слід розуміти сукупність інститутів (способів управління тор-

¹⁶⁶ Львовчкін С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи / С. Львовчкін, В. Опарін, В. Федосов // Економіка України. – 2008. – №11. – С. 63.

¹⁶⁷ Максимчук М. В. Інституціалізація структурно-просторових змін економіки регіонів України: дис. на здобуття наук. ступеня докт. економ. наук зі спеціальності 08.00.05 – розвиток продуктивних сил і регіональна економіка / М. В. Максимчук; НАНУ ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М. І. Долишнього». – Львів, 2016. – С. 49.

¹⁶⁸ Там само.

говельною діяльністю з фінансовими активами, традицій, ідей, кодексів та стереотипів економічної поведінки учасників ринку цінних паперів) та інституцій (фінансових та нефінансових установ), які зумовлюють його розвиток у напрямку підвищення ефективності функціонування ринку цінних паперів, а також способи взаємодії цих інститутів та інституцій між собою.

Інституції формують інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів, а в сукупності з інститутами – інституційно-інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів. Таким чином, під інфраструктурним забезпеченням ринку цінних паперів ми розуміємо наявний інституція(я)льний каркас ринку цінних паперів, на якому нарастають «м'язи» торговельної діяльності з фінансовими активами, тоді як інституційне забезпечення – це віртуальний каркас, невидимі межі якого формують формальні правила та неформальні норми. Інституційне забезпечення можна дуже умовно порівняти із програмним забезпеченням функціонування комп'ютерних мереж, тоді як самі комунікаційні ланки та обладнання будуть виступати у ролі інфраструктури¹⁶⁹.

З огляду на вищевикладене в процесі дослідження ринку цінних паперів можна виділити два аспекти: інфраструктурний (інституція(я)льний) – побудову та функціонування різних інституцій та інституційний, який охоплює формальні правила та неформальні норми. З іншого боку інфраструктурний (інституція(я)льний) характеризує ринок цінних паперів за організаційним аспектом, а інституційний – за змістовним аспектом. Це дозволяє нам говорити про наявність *інституційно-інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів як сукупність фінансових та нефінансових інституцій, які надають фінансові послуги в процесі торгівлі фінансовими активами та діють у межах інституційного поля.*

¹⁶⁹ Максимчук М. В. Проблеми інституційного забезпечення інтелектуально-інноваційного розвитку регіону / М. В. Масимчук. – Львів: ІРД НАН України. – 2008. – С. 32-33; Максимчук М. В. Інституціалізація структурно-просторових змін економіки регіонів України: дис. на здобуття наук. ступеня докт. економ. наук зі спеціальності 08.00.05 – розвиток продуктивних сил і регіональна економіка / М. В. Максимчук; НАНУ ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М. І. Долішнього». – Львів, 2016. – С. 50.

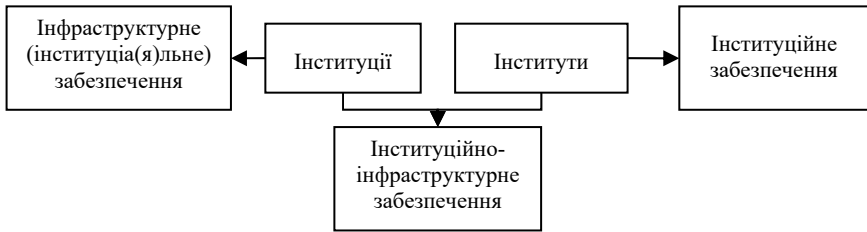


Рис. 2.5. Інституційно-інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Отже, інститути відіграють надзвичайно важливу роль у процесі побудови та розвитку інфраструктури ринку цінних паперів, оскільки дають можливість пов'язати усі елементи інфраструктури в єдиний ринок цінних паперів. Наявність інституційного забезпечення пов'язана з формуванням інституційної інфраструктури та виділенням інституційного фактора поряд з людським, природним, технічним, інформаційним тощо в системі факторів ринку цінних паперів. Сутність цього фактора пояснюється наявністю відносин «людина↔суспільство» – *інституційного капіталу*, який «соціалізує людину, визначає рівень її виховання та поведінку, норми та цінності, скеровує її в суспільно корисне русло»¹⁷⁰. Особливість інституційного капіталу ринку цінних паперів визначає його інституційну інфраструктуру, яка є системою підтримки статусу інституційних суб'єктів та залежно від масштабів ринку включає елементи, що забезпечують виконання інституційних вимог учасниками ринку цінних паперів; гарантують їм свободу дій у межах інституційного поля, збереження правил та норм; регулюють і контролюють їх дотримання усіма учасниками ринку та повне і своєчасне виконання контрактів контрагентами.

¹⁷⁰ Иншаков О. В. Факторы и функции человеческого бытия: обретение новой меры: Препринт # WR/ 2001/01./ О. В. Иншаков. – Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2001. – С. 37.

Таким чином, інститути виконують функції регулювання діяльності на ринку цінних паперів, підтримують оптимальний рівень його розвитку. В цьому полягає вплив усіх учасників на кожного зокрема учасника ринку цінних паперів з метою впорядкування його дій, регламентації та контролю за дотриманням правил, інакше індивідуальні фінансові інтереси, зазвичай суперечливі та опортуністичні, призвели б до хаосу в діяльності на ринку цінних паперів. Інституційну інфраструктуру формують установи, які забезпечують реалізацію інститутів, що створюються за згодою суб'єктів ринку цінних паперів. Функція інституційної інфраструктури передбачає забезпечення управління ринком цінних паперів, дій її учасників та включає установи, які здійснюють даний процес регулювання.

Спираючись на неоінституціональні теоретичні положення, інститути та інституції як елементи інституційного забезпечення інфраструктури ринку цінних паперів умовно можна поділити на основні, похідні та допоміжні (рис. 2.6).

Фундаментальна роль у системі інституційного забезпечення належить неформальним нормам, які в процесі еволюційного добробуту формують традиційну матрицю поведінки економічних суб'єктів та встановлюються стихійно, без жодного свідомого задуму, як побічний результат взаємодії багатьох людей, які дбають про власні інтереси. Неформальні норми забезпечують передачу стійких правил економічної поведінки учасників ринку з минулого в сучасність, «виникаючи як засіб координації стійких форм людської взаємодії ... є продовженням, розвитком та модифікацією формальних правил; соціально санкціонованими нормами поведінки; внутрішніми, обов'язковими для виконання, стандартами поведінки»¹⁷¹.

Роль неформальних норм виконують етика, моральні практики, психологічні особливості економічної поведінки, релігійні норми, традиції, економічна культура тощо.

¹⁷¹ Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д. Норт; [пер. с англ. А. Н. Нестеренко]. – М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. – С. 40.

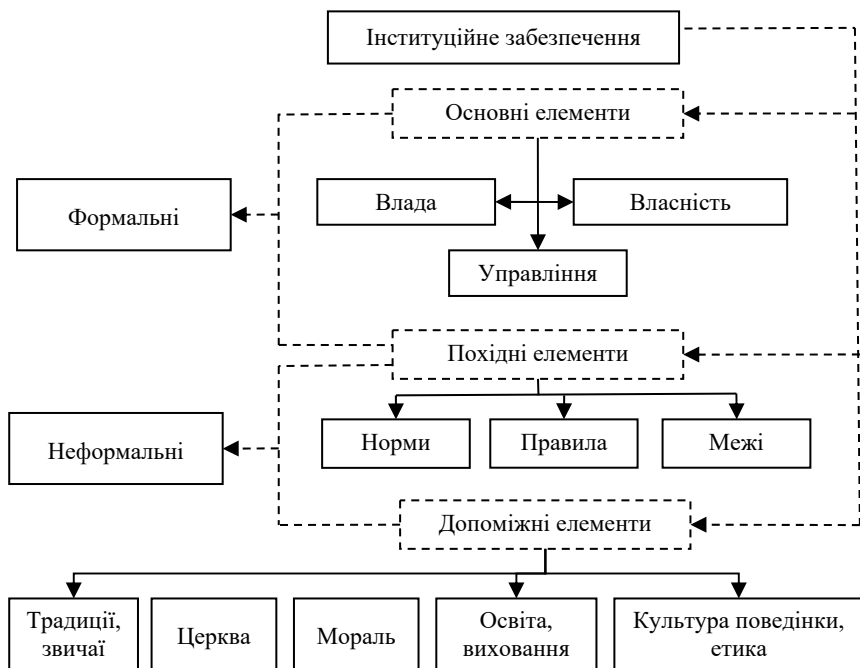


Рис. 2.6 Елементи інституційного забезпечення ринку цінних паперів

*Джерело: розроблено автором на основі*¹⁷²

Таким чином, основними інститутами є влада, власність та управління, а щодо інфраструктури ринку цінних паперів це означатиме дослідження впливу органів влади на цю сферу, проблематики забезпечення захисту приватної власності на ринку цінних паперів та аналізу системи управління не з боку влади, а з боку самоуправління на ринку цінних паперів. Інститути впливу на інфраструктурний розвиток ринку цінних паперів також можуть бути класифіковані традиційно виходячи з ознаки належності тієї чи іншої сфери людської діяльності, зокрема: економічні, соціальні, політичні, культурні тощо.

¹⁷² Максимчук М. В. Проблеми інституційного забезпечення інтелектуально-інноваційного розвитку регіону / М. В. Максимчук. – Львів: ІРД НАН України. – 2008. – 61 с.

Здійснення ефективного управління ринком цінних паперів, пошук шляхів розв'язання проблем його інституційного забезпечення залежить від якісних параметрів державного управлінського персоналу: рівня компетентності державних службовців, їх уміння приймати стратегічно важливі рішення. Інститут влади виступає важливим фактором функціонування ринку цінних паперів, оскільки управлінське забезпечення формується людьми, які є фактично представниками влади, та залежить від того, як інститут влади забезпечує реалізацію інтересів учасників ринку цінних паперів та самої влади, які методи вона при цьому використовує¹⁷³.

Актуальний в теорії елемент інституційної структури – приватна власність, зокрема на фінансові активи, функціонування та реалізація якої повинні бути певним чином організовані на ринку цінних паперів. Кожна земельна ділянка, кожна будівля, показані в документах, які підтверджують право власності, визначають місце цих активів у загальному процесі господарювання. Завдяки цьому активи живуть у двох паралельних світах – матеріальному та правовому, набувають можливості бути забезпеченням боргових зобов'язань, похідних цінних паперів, які можна переоформити й продати на вторинних ринках. Захід вдихає життя в свої активи та робить їх джерелом нового капіталу¹⁷⁴. Таким чином лише інституційнооформлена приватна власність обумовлює появу капіталу.

Серед інститутів часто згадують договори та контракти, між якими існує відмінність з точки зору інституційного механізму. Договір, маючи формальну та неформальну форми, містить відносини згоди суб'єктів господарювання щодо виконання певних

¹⁷³ Максимчук М. В. Інституціалізація структурно-просторових змін економіки регіонів України: дис. на здобуття наук. ступеня докт. економ. наук зі спеціальності 08.00.05 – розвиток продуктивних сил і регіональна економіка / М. В. Максимчук; НАНУ ДУ «Інститут регіональних досліджень імені М. І. Долишнього». – Львів, 2016. – С. 50.

¹⁷⁴ Эрнандо де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на западе и терпит поражение во всем остальном мире / Эрнандо де Сото; [пер. с англ.]. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. – С. 18.

вимог у процесі їх взаємодії, що дозволяє визначити його як інститут. Контракт є інструментом реалізації договірних відносин, оскільки він не підлягає коригуванню, вимагає беззастережного виконання, за порушення його умов передбачено санкції, таким чином він належить до елементів інституційної інфраструктури, забезпечуючи права та обов'язки сторін угоди і підтримуючи тим самим їх статус. Невиконання контракту суттєво впливає на розвиток інфраструктури ринку цінних паперів. Зокрема, висока вартість фінансових послуг та великий ризик невиконання зобов'язань призводять до сповільнення розвитку інституцій, які надають фінансові послуги, що веде до значного збільшення трансакційних витрат. Проте такий сценарій не характерний за умов, коли сторонам вигідно дотримуватися контракту, а саме коли вигоди від виконання контракту перевищують витрати при недотриманні договірних умов.

Безумовно, рівень розвитку інституційної інфраструктури визначає культуру фінансової поведінки учасників ринку цінних паперів. В Україні, на жаль, норми контрактної етики не стали загальним імперативом торговельної діяльності. Тому значні трансакційні витрати, відсутність надійних інститутів, здатних захистити права суб'єктів ринку цінних паперів, перешкоджають подальшому розвитку ринку цінних паперів, що негативно впливає на розвиток усіх елементів його інфраструктури. На жаль, вітчизняна наука про ринок цінних паперів досі не має системного уявлення про його інститути, ознаки їх організації та функціонування: які з них є необхідними, які трансформуються чи ліквідуються. Зазвичай створені інститути деформуються ще на початку їх формування та суперечать один одному. Більш проблемна ситуація характерна для інституційної інфраструктури ринку цінних паперів, через те що її структурні елементи виникають як реакція на потреби основної структури ринку цінних паперів. Ефективність функціонування структурних інститутів залежить від кількості та адекватності реальних чи формування нових елементів інституційної інфраструктури ринку цінних паперів. Якщо ж вони не здатні забезпечити ефективну дію інституційної струк-

тури, що проявляється в розвитку ринку цінних паперів загалом, то потребують подальшого удосконалення в процесі модернізації, трансформації та реструктуризації.

Вищенаведене ще раз доводить, що положення теорії інституціоналізму необхідно використовувати для аналізу функціонування та інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів, торговельна діяльність якого значною мірою залежить від функціонування системи формальних правил та неформальних норм.

Актуальність дослідження інституційної інфраструктури ринку цінних паперів обумовлена розвитком світової економіки та сучасної економічної науки. Перша пов'язана з посиленням соціалізації економіки, поглибленням її соціальної складової, розвитком «полісуб'єктності» економічних відносин; друга полягає в значній активізації інституціоналізму останніми роками в західних країнах та появі проблем, пов'язаних із застосуванням положень та рекомендацій неокласичної теорії в процесі ринкових перетворень.

Таким чином поглиблюються дослідження проблематики чинного інституційного поля, виходячи далеко за межі математичного аналізу ринку цінних паперів, що заведено вважати першим імпульсом наукових досліджень у даному напрямі. До певного періоду часу спостерігався певний перегин у бік підвищення уваги до дослідження показників динаміки ринку цінних паперів, проте ситуація поступово вирівнюється й останні дослідження проводяться саме в руслі вивчення його інституційного забезпечення. При цьому виникає ряд запитань, зокрема: чи не намагаємось ми вкотре відшукати новий «філософський камінь», за допомогою якого передбачається розв'язати проблему адекватного наукового дослідження дійсності на ринку цінних паперів? Схоже, такі спроби можливі як нині, так і в майбутньому. Тим часом наша позиція полягає в тому, що ми не можемо не визнати: дослідження інститутів на ринку цінних паперів, які формують певне інституційне поле, в межах якого діють суб'єкти ринку, дозволяє пізнати сукупність реальних проблем, і не лише пізнати їх, а

й розкрити реальні причини неефективності трансформаційних процесів на ринку цінних паперів загалом.

Інституційні зміни є характерною ознакою ринкових трансформацій у країнах пострадянського табору. Рівень їх обґрунтованості та логічної впорядкованості визначає швидкість соціально-економічного розвитку, тому що саме інститути генерують увесь спектр організаційних, економічних та правових інновацій, проникаючи в усі сфери відтворювального процесу в період загальних системних перетворень. Окрім цього, активізація процесів глобалізації в сучасних умовах вимагає формування досконалого інституційного забезпечення ринку цінних паперів, який здатен забезпечити фінансову безпеку та економічну самодостатність країни і не допустити стратегічних помилок у реалізації пріоритетів інтернаціоналізації економічних відносин.

Процес формування вітчизняного ринку цінних паперів супроводжувався руйнуванням механізму регулювання відносин суб'єктів ринку в результаті послаблення державного втручання та виникнення ринкових форм і методів координації дій суб'єктів ринкових відносин; послабленням колективної солідарності, посиленням індивідуалізму і дій, спрямованих на досягнення індивідуальних фінансових вигод; децентралізацією прийняття фінансових рішень; загостренням соціальних проблем. За таких умов функцію законодавчого оформлення «правил гри», узгодження інтересів суб'єктів ринку цінних паперів, далеких від колективної солідарності, повинні виконувати ринкові та соціальні інститути. Вони встановлюють правила і норми поведінки, впорядковують відносини між учасниками ринку цінних паперів як по горизонталі, так і по вертикалі, забезпечуючи певну послідовність, прогнозованість та урегульованість ринкових відносин.

У зв'язку з поглибленням ринкових трансформацій та регулярними перекосами в реалізації пріоритетів розвитку ринку цінних паперів виникає потреба в подальшому проведенні інституційних змін, які прямо чи опосередковано стосуються діяльності на ринку. Наявне інституційно-інфраструктурне забезпечення ринку гальмує позитивні зрушення у фінансовому секторі економіки та

посилює деформаційні тенденції у структурі нагромадження та інвестування. Наразі інститути не виконують своєї основної функції, а саме не забезпечують справедливих правил гри між основними суб'єктами ринку цінних паперів, не послаблюють численних антагонізмів, викликаних майновим розшаруванням та розбалансованістю фінансової системи. Окрім цього, чинне інституційне поле не сприяє формуванню нової моделі економічних відносин на ринку, що базувалася б на принципах інноваційності та демократизму¹⁷⁵. Цей чинник значною мірою перешкоджає інтеграції вітчизняного ринку цінних паперів у світовий фінансовий простір.

Відсутність дієвого інституційно-інфраструктурного забезпечення не дозволяє ринку цінних паперів реалізувати власний потенціал через інерцію поведінки економічних суб'єктів, їх дій на основі індивідуальних фінансових цілей, а також через консерватизм економічного мислення. Усе вищезазначене перешкоджає ефективному розвитку ринку цінних паперів в Україні, знижує ефективність ринкового лібералізму, підвищує рівень ризику при проведенні операцій з фінансовими активами та збільшує сукупні витрати на фінансові послуги.

¹⁷⁵ Заскалкіна О. М. Державне регулювання інституціональних перетворень в аграрному секторі економіки України [Електронний ресурс] / О. М. Заскалкіна // Теорія та практика державного управління. – 2016. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.kbuapa.kharkov.ua/e-book/tpdu/2016-1/doc/2/08.pdf>.

Розділ 3

ІНСТИТУЦІЙНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ ТА ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ЙОГО ФУНКЦІОНУВАННЯ

3.1. Інституційне поле ринку цінних паперів та його роль в організації торгівлі фінансовими активами

Дослідження економічних явищ повинно базуватись на відповідному методологічному інструментарії. Нераціональне використання методів та способів обумовлює наявність аномалій у результатах проведених досліджень. Системне дослідження розвитку ринку цінних паперів, моніторинг його сучасного стану, планування та прогнозування його майбутнього є основою формування ефективної моделі ринку цінних паперів.

Протягом останніх десятиріч методологією дослідження ринку цінних паперів були неокласична теорія економіки добробуту та посткейсіанські напрями, основні постулати яких полягали в існуванні чітких уявлень про технології та переваги економічних суб'єктів ринку. Смаки індивідів розглядались ними як тотожні, інколи й ідентичні, а структура ринку відповідала стану досконалої конкуренції¹⁷⁶. Значна увага зосереджувалась ними на дослідженнях проблем макроекономічної та фінансової нестабільності, хоча, враховуючи лише їхні твердження, «важко пояснити, чому при однакових цілях підвищення ефективності використання ресурсів, забезпечення стабільності та економічного зростання, використання приблизно однакових інструментів країни досягають різних результатів. Аналізуючи розвиток країн постсоціалістичного простору протягом останніх років, складно пояснити їх досягнення лише з позицій неокласики»¹⁷⁷, тоді як механічне перенесення на вітчизняні реалії теорії неокласики не може цілісно та ґрунтовно пояснити явища ринку цінних паперів, а фундамен-

¹⁷⁶ Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: «ДКС Центр», 2013. – С. 87.

¹⁷⁷ Там само.

тальні економічні теорії, які протягом багатьох десятиліть є орієнтирами для економічних та фінансових систем, не формують відповідного понятійно-категоріального апарату, а також інструментів для розуміння логіки розвитку кризових подій¹⁷⁸.

Починаючи із середини XIX ст. увага дослідників зосереджується на ролі та місці поведінки учасників ринку, формальних правил та неформальних норм тощо. Актуалізується проблема недосконалості методологічного інструментарію для досягнення збалансованості на ринку цінних паперів та необхідності синтезу надбань не лише економічних теорій, а й соціології, психології, філософії. Дослідження ринку цінних паперів вимагає не лише систематизації напрацювань у певній галузі дослідження, а й наявності відповідного теоретико-методологічного базису, покликаного дати відповіді на питання, яким чином здійснюється побудова та функціонування ринку цінних паперів, які фактори на нього впливають, чи можна оптимізувати вплив цих факторів, спрогнозувати тенденції його розвитку тощо. Постійні трансформації на ринку цінних паперів є локомотивом пошуку новітніх теоретико-методологічних підходів у процесі його дослідження¹⁷⁹.

Інституційна теорія виникла на межі XIX–XX ст. на основі критичної оцінки принципів класичної та неокласичної теорії ринкової економіки в США, «в період між двома світовими війнами інституціоналізм став основною школою американської економічної думки та поступився місцем неокласичному формалізму лише з тієї причини, що знехтував завданням формування власної основоположної теорії»¹⁸⁰. Що ж стало історичною передумовою виникнення інституціоналізму? По-перше, це неспроможність неокласичного підходу, основні теорії якого ґрунтувались

¹⁷⁸ Єфименко Т. І. Актуальні проблеми трансформації економічних теорій в умовах глобальних змін / Т. І. Єфименко // Фінанси України. – 2013. – №5. – С. 7–18.

¹⁷⁹ Мацук З. А. Інституціоналізм в теорії ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: зб. матер. XII Міжн. наук.-практ. конференції, 27–28 жовтня 2016 р. / Київський національний університет імені Тараса Шевченка – Київ. 2016. – С. 169–171.

¹⁸⁰ Ходжсон Дж. Экономическая теория и институты: Манифест современной институциональной экономической теории / Дж. Ходжсон; [пер. с англ.]. – М.: Дело, 2003. – С. 52–53.

на абстрактних ідеальних теоретичних моделях. Універсальний підхід до економіки абстрагував увагу неокласиків від реального ринку та економіки, «скеровував їх на дослідження нерівноваги, суспільної основи економіки та економічного мальтузіанства»¹⁸¹. По-друге, інституціональний підхід ніколи не був виключно економічний, як підхід неокласиків, оскільки інституціоналісти розглядали економіку як інтегровану сферу знань, де є місце і юриспруденції, і технологіям. По-третє, в процесі дослідження та регулювання економіки виникла необхідність враховувати емпіричні чинники, такі як історична визначеність, національні особливості, традиції тощо. Особливістю даного напрямку було те, що вчені застосовували категорію та методологію інших соціальних наук і стверджували, що економічна система піддається впливу національно-історичних, соціокультурних, державно-правових, науково-технічних, соціально-психологічних, морально-культурних, міжнародних та глобальних факторів. Таким чином, у 1918–1919 рр. вперше на сторінках журналу «American Economic Review»¹⁸² було введено поняття «інституціоналізм» та розгорнуто дискусію про інституційні підходи до економічної теорії, що стало поштовхом до використання поняття «інститут» (табл. Д.1, Додаток Д) як аналітичного інструменту досліджень.

Відповідь на питання, чому саме інституціональна теорія та інститути ринку цінних паперів можуть слугувати платформою формування сталих засад його розвитку, полягає в наступному. Інституціоналізм як міждисциплінарне вчення поєднує маржинальні розробки неокласиків, кейнсіанства, соціології, психології, біхевіоризму. Інституціоналізм – це не лише теорія ринків, а й аналіз не завжди раціональної людської поведінки на ринку. Таким чином, інститути враховують й вплив неекономічних чинників на розвиток ринку цінних паперів. Інституціоналізм використовує твердження про обмеження рамок діяльності індивідів та організацій. У зв'язку з цим використання настанов інституціо-

¹⁸¹ Жамс Э. История экономической мысли XX века. – М.: Планета, 1959. – С. 86.

¹⁸² Hamilton W. H. The Institutional Approach to Economic Theory / Walton H. Hamilton // American Economic Review. – 1919. – Vol. 9. – №1. – P. 309-318.

нальної теорії може стати основою при розробці заходів щодо стримування надмірної спекуляції та запобігання шахрайствам на фінансових ринках¹⁸³, а питання необхідності дослідження інституційних аспектів фінансової інфраструктури України, порушені у праці В. Федосова, В. Опаріна, С. Льовочкіна¹⁸⁴, свідчать про актуальність методологічних змін у теорії фінансів із подальшим врахуванням інституційних факторів¹⁸⁵.

З метою проведення ґрунтовного дослідження інституційних підвалин ринку цінних паперів пропонуємо використовувати поняття «*інституційне поле ринку цінних паперів*», під яким розуміємо систему інститутів (*інституційне середовище*), а також інституцій (*інфраструктурне забезпечення*), які є складовими інституційного поля ринку цінних паперів, формують умови й напрями торгівлі фінансовими активами, основою яких є контрактні відносини й права власності.

У широкому розумінні інституційне поле – це безліч взаємодій між учасниками трансакцій; у вузькому розумінні воно виступає швидше як *сукупність інститутів (інституційне середовище)*, які *структурують діяльність учасників ринку цінних паперів (інфраструктурне забезпечення) як між собою, так і з зовнішнім середовищем*. Мусимо констатувати, що економічна теорія стосувалася інституційного поля лише фрагментарно, ґрунтуючись на положенні, що в ньому відбувається розгортання виробничих відносин. Тому не дивно, що основні результати в інституціональній теорії були досягнуті швидше соціологами, аніж економістами.

Вихідним для розуміння суті *інституційного середовища* ринку цінних паперів є відношення інституційної згоди – домовле-

¹⁸³ Корнєєв В. В. Передумови інституціоналізації фінансового ринку: інституційна архітектоніка та механізми економічного розвитку: Матеріали наукового симпозіуму. – Х.: ХНУ, 2005. – С. 185.

¹⁸⁴ Федосов В. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. Федосов, В. Опарін, С. Льовочкін // Фінанси України. – 2008. – №12. – С. 3-22.

¹⁸⁵ Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: «ДКС Центр», 2013. – С. 88.

ності між його учасниками та їх групами, які відповідно до термінології, запропонованої Д. Нортон та Л. Девісом, визначають способи кооперації та конкуренції. За таких умов звичай та звички лише тоді об'єднуюватимуть учасників ринку цінних паперів, якщо їх підтримають, визнають більшість із них, тобто якщо їхнє використання погоджене між певною кількістю суб'єктів даних відносин. Прикладами інституційних згод виступають перш за все контракти – добровільно встановлені економічними агентами правила обміну прав власності, правила функціонування ринку цінних паперів, правила взаємодій економічних агентів, а також інші структуровані форми інституційних згод. Інституційне середовище ринку цінних паперів – це сукупність базових соціальних, політичних, юридичних та економічних правил, які визначають межі поведінки його учасників¹⁸⁶ (рис. 3.1). Інститути структурують взаємодії учасників ринку цінних паперів та дозволяють економічним агентам мінімізувати витрати й втрати взаємодій. Таке завдання мінімізації актуалізується в зв'язку з тим, що учасники ринку цінних паперів як економічні агенти не є абсолютно раціональними агентами, що робить інститути ще більш важливими та необхідними в будь-яких економічних взаємодіях.

Зупинимось докладніше на обмеженій раціональності. Г. Саймон звертає увагу на існування витрат обробки й прийняття рішень, стверджуючи, що економічні агенти обмежені в своїх можливостях як визначати цілі, так і прораховувати довгострокові наслідки тих рішень, які вони приймають¹⁸⁷. Це пов'язано перш за все із тим, що кожен учасник володіє обмеженими розумовими здібностями, він не може обробити всю інформацію миттєво, без витрат і прийняти оптимальне рішення. По-друге, ринок цінних паперів генерує значну кількість інформації, яка змінюється так швидко, що її неможливо обробити повністю.

¹⁸⁶ Інституційна економіка: нова інституціональна економічна теорія: підручник / за заг. ред. д.е.н., проф. А. А. Аузана. – 2-е вид. М.: ИНФРА-М, 2011. – С. 38.

¹⁸⁷ Саймон, Герберт А. Адміністративна поведінка: Дослідження процесів прийняття рішень в організаціях, що виконують адміністративні функції: [пер. с англ.] / Герберт А. Саймон; за заг. кер. Руслан Ткачук. – Вид. перероб. і доп. числен. заув. авт. – Київ: АртЕк, 2001. – 392 с.

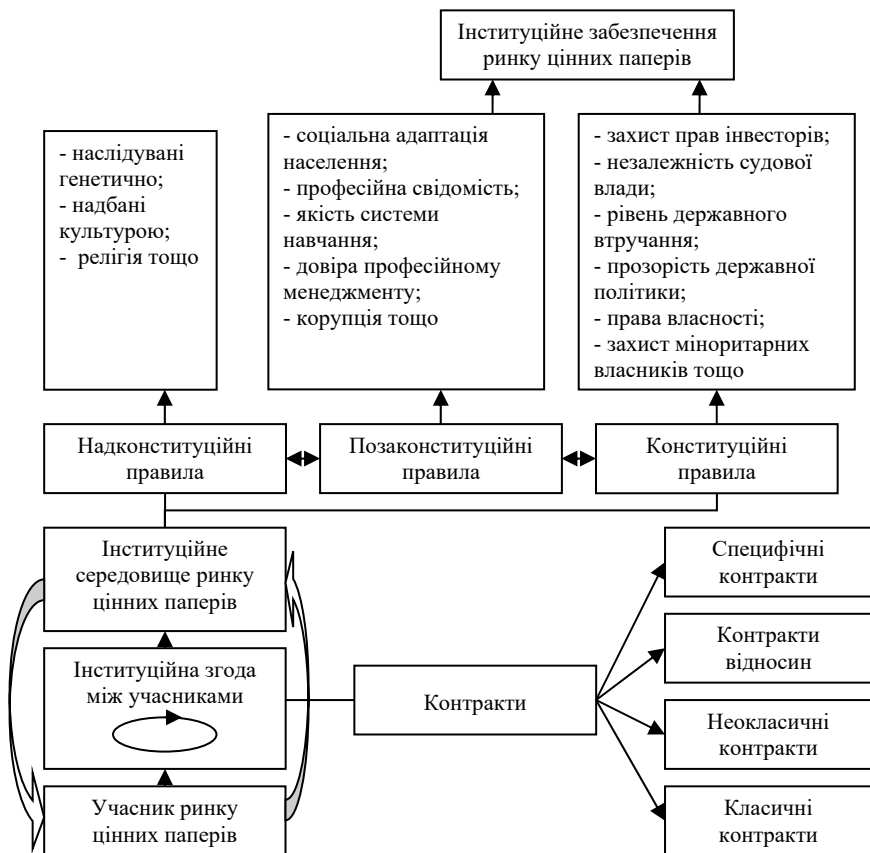


Рис. 3.1. Складові інституційного середовища ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором на основі¹⁸⁸ та трирівневої схеми аналізу О. Вільямсона

Це означає, що учасники ринку цінних паперів, обробляючи інформацію, відмовляються від її частини, мінімізуючи інформаційне поле, в рамках якого вони приймають рішення. На думку

¹⁸⁸ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 194.

Саймона, принцип оптимізації, коли економічний агент аналізує усю наявну на ринку цінних паперів інформацію і на підставі цього приймає рішення, максимізуючи функцію корисності, на практиці замінюється принципом задоволення. Тобто він не намагається повністю оптимізувати функцію корисності, а фіксує певний рівень цієї корисності, якого йому необхідно досягнути, і при досягненні цього рівня перестає надалі оптимізовувати власну поведінку¹⁸⁹. Це означає, що в реальній поведінці кожного з учасників ринку цінних паперів формуються так звані поведінкові рутини, стійкі стереотипи поведінки, на які учасники ринку цінних паперів орієнтуються.

Чим важливі рутини для обмежено раціонального учасника ринку цінних паперів? Перш за все, рутини дозволяють економити на втратах прийняття рішень. Якщо рішення обирається на основі минулого досвіду, виникає можливість використовувати те наявне знання, яке акумулювалось за попередні періоди взаємодії. Це наявне знання не кодифіковане, його неможливо викласти на папері чи передати іншому учаснику ринку, оскільки воно зафіксоване в їх рутиних, в їх поведінці, а у випадку з інститутами – в рутині, які формують частину корпоративної культури.

Окрім економії на втратах прийняття рішень, рутини виступають для учасників ринку цінних паперів і елементом страхування. Учасники ринку цінних паперів оточені високим рівнем невизначеності, їм складно прийняти рішення, швидко аналізувати весь наявний на ринку масив інформації, тому вони використовують рутину, наявні стереотипи поведінки для того, щоб одержати гарантований рівень корисності. Окрім цього, рутини дозволяють їм формувати взаємне очікування. Якщо поведінка на ринку цінних паперів передбачувана, якщо інші учасники поведуться з орієнтацією на рутини, це означає, що усім суб'єктам ринку цінних паперів легше координувати між собою соціальні та економічні відносини. Рутини є важливим елементом соціальних взаємодій, на підставі рутин формуються ті правила, які

¹⁸⁹ Там само.

структурують взаємодії на ринку цінних паперів, а потім, «оброс-
таючи» механізмом примусу, стають інститутами (рис. 3.2).

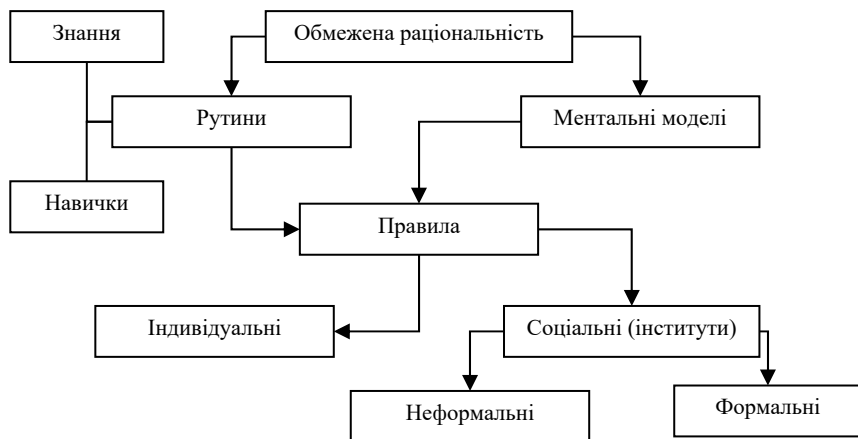


Рис. 3.2. Обмежена раціональність, рутини, інститути

Джерело: розроблено автором

Класичне визначення інституту пов'язують з ім'ям У. Гамільтона, який стверджував, що інститути формують межі та форми людської діяльності та функціонують у формі певних відносин¹⁹⁰. Якщо вважати, що інститут – це стереотип думки, то його можна було б віднести до феноменів культури, проте в інституті органічно поєднуються не лише правила, нав'язані ззовні, але й результат переосмислення цих правил індивідами. Саме тому інститути можуть виступати інструментом аналізу економічних процесів у суспільстві¹⁹¹.

Інститут – це правило чи сукупність правил із внутрішнім механізмом примусу індивідів до їх виконання. «Інститути – це «правила гри» в суспільстві, чи, формально кажучи, створені лю-

¹⁹⁰ Hamilton W. Institution / W. Hamilton // Encyclopedia of the Social Sciences. – 1932. – Vol. 73. – №4. – P. 565.

¹⁹¹ Паєнко Т. В. Інституціоналізація фінансового регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С. 69.

диною обмежувальні рамки, які організовують взаємодію між людьми»¹⁹², це «правила, механізми, що забезпечують їх виконання, і норми поведінки, які структурують повторювальні взаємодії між людьми»¹⁹³, «формальні правила, неформальні обмеження та способи забезпечення дії обмежень»¹⁹⁴, чи «вигадані людьми обмеження, які структурують взаємодії людей: формальні обмеження (правила, закони, конституції), неформальні обмеження (соціальні норми, умовності та прийнятні кодекси поведінки) та механізми примусу до їх виконання. В сукупності вони визначають структуру стимулів у суспільствах та їх економіках»¹⁹⁵.

На практиці можна використовувати будь-яке з даних визначень, якщо чітко розуміти, що механізм примусу до виконання «базового» правила в межах інституту – це зовнішній механізм, сформований людьми для даної мети.

Досліджуючи інститути ринку цінних паперів, слід відштовхуватись від того, що інститут – це мовний символ, який встановлює межі можливого в діяльності економічних агентів у процесі торгівлі фінансовими активами та характеризується наступними ознаками:

- 1) інститут як результат суспільного визнання. Без суспільного визнання будь-який законодавчо закріплений інститут не буде виконувати покладених на нього функцій¹⁹⁶;
- 2) необхідність законодавчого закріплення інституту, що забезпечує легітимність його функціонування;
- 3) інститути ринку цінних паперів – це і правила, встановлені ззовні, і результати освоєння цих правил економічними суб'єктами,

¹⁹² Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Пер. с англ. А. Н. Нестеренко; предисл. и науч. ред. Б. З. Мильнера. – М.: Фонд экономической книги. – М.: Начала, 1997. – С. 17.

¹⁹³ Норт Д. Институты и экономический рост: историческое введение // THESIS. – 1993. – Т. I. – Вып. 2. – С. 73.

¹⁹⁴ Норт Д. Институты, идеология и эффективность экономики // От плана к рынку. Будущее посткоммунистических республик / под. ред. Л. И. Пияшевой, Дж. А. Дорна. – М.: Gataallaxy, 1993. – С. 307.

¹⁹⁵ North D. C. Epilogue: economic performance through time. – In: Alston L. J., Ezzertsson T. and North D.C. (eds.). Empirical Studies in Institutional Change. Cambridge: Cambridge University Press, 1996. – С. 344.

¹⁹⁶ Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фінансового регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С. 105.

тому незалежно від природи інститутів в реальності вони виступають у формі правових норм, неформальних правил та моральних стереотипів¹⁹⁷.

На ринку цінних паперів інститути виконують щонайменше дві функції: координаційну та розподільчу¹⁹⁸. Координаційна функція інститутів полягає в тому, що знання відповідного правила дозволяють учасникам ринку здійснювати взаємовигідні дії, а також дії без спротиву з боку інших учасників ринку чи дії, супроводжувані санкціями з боку гарантів правил¹⁹⁹. Учасники торгівлі фінансовими активами, діючи відповідно до правил, не витрачають ресурси на вивчення та прогнозування поведінки своїх контрагентів. Переміщення витрат та вигод від одних економічних агентів до інших здійснюється внаслідок порушення правила. Тому практично з кожним інститутом пов'язані економічні інтереси різних учасників торгівлі фінансовими активами: одні зацікавлені в продовжуванні його функціонування, оскільки одержують внаслідок цього вигоди, інші – в його трансформації, оскільки його функціонування пов'язане для них із витратами. І це абсолютно вірно, оскільки усі правила мають розподільчі наслідки. В результаті будь-якого правила витрати одних учасників ринку цінних паперів стають доходами інших – лише тому, що таке правило. Тому в жодній країні світу немає оптимальної системи правил. Кожна з даних функцій інститутів є наслідком його обмежувального характеру: будь-яке правило обмежує численні можливі напрями використання ресурсів, зменшуючи цим самим потенціал поведінки учасників ринку цінних паперів.

Чи означає це, що інститути, маючи обмежувальну дію, не є корисними для ринку цінних паперів? Ні, не означає, оскільки зменшення безлічі можливостей зменшує невизначеність. Обме-

¹⁹⁷ Там само. – С. 106.

¹⁹⁸ Інституційна економіка: нова інституціональна економічна теорія: підручник / за заг. ред. д.е.н., проф. А. А. Аузана. – 2-е вид. М.: ИНФРА-М, 2011. – С. 37.

¹⁹⁹ Мацук З. А. Інститути та їх роль в організації торгівлі фінансовими активами /З. А. Мацук // Теорія та практика стратегічного управління розвитком галузевих і регіональних суспільних систем (Івано-Франківськ, 11-12 жовтня 2017 року): Матеріали VI Міжнародної науково-практичної конференції, м. Івано-Франківськ, 2017. – С. 241-244.

ження є корисними доти, доки вигоди від зменшення невизначеності перевищують витрати від зменшення різновидів варіантів використання ресурсів²⁰⁰. Як тільки різниця між вигодами та витратами стає від'ємною, інститути стають гальмом розвитку.

Д. Норт, визначаючи головну роль, яку інститути відіграють у суспільстві, підкреслював, що вона «полягає в зменшенні невизначеності»²⁰¹, з якою стикаються учасники ринку цінних паперів, «шляхом встановлення стійкої структури взаємодії між людьми»²⁰². Проте дана структура, на жаль, не обов'язково є ефективною. Якщо говорити про функції інститутів загалом, то вони спрямовані на мінімізацію витрат в процесі здійснення угод. Відповідні витрати далі будемо називати «трансакційними витратами». Інститути роблять це шляхом формування меж поведінки, які приймаються більшістю учасників ринку цінних паперів. Інститути розв'язують і проблеми координації, і проблеми кооперації, і проблеми розподілу:

1) забезпечують передбачуваність та стабільність взаємодії між учасниками ринку цінних паперів. Передбачуваність результатів дій і реакції, соціальної реакції на дії, стійкість економічних взаємодій і можливість оцінки потенційних витрат і результатів дій формуються шляхом сукупності інститутів;

2) дозволяють мінімізувати витрати на забезпечення угод. Це дозволяє мінімізувати зусилля в процесі пошуку контрагентів, забезпечити виконання тих зобов'язань, які учасники ринку цінних паперів беруть на себе в тих чи інших взаємодіях;

3) передача знань. В межах різних інститутів учасники торгівлі фінансовими активами освоюють нові правила, і це особливо важливо в тих випадках, коли правила не є кодифікованими і можуть бути передані тільки в межах соціальних взаємодій.

Інститут як системне утворення має власну структуру. Д. Норт виділяє у складі інституту наступні складові: неформальні обме-

²⁰⁰ Там само. – С. 39-40.

²⁰¹ North D. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance* / North D. – New York: Cambridge University Press, 1990. – 179 p.

²⁰² Там само.

ження (традиції, звичаї тощо); формальні правила (конституції, закони, нормативно-правові акти) та механізми примусу, котрі забезпечують дотримання даних правил²⁰³. Функціонування інститутів супроводжує усі етапи розвитку ринку цінних паперів. Їх мета – за неможливості досягнення його стійкої рівноваги забезпечити стійкий розвиток ринку цінних паперів та захистити його від потрясінь.

Що ми маємо на увазі, розмежовуючи між собою інститути формальні та інститути неформальні? У випадку *формальних інститутів* ми маємо справу не лише з *кодифікованими правилами*, а й із *санкціями*, які дуже часто носять *організований характер*. Коли ж ми говоримо про *неформальні інститути*, то розуміємо, що йдеться про інститути, в яких *правило не кодифіковане* і в більшості випадків не може бути кодифікованим. Воно передається в межах соціальної групи, в межах суспільства і усно в межах взаємодії індивідів один з одним. Таким чином, економічні агенти дізнаються про ці правила не із сукупності законів, не із зафіксованих на папері норм або інструкцій, а в межах взаємодії. І санкції за порушення правил, які лежать в основі неформальних інститутів, не мають організованого характеру, здійснюються між учасниками ринку цінних паперів дуже часто коштом репутаційних механізмів або коштом дії тих індивідів, з якими в даному випадку взаємодіє учасник ринку цінних паперів. Дані аспекти формують фундаментальні норми інституту торгівлі фінансовими активами (табл. 3.1).

Наявність базових характеристик інституту ринку цінних паперів обумовлена систематизацією його інституційних норм. Відтак ринок цінних паперів і торгівля фінансовими активами є інституційними утвореннями, яким властиві як первинні ознаки інституту, так і специфічні ознаки, що проявляються через ціннісні та когнітивні норми²⁰⁴. Виходячи з цього легше дослідити по-

²⁰³ Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С. 77.

²⁰⁴ Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С. 127.

ведінку економічних агентів на ринку цінних паперів, що зазвичай пояснюється відсутністю фінансової культури, ментальністю нації та торговельними традиціями. Серед інших причин називають природне бажання економічного агента максимально реалізувати власні фінансові інтереси в процесі торгівлі фінансовими активами.

Таблиця 3.1

Норми інституту ринку цінних паперів

Норми	Рівні визначення змісту норм		
	Теоретико-методологічний	Практичний	Морально-етичний
Базові	Чинна програма розвитку фінансового сектору	Нормативно-правова база торгівлі фінансовими активами	Загальний рівень освіти, моральних цінностей та культури в суспільстві
Додаткові	Рівень розвитку інституту держави	Виконання державою своїх функцій	Межі правового регулювання діяльності на ринку цінних паперів
Підтримувальні	Чинний механізм моніторингу діяльності на ринку цінних паперів	Законодавчо встановлена система покарань за правопорушення на ринку цінних паперів	Наявність неформальних відносин, що виходять за межі правового поля ринку цінних паперів
Ціннісні	Фундаментальні принципи торгівлі фінансовими активами	Досягнення оптимальних меж правового регламентування діяльності на ринку цінних паперів	Рівень відповідальності економічних агентів
Когнітивні	Правове поле ринку цінних паперів	Рівень дотримання норм права	Торговельні традиції на ринку цінних паперів
Етичні	Неформальні норми ринку цінних паперів	Рівень дотримання кодексу етики	Принципи християнської етики та моралі

*Джерело: складено автором на основі*²⁰⁵

²⁰⁵ Пасентко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Пасентко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С. 127; Клейнер Г. Б. Особенности процессов формирования и эволюции социально-экономических институтов в России / Г. Б. Клейнер. – М.: ЦЭМИ РАН, 2001. – 65 с.

Формальні, неформальні правила, формальні, неформальні інститути в різних випадках можуть взаємодіяти по-різному (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Типи відносин між формальними та неформальними інститутами²⁰⁶

Типи відносин	Зміст відносин
відносини доповнення	неформальні практики доповнюють формальні правила в не врегульованій ними області дій
відносини відповідності	формальні правила адекватно підтверджені неформальними практиками і втілені в соціально схвалених стереотипах поведінки
відносини посилення	неформальні правила більш жорсткі, ніж формальні
відносини заміщення	неформальні норми є реально діючими, заміщаючи формальні
відносини протиріччя	законна норма і неформальна практика, що суперечить їй, співіснують, паралельно застосовуючись, часто кожна з них має свій ареал дії

Неформальні правила часто можуть доповнювати правила формальні, діючи в тих випадках, де формальні правила просто відсутні й ніяким чином не регламентують поведінку учасників ринку цінних паперів. Неформальні правила можуть діяти і в тому сегменті, де існують формальні правила, доповнюючи їх. Якщо неформальні правила доповнюють формальні, вони тільки посилюють їх дію. Це означає, що на економічного агента, який або дотримується цих правил, або намагається ухилитися від них, діє як сукупність формальних обмежень, так і сукупність неформальних інформаційних обмежень.

Проте можлива й зворотна ситуація, коли неформальні правила вступають у конфлікт з правилами формальними, коли формальні правила наказують учаснику ринку цінних паперів діяти од-

²⁰⁶ Податкова політика: теорія, методологія, інструментарій: навчальний посібник / за ред. д-ра екон. наук, проф. Іванова Ю. Б., д-ра екон. наук, проф. Майбурова І. А. – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2010. – С. 63.

ним чином, а неформальні правила, навпаки, наказують зворотні дії. В такому випадку виникає конфлікт, і в межах таких випадків часто виникає девіантна поведінка.

Загалом інститути ринку цінних паперів обумовлюють специфічне групування формальних правил та неформальних норм, природно-соціальних та обов'язкових елементів. Дослідивши основні інститути ринку цінних паперів, детальніше акцентуємо увагу на їх основних інституційних межах, беручи за основу дослідження Д. Ходжсона²⁰⁷ (рис. 3.3).

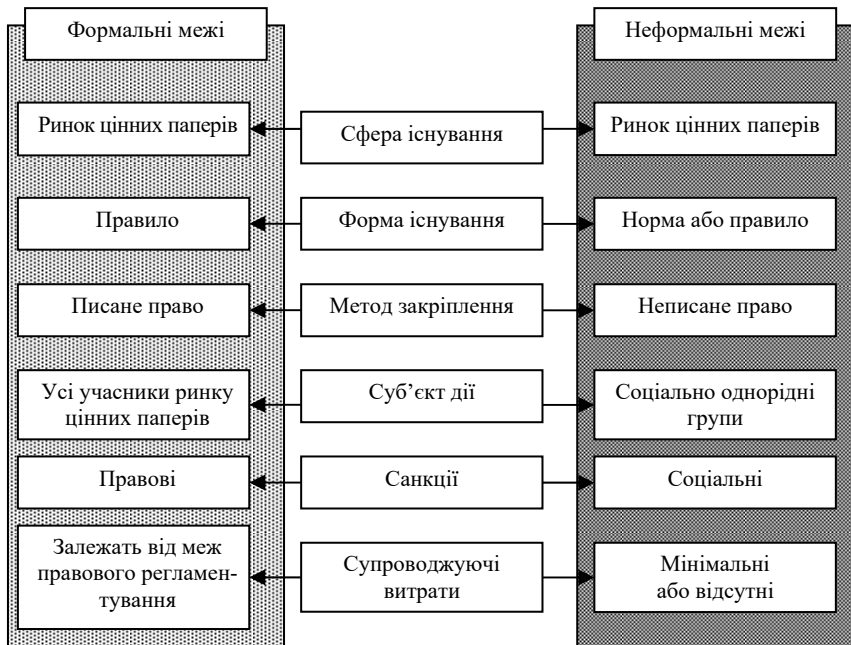


Рис. 3.3. Інституційні межі інститутів ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором на основі²⁰⁸

²⁰⁷ Ходжсон Дж. Какова суть институциональной экономической теории? / Дж. Ходжсон. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.institutional.boom.ru/history_metod/Hodgson

²⁰⁸ Паєнко Т. В. Інституціоналізація фінансового регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С. 106.

Отже, інститути ринку цінних паперів є основою торгівлі фінансовими активами, обумовлюють існування специфічних фінансових відносин, обмежених формальними правилами та неформальними нормами. Інститути є тими елементами, які визначають вектор подальшого розвитку ринку цінних паперів, оскільки формують характер відносин між учасниками ринку цінних паперів та дозволяють їм реалізувати свої фінансові інтереси та функції.

Дієвість та ефективність інститутів ринку цінних паперів реалізується через систему принципів:

1) принцип компліментарності: інститути існують у середовищі інших, тому очікуваний ефект досягається лише через взаємопов'язані інституційні зміни;

2) принцип неоднорідності: інститут – це єдина сукупність правил поведінки, що регулюють дії учасників; це правила контролю, які регламентують механізми підтримки правил та стимули їх виконання;

3) врахування рівнів інституційних систем, основними серед яких є визнані рівні формальних та неформальних правил, культурних традицій та цінностей²⁰⁹.

Інститути на ринку цінних паперів України сприяють процесу забезпечення його ефективного функціонування в конкретних економічних умовах та потребують ретельного дослідження з метою формування належних умов для зростання та підвищення рівня його конкурентоспроможності.

Інститути ринку цінних паперів України функціонують на двох рівнях (рис. 3.4): на першому рівні діють неформальні інститути, пов'язані з розвитком релігії та моралі (традицій, звичаїв, ділового етикету, народної ментальності, моральних цінностей, кодексу фінансової поведінки учасників ринку цінних

²⁰⁹ Модернизация экономики и выращивание институтов: в 2 кн. – Кн. 2: Институты: от заимствования к выращиванию. Опыт российских реформ и возможности культивирования институциональных изменений / Я. И. Кузьминов, В. В. Радаев, А. А. Яковлев, Е. Г. Ясин; отв. ред. Е. Г. Ясин; гос. ун-т «Высшая школа экономики». – М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2005. – С. 12-15.

паперів та довіри), на другому рівні – формальні інститути, законодавчо встановлені норми та правила поведінки (інститути захисту прав власності та контрактні відносини).

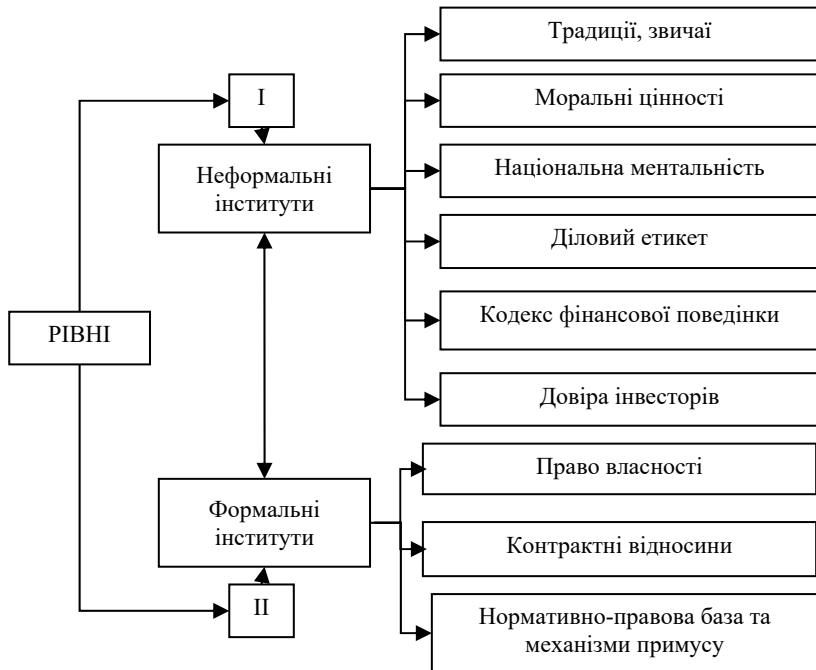


Рис. 3.4. Рівні функціонування інститутів ринку цінних паперів України

Джерело: складено автором

Фундаментальна роль належить неформальним нормам (1-го рівня), які в процесі еволюційного добробуту формують традиційну матрицю поведінки економічних суб'єктів та встановлюються стихійно, без жодного свідомого задуму, як побічний результат взаємодії учасників торгівлі фінансовими активами, які дбають про власні інтереси. Неформальні норми забезпечують передачу стійких правил економічної поведінки учасників ринку з минулого в сучасність, «виникаючи як засіб координації стій-

ких форм людської взаємодії ... є продовженням, розвитком та модифікацією формальних правил; соціально санкціонованими нормами поведінки; внутрішніми, обов'язковими для виконання, стандартами поведінки»²¹⁰.

Роль неформальних норм виконують етика, моральні практики, психологічні особливості економічної поведінки, релігійні норми, традиції, економічна культура тощо.

Інститути – це правила гри, які формують систему позитивних та негативних стимулів. Цим вони спрямовують діяльність учасників ринку цінних паперів у відповідне русло, послаблюючи невизначеність, роблять процес торгівлі фінансовими активами більш передбачуваним. Якщо учасники ринку цінних паперів вірять у надійність та справедливість законів, договорів та прав власності, вони утримуються від шахрайських дій. Таким чином інститути виконують свою основну роль – економії трансакційних витрат²¹¹.

Наявність трансакційних витрат пояснює виникнення інституційної інфраструктури ринку цінних паперів як сукупності елементів, які, на думку Р. Коуза, обумовлюють процес обміну фінансовими активами між безпосередніми учасниками угоди купівлі-продажу: «Покупці та продавці мають знаходити один одного; покупці повинні вивчити те, що продавці можуть їм запропонувати, а продавці – те, що покупці хочуть придбати; обидві сторони мусять вивчити ціни, за якими інша сторона погодиться здійснювати операції, сторони повинні вести переговори, виробляти контракти, забезпечувати їх виконання тощо. ... Саме витрати такої діяльності є трансакційними витратами»²¹².

Оптимізація витрат у процесі торгівлі фінансовими активами обумовлює існування інфраструктури ринку цінних паперів. Ін-

²¹⁰ North D. Institutions, Institutional Change and Economic Performance / North D. – New York: Cambridge University Press, 1990. – 179 p.

²¹¹ Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С. 77.

²¹² Coase R. H. The Problem of Social Cost [Електронний ресурс] / R. H. Coase. // Journal of Law and Economics. – 1960. – Vol. 3. – P. 1-44. – Режим доступу: <http://cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/Forstater/420/420papers/Coase1960.pdf>.

ститутції інфраструктури ринку цінних паперів забезпечують алокацію фінансових ресурсів та їх ефективний перерозподіл у межах ринку цінних паперів. Доцільність укладення угоди визначається на основі наявної на ринку цінних паперів інформації щодо фінансових активів, емітентів цінних паперів тощо. Це обумовлює формування, розвиток і трансформацію інфраструктури ринку цінних паперів доти, доки реалізується функція координації інформаційних потоків між прямими учасниками угоди при оптимальних витратах, ніж це досягалося б при операціях, не опосередкованих інфраструктурою, тоді як основним чинником обмеження її подальшого зростання є обсяг економії на витратах: потреба у розширенні кількості об'єктів інфраструктури зростає доти, доки економія на витратах, пов'язаних з операціями з фінансовими активами, не буде перекиватися збільшенням витрат, пов'язаних із використанням адміністративного механізму, необхідного для утворення інфраструктури, фінансового забезпечення її функціонування та координації її роботи²¹³.

Практично усі витрати в процесі торгівлі фінансовими активами є трансакційними. Відтак оптимізація вартості операцій з фінансовими активами досягається завдяки відповідності їх проведення особливими інституціями ринку цінних паперів – елементами його інфраструктурного забезпечення (рис. 3.5). *Інфраструктурне забезпечення* ринку цінних паперів – це система фінансових та нефінансових інституцій, які забезпечують реалізацію правових, організаційних та економічних умов, необхідних для розвитку торгівлі фінансовими активами.

Наведені вище види трансакційних витрат не є взаємовиключними, зокрема, витрати вимірювання можна подати як витрати специфікації та захисту прав власності, втрати опортуністичної поведінки – як витрати вимірювання, тощо.

²¹³ Коробка Р. В. Розвиток інфраструктури фондового ринку як складової фінансової системи України: дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук зі спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит/ Р. В. Коробка; ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ». – Суми, 2013. – С. 44.

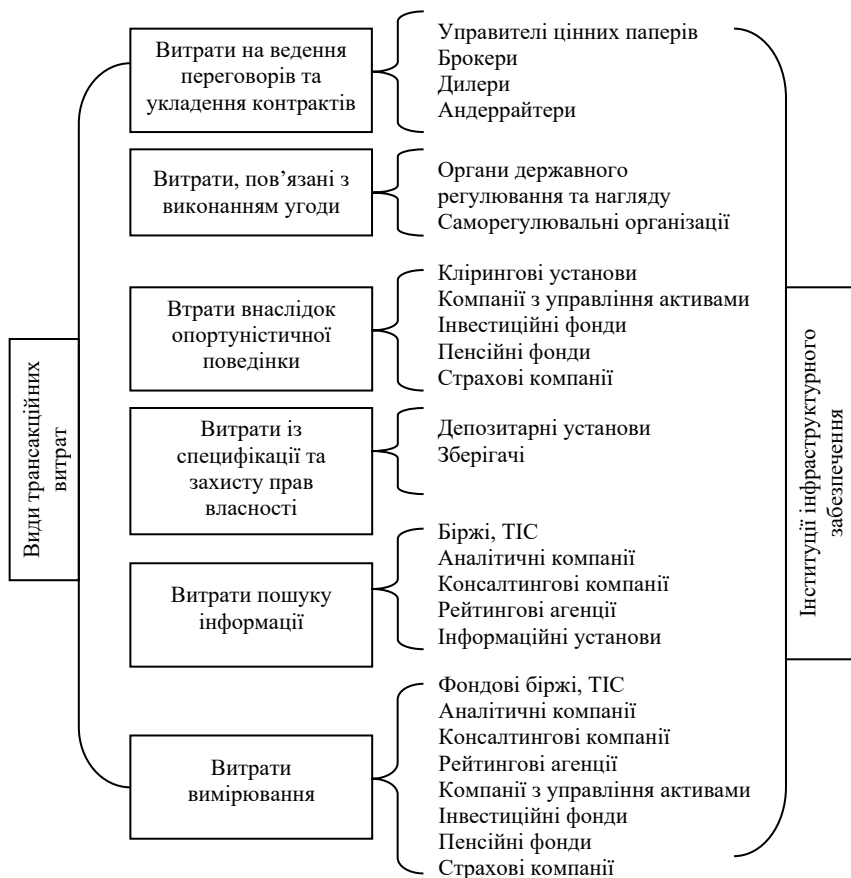


Рис. 3.5. Взаємозв'язок трансакційних витрат та інституцій інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

В економічній літературі наводяться й інші класифікації трансакційних витрат, як, наприклад, витрати передконтрактні, контрактні та післяконтрактні. Трансакційні витрати супроводжують процес передачі і захисту прав власності. Будь-яка трансакція на ринку цінних паперів, яка передбачає участь декількох економіч-

них агентів, не вільна від трансакційних витрат. Подивімось, з чим можуть бути пов'язані ці витрати. Такі витрати можуть виникати як на етапі до реалізації трансакцій, так і в процесі реалізації трансакцій і навіть після. При укладенні практично будь-якої угоди з фінансовим активом перший вид трансакційних витрат, з якими стикаються економічні агенти, – це витрати, пов'язані з пошуком інформації, необхідної для реалізації даної угоди. Це може бути пошук інформації про ціну фінансового активу, пошук ринкової інформації про фінансовий актив, а також про емітента фінансового активу: про його фінансовий стан, про характеристики його діяльності тощо. Після оброблення інформації настає наступний етап – ведення переговорів і домовленість про певні умови трансакцій. Цей етап також не вільний від трансакційних витрат, оскільки проведення переговорів завжди пов'язане з втратами часу і зусиль, а також, можливо, зі збором додаткової інформації. Нарешті, на третьому етапі виникають трансакційні витрати, пов'язані власне зі складанням контракту. Наприклад, оплата комісійної винагороди брокерам теж належить до трансакційних витрат. На етапі реалізації трансакцій і далі виникають витрати, пов'язані з проведенням моніторингу виконання зобов'язань. Навіть якщо укладено контракт та реалізується угода, в межах якої сторони домовилися про певні дії, це ще не означає, що дії будуть виконуватися автоматично. Це означає, що сторони змушені витратити певні фінансові ресурси на моніторинг виконання взаємних зобов'язань. Фактично будь-яка угода не вільна від витрат, пов'язаних із примусом до виконання контракту. Якщо одна зі сторін з'ясовує, що інша сторона не виконує свої зобов'язання, – а ця інформація, як правило, пов'язана з проведенням моніторингу виконання зобов'язань, – то сторони змушені нести витрати, пов'язані з примусом до виконання контракту. Це можуть бути як судові витрати, якщо одна зі сторін вирішила вдатися до судової системи для примусу до виконання контракту, так і витрати на оплату праці приватних агентів, які займаються відповідним примусом. Не менш важливими є витрати, пов'язані з необхідністю захисту трансакцій від зазіхання третіх осіб.

За принципом раціональності учасники ринку цінних паперів у процесі торгівлі фінансовими активами намагаються оптимізувати транзакційні витрати. З цією метою вони формують інститути, «встановлені людиною обмеження, що структурують політичну, економічну та соціальну взаємодію»²¹⁴. Критерієм ефективності інститутів є досягнутий завдяки їм розмір оптимізації витрат.

Інституційне поле ринку цінних паперів України охоплює сукупність інститутів, на основі яких здійснюється діяльність на ринку цінних паперів, пов'язана з обміном прав власності на фінансові активи задля впорядкування структурованих у часі та просторі відносин між його інституціями (рис. 3.6).

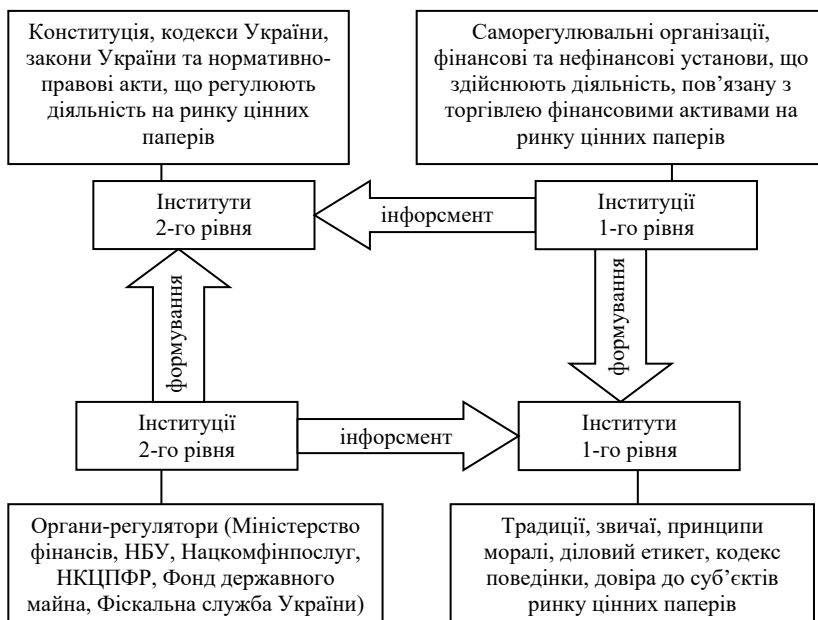


Рис. 3.6. Інституційне поле ринку цінних паперів України

Джерело: розроблено автором

²¹⁴ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / пер. з англ. – К.: Основи, 2000. – С. 17.

Інституційне поле ринку цінних паперів України формується державними органами влади (Верховна Рада, НКЦПФР тощо), економічними агентами (фінансові та нефінансові інституції, домогосподарства), суспільними органами (асоціації, Церква тощо) та освітніми центрами (університети, центри професійної підготовки тощо). За кожним із них стоять індивіди – *homo economicus*, пов'язані між собою спільною метою досягнення визначених цілей, не обов'язково пов'язаних з їх фінансовими інтересами.

Безумовно, фінансові ресурси є об'єктивним фактором економічного розвитку незалежно від політичних режимів, пріоритетів влади, а ринок цінних паперів забезпечує їх залучення в інвестиційний процес. При цьому важливо, щоб форми, методи, способи та інструменти такого залучення працювали в інтересах суспільства та держави, а не в інтересах групи окремих лобі, забезпечували систему противаг між цілями власників фінансових коштів та пріоритетами учасників ринку, сприяли перманентному стимулюванню інвестиційної діяльності. Усього цього можна досягнути за умови розвинутого ринку цінних паперів та його інфраструктури, ефективного інституційного поля та дієвої системи впливу на діяльність учасників ринку.

Формування ефективного інституційного поля ринку цінних паперів є складним процесом, проте ігнорування специфіки функціонування інститутів призводить до негативних результатів, що особливо чітко простежується на ринку цінних паперів (табл. 3.3).

Роль формальних правил та неформальних норм полягає у послабленні невизначеності, тому їх корисність втрачається внаслідок їх частих змін. Враховуючи неформальну сторону інституту, навіть найкращі правила, запозичені в одній країні, навряд чи матимуть позитивний результат в іншій. Тому кожна країна має формувати власні інститути та сприяти ефективному їх функціонуванню.

Таблиця 3.3

Проблеми розвитку інституційного поля ринку цінних паперів України

Елементи інституційного поля	Наявні проблеми їх розвитку
Інститути 1-го рівня	- інформаційна асиметрія ринку цінних паперів; - низький рівень інституційної довіри; - високий ризик неетичної поведінки учасників ринку цінних паперів; - особлива економічна ментальність; - низький рівень розвитку ділової етики
Інститути 2-го рівня	- невідповідність між нормативно-правовим забезпеченням ринку цінних паперів та рівнем його розвитку; - нерегульованість процесів злиття та поглинання на ринку цінних паперів; - незахищеність прав суб'єктів ринку цінних паперів, зокрема прав власності
Інституції 1-го рівня	- обмеження діяльності саморегулювальних організацій; - недостатня взаємодія СРО з органами-регуляторами; - високі трансакційні витрати; - недостатній розвиток інфраструктури ринку цінних паперів; - висока частка держави у капіталізації ринку цінних паперів; - низька частка приватних інвесторів на ринку цінних паперів
Інституції 2-го рівня	- неефективне державне регулювання ринку цінних паперів; - недостатній державний інформент; - непередбачуваність та неузгодженість дій органів влади на ринку цінних паперів.

*Джерело: складено автором на основі*²¹⁵

Сьогодні інституційне поле ринку цінних паперів забезпечується сформованим ринковим правом та створенням ряду інституційних передумов для здійснення торгівлі фінансовими активами та функціонування інституцій ринку цінних паперів²¹⁶. Проте на цьому розвиток інституційного поля ринку цінних па-

²¹⁵ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 207.

²¹⁶ Регулятивний потенціал фінансового ринку в умовах глобальних викликів: [монографія] / за заг. ред. д.е.н., професора С. В. Онишко. – Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України, 2016. – 452 с. – С. 66.

перів не завершується. Ефективні та надійні фінансові інститути деформуються під впливом неадекватної ділової поведінки. Проблема ринку цінних паперів в Україні полягає в тому, що еволюційний шлях розвитку її ринкового інституційного поля було революційно перервано командно-адміністративним періодом господарювання, а реформи після здобуття нею незалежності мали шоківий характер. За короткий проміжок часу було сформовано ринок цінних паперів, прийнято безліч законів, указів та постанов, які часто суперечили не лише одні одним, а й неформальним нормам та принципам ефективної побудови ринку цінних паперів²¹⁷. Через це формальні норми не були адекватно сприйняті учасниками ринку, що на практиці дозволило їм інтерпретувати наявні суперечності у власних інтересах, оскільки процес запозичення інститутів, які розвинулись в національному інституційному полі, не мав основного параметра сумісності – відповідності ментальності народу²¹⁸.

Масштаби та кількісні орієнтири інституційних перетворень не можуть розглядатись як цілі, особливо на близьку та середню перспективу. Інституційне поле ринку цінних паперів України повинно розвиватися в міру дозрівання відповідних економічних передумов. Тобто розкручування каруселі інституційних змін має корелюватись із глибоким аналізом фінансової кон'юнктури та комплексною оцінкою діяльності на ринку цінних паперів. Лише в діалектичній єдності інструментальної бази дослідження стану ринку цінних паперів та аксіоматичної парадигми інституційного забезпечення системних та структурних змін у ньому можлива нова якість об'єкта.

Основою стратегії формування та розвитку національного ринку цінних паперів повинно бути «не безглузде копіювання чужого, а наполегливий пошук оптимальних рішень ..., її реально

²¹⁷ Мацук З. А. Інституціоналізм в теорії ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: зб. матер. XII Міжн. наук.-практ. конференції, 27-28 жовтня 2016 р. / Київський національний університет імені Тараса Шевченка – Київ, 2016. – С.169-171.

²¹⁸ Comparative Economic Systems: Model and Cases / ed. by Morris Bornstein. – 6-th ed. – Homewood, Boston: 1989. – P. 5.

існуючих конкурентних переваг, реалізація точкових (індивідуальних) проектів у цих питаннях. Інструментами стандартних матриць вирішити накопичені у нас надскладні проблеми неможливо»²¹⁹. Досвід більшості країн свідчить, що найефективніше процес трансформації пройшов за умови побудови інституційної структури ринкової економіки на основі адаптації до економічних реалій, історичних традицій, норм та правил суспільного життя. Сьогодні ми розуміємо, що практично нереально повністю зруйнувати старе інституційне поле та сформувати нове шляхом імпорту інститутів. Слід стимулювати розвиток уже наявних з метою їх удосконалення. «При цьому бажаного ефекту можна досягнути лише завдяки реалізації принципу компліментарності інститутів, тобто на основі взаємопов'язаних інституційних змін, коли інститути доповнюють один одного»²²⁰.

3.2. Формальні інститути в системі державного регулювання ринку цінних паперів

Однією з актуальних проблем розвитку ринку цінних паперів від початку його формування і дотепер залишається процес його регулювання. Паралельно з розвитком світової економіки вченими-економістами досліджувались як теорії вільного регулювання ринку, так і теорії державного втручання. Історичний екскурс свідчить про наявність постійних дискусій щодо місця та ролі держави в процесі регулювання ринкової економіки та її структурних елементів. Безумовно, це стосується і ринку цінних паперів, діяльність на якому має регулюватись державою. Проте на шляху до децентралізації влади та інтеграції національної фінансової системи у світовий фінансовий простір усе актуальнішими постають питання підви-

²¹⁹ Гальчинський А. ЄС – за межами тупої апологетики [Електронний ресурс] / А. Гальчинський // Дзеркало тижня. Україна. – 2015. – №33. – 11 верес. – Режим доступу: http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yes-za-mezhami-tupoyi-apologetiki-_.html

²²⁰ Amable B. Institutional Complementary and Diversity of Social Systems of Innovation and Production / B. Amable // Review of International Political Economy. – 2000. – Vol. 7. – №4. – P. 645-687.

щення ролі процесу саморегулювання ринку та визначення правових меж державного втручання в його розвиток.

Загалом для ринкової форми організації суспільного господарства характерним є досить високий рівень саморегулювання. Проте властивістю ринкової економіки є наявність так званих вад ринкового саморегулювання, які виникають внаслідок неефективного (за Парето) розподілу економічних ресурсів, недосконалої конкуренції, впливу зовнішніх факторів, недосконалості розвитку ринків, наявності асиметрії інформації на ринках, економічної нестабільності та відповідно зумовлюють необхідність державного втручання. Рівень такого втручання не може бути однаковим і залежить від історичних, політичних та ідеологічних факторів²²¹.

Уроки Великої депресії 30-х років ХХ ст. є особливо повчальними в цьому плані. «Крах на Нью-Йоркській фондовій біржі 22 жовтня 1929 р., коли масовий продаж цінних паперів спричинив паніку серед інвесторів і біржовиків, став початком найбільш глибокої та руйнівної за усю історію капіталістичного господарювання кризи 1929–1933 рр.»²²². «Велика депресія стала етапом для кардинальних змін не лише в економічній політиці капіталістичних держав, а й в історії ринку цінних паперів, ознаменувавши початок його все дедалі жорсткішого державного регулювання»²²³. Ринок цінних паперів не зовсім охоче сприймав посилення регламентації, й «команді Рузвельта доводилось переборювати активний опір «старої гвардії» великих нью-йоркських фінансових магнатів, які практично повністю контролювали економіку країни»²²⁴, та все ж існує думка, що саме завдяки посиленню державного регулювання економіки загалом та ринку цінних паперів зокрема розвинений світ зміг швидко відновити втрачене в

²²¹ Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – К.: КНЕУ, 2009. – С. 132.

²²² Історія економічних учень: підручник / за ред. В. Д. Базилевича. – К.: Знання, 2004. – С. 826.

²²³ Бороздин П. Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок / П. Ю. Бороздин. – М.: УОП ИПАРАН, 1994. – С. 7.

²²⁴ Галкин И. В. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование / И. В. Галкин, А. В. Комов, Ю. С. Сизов, С. Д. Чижов. – М.: Экономика, 1998. – С. 9.

повоєнний період, а потім побудувати відносно справедливую систему загального добробуту у більшості розвинутих країн²²⁵.

На сучасному етапі розвитку економіки інтенсивний процес її глобалізації обумовлює підсилення ролі та значення конкуренції між країнами в межах одного геополітичного поля. Сьогодні, коли «фактично неконтрольоване панування монополій, системні економічні кризи, які спричинили глибоку депресію протягом останніх двох століть, об'єктивно вимагають активного державного втручання у процеси відтворення»²²⁶, на державу, як на основного борця з негативними наслідками процесу глобалізації, покладаються великі надії. «У результаті створюється змішана, симетрична суспільно-економічна система для задоволення як індивідуальних, так і загальнонаціональних і державних інтересів для забезпечення благами приватного та суспільного призначення. Вічною проблемою такої системи є оптимальність співвідношення між державою і ринком»²²⁷. Рівень ефективності державного втручання та правового регламентування діяльності на ринку цінних паперів перш за все залежить від того, наскільки воно спроможне систематизувати, узгодити та захистити економічні інтереси держави, з одного боку та учасників ринку цінних паперів – з іншого, враховуючи факт їх діаметральної протилежності.

Питання впливу держави на ринок цінних паперів завжди перебувало у центрі наукової економічної думки, тоді як питання актуальності державного регулювання діяльності на ринку цінних паперів постало в процесі забезпечення консолідації ринку, необхідності нагляду за діяльністю його учасників та захисту прав як споживачів, так і виробників фінансових послуг. Державне регулювання ринку цінних паперів повинно формулювати правила торгівлі фінансовими активами, що є обов'язковими для усіх її учасників, та забезпечувати завдяки ринку цінних паперів ефективний процес розподілу

²²⁵ Григорьев Л. Финансовый кризис – 2008: вхождение в мировую рецессию / Л. Григорьев, М. Салихов // Вопросы экономики. – 2008. – №12. – С. 27.

²²⁶ Фінансово-кредитні методи державного регулювання економіки: монографія / за ред. д-ра екон. наук А. І. Даниленка. – К.: Ін-т економіки НАНУ, 2003. – С. 415.

²²⁷ Бюджетний менеджмент: підручник / В. Федосов, В. Опарін, Л. Сафонова та ін.; за заг. ред. В. Федосова. – К. КНЕУ, 2004. – С. 617.

та перерозподілу фінансових ресурсів як у межах однієї країни, так і між країнами. В межах правового поля існує закон, мета якого – захистити кожного з учасників процесу торгівлі фінансовими активами, а також покарання для тих, хто не дотримується законних правил. Безумовно, високий рівень якості надання фінансових послуг обумовлює ефективність торгівлі фінансовими активами та покращує якість ринку цінних паперів загалом.

Ринок цінних паперів – це сфера економіки, де жорстко відчувається політичний тиск, адже фінансове законодавство регулює гігантські потоки капіталу. При цьому суб'єкти фінансових відносин можуть бути зацікавлені в тому, щоб приховати свої дійсні наміри та дезінформувати ринок. З іншого боку, учасники ринку цінних паперів намагаються одержати прибуток, тому використовують усі методи реалізації власних фінансових інтересів²²⁸.

Державне регулювання ринку цінних паперів може розглядатися у двох вимірах – зовнішньому і внутрішньому (рис. 3.7). *Зовнішній вимір* характеризується впливом ринку цінних паперів, як одного із головних складових фінансового сектору економіки, на економічний розвиток країни.



Рис. 3.7. Зміст державного регулювання ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

²²⁸ Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика. Навч. посіб. / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. – К.: ЦУЛ, 2002. – 616 с.

При цьому інструменти державного регулювання є одними з найбільш дієвих важелів впливу на розвиток економіки, за допомогою яких держава змінює структуру суспільного виробництва, впливає на результати підприємницької діяльності, здійснює економічні реформи²²⁹. Власне, в даному вимірі більше йдеться про ринок цінних паперів в системі державного регулювання економічних процесів та інших сфер діяльності суспільства, а його ефективність відповідно до потреб економіки є однією з основних умов економічного зростання. Основна мета державного регулювання ринку цінних паперів у зовнішньому вимірі – це розробка та реалізація збалансованої інвестиційної політики, спрямована на підвищення рівня економічного розвитку країни; це способи впливу держави через ринок цінних паперів на її економічний розвиток, а саме: на сферу підприємництва, інфраструктуру ринку, суспільний добробут задля формування та забезпечення умов діяльності відповідно до національної економічної політики.

Держава, використовуючи інструменти впливу на ринок цінних паперів, вирішує поставлені завдання. Мета державного регулювання залежить від потреб розвитку ринку в певний історичний момент та пов'язана із пошуком компромісу між потребами економіки та можливостями безпосередньо ринку. При цьому потреби економіки та можливості ринку не можуть бути рівноважними, тому завжди виникає проблема скорочення потреб економіки чи розширення можливостей ринку, яка за допомогою механізму державного регулювання може бути розв'язана. Державне регулювання ринку цінних паперів не може бути ідеальним, оскільки ефективні моменти в одному, як правило, супроводжуються негативними результатами в іншому. За таких умов, в інтерпретації відомого італійського економіста Парето, оптимальне державне регулювання, яке виздається ідеалом ефективного

²²⁹ Барвінська Є. С. Особливості та перспективи сучасного етапу реформування податкової системи України [Електронний ресурс] / Є. С. Барвінська, Н. Я. Процак // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 2013. – Режим доступу до ресурсу: file:///C:/Users/Andry/Downloads/VNULPM_2013_769_50.pdf.

використання інструментів, що забезпечують максимальний рівень задоволення усіх суб'єктів ринку, стає практично неможливим.

Не менш важливими є дослідження державного регулювання з метою захисту прав власності, забезпечення ефективної конкуренції на ринку, антимонопольні дії та контроль за об'єднанням (злиттям), нагляд з метою недопущення зловживань тощо. Оскільки кожен учасник ринку цінних паперів «...має власні інтереси, відмінні від інтересів контрагентів, важливо вивчати як суть цих інтересів, так і природу суперечності цих інтересів, шукати економічні механізми їх узгодження»²³⁰ і на цій основі визначати можливості їх правового регламентування. Держава повинна сформувати на ринку такий економічний порядок, який би обумовлював його розвиток та забезпечував індивідуальну відповідальність його учасників. При цьому принцип індивідуальності на ринку цінних паперів пов'язаний з принципом солідарності та субсидіарності²³¹. Принцип солідарності означає, що усі суб'єкти ринку в процесі взаємодії перебувають у взаємній відповідальності між собою, та передбачає мирне врегулювання конфліктів інтересів. Принцип субсидіарності, з одного боку, дозволяє одержати право на самореалізацію на ринку цінних паперів, а з іншого – визначає необхідність та важливість формальних інститутів. Таким чином, державне регулювання ринку цінних паперів – це демократична форма регулювання, мета якої полягає в ефективній діяльності ринку за умов рівних можливостей усіх учасників, їх індивідуальної свободи та пріоритету права. Результативність державного регулювання проявляється в збалансуванні інтересів кожного учасника ринку цінних паперів з урахуванням державних інтересів та пріоритетів. Такий підхід дозволяє нам розглядати державне регулювання ринку цінних паперів у його *внутрішньому вимірі, він пов'язаний із втручанням держави у*

²³⁰ Базилевич В. Д. Сучасна парадигма страхування: суть та протиріччя // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка, серія «Економіка». – 2006. – №81-82. – С. 6-9.

²³¹ Федосов В., Опарін В., Львовчик С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: монографія / за наук. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2002. – 387 с.

функціонування ринку цінних паперів та ґрунтується на правовому регламентуванні діяльності його учасників. Саме в такому контексті досліджуватиметься державне регулювання ринку цінних паперів в даній роботі.

Інституційно-інфраструктурний підхід дозволяє розглядати ринок цінних паперів не лише як сукупність інституцій, які надають фінансові послуги, а й з точки зору їх функціонування у певному інституційному полі. Такий підхід передбачає дослідження ринку цінних паперів як сукупності певних інституцій та інститутів, зокрема таких як нормативно-правова база, інститути захисту прав власності та механізми примусу до їх виконання. Мова йде про набір контрактів, обумовлених юридичними правами та механізмами примусу. «Ефективні інститути прищеплюються в державі, якій притаманні стимули до створення та забезпечення прав власності»²³², тому рівень досконалості ринку цінних паперів залежить від системи правових відносин, які склались.

Одним із найскладніших та найпоширеніших інструментів державного регулювання ринку цінних паперів є правове регламентування торгівлі фінансовими активами. Правове обрамлення діяльності на ринку цінних паперів «не завжди дозволяє одержати очікуваний результат, навіть якщо аналогічне нормативно-правове забезпечення успішно впроваджене і функціонує в інших країнах та залежить від того, наскільки впливовими є формальні та неформальні інститути, як економічні агенти реагують на зміни у формальних інститутах»²³³.

Формальні правила – це правила, які створюють та підтримуються спеціально уповноваженими на це особами (державними чиновниками)²³⁴. Формальні правила ринку цінних паперів – це сукупність законодавчо закріплених правил, які дозволяють уно-

²³² Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Норт Д.; [пер. з англ. І. Дзюби]. – К.: Основи, 2000. – С. 179

²³³ Паєнтко Т.В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т.В. Паєнтко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С.124

²³⁴ Олейник А.Н. Институциональная экономика: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2002. – С.55

рмувати відносини між учасниками ринку цінних паперів під час торгівлі фінансовими активами – це нормативно-правова база торгівлі фінансовими активами: правила діяльності на ринку цінних паперів пов'язані з обігом прав власності та механізмом забезпечення дотримання цих правил тощо.

Формальні правила та неформальні норми в торгівлі фінансовими активами можна побачити в наступному:

- по-перше, торгівля фінансовими активами – це основна діяльність, яку здійснює економічний суб'єкт ринку цінних паперів, забезпечуючи таким чином реалізацію його функцій. Правила торгівлі фінансовими активами обов'язково обумовлюються наявністю відповідного законодавства, тоді як за їх навмисне невиконання передбачені відповідні санкції: це є проявом формальних інститутів;

- по-друге, високого рівня ефективності в процесі торгівлі фінансовими активами можна досягнути лише тоді, коли економічні агенти ринку цінних паперів реалізують власні фінансові інтереси виходячи з моральних принципів. Торгівля фінансовими активами, яка не суперечить моральним принципам, характеризує один із неформальних інститутів ринку цінних паперів.

Формальні та неформальні інститути ринку цінних паперів формуються в процесі еволюції торгівлі фінансовими активами. Неформальний інститут ринку цінних паперів формує норми, правила та стереотипи поведінки, що регулюють торговельні відносини економічних агентів, сформувались та реально діють на практиці²³⁵. Звичайно ж, наявність неформальних інститутів ринку цінних паперів не є ознакою неефективності торгівлі фінансовими активами, оскільки все залежить від того, які саме аспекти поведінки учасників ринку цінних паперів регулюють неформальні інститути. Якщо це позитивні торговельні традиції, норми торговельної діяльності, тоді такі неформальні інститути природним шляхом підтримують функціонування формальних інститу-

²³⁵ Податкова політика: теорія, методологія, інструментарій: навчальний посібник / за ред. д-ра екон. наук, проф. Іванова Ю. Б., д-ра екон. наук, проф. Майбутова І. А. – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2010. – С. 62.

тів²³⁶, у протилежному випадку це обумовлює наявність конфліктної ситуації на ринку цінних паперів між формальними правилами та неформальними нормами. Важливість неформальних норм можна зрозуміти, враховуючи той факт, що аналогічні за суттю та значенням формальні правила діють по-різному та в різних країнах дають різні результати.

Повертаємось до того, що основою державного регулювання ринку є правове регламентування відносин між його учасниками. Воно ставить фінансову діяльність суб'єктів ринку на стабільну правову основу та робить результативним сам процес державного регулювання. Правове регулювання ринку цінних паперів має свої межі та теоретично являє собою точку в межах діапазону, заданого двома крайностями. Поняття «*правова межа*» доволі дуалістичне, що дозволяє нам виділити два підходи до його розуміння.

Перший підхід передбачає виділення «верхньої» межі, яка характеризує максимально можливий рівень правового регламентування функціонування ринку цінних паперів, обмежений величиною наявних ресурсів влади та інформаційними можливостями у сфері моніторингу та контролю над ринком цінних паперів, та «нижньої» межі, яка характеризує максимально можливий рівень саморегулювання. Це дозволяє нам виділити межі правового регулювання ринку цінних паперів через повноваження держави, її органів та розглядати їх як межі владного втручання держави, її органів у відносини між учасниками ринку цінних паперів.

Другий підхід полягає у визначенні *меж правового регламентування виходячи зі сфери правового регламентування*, тоді як під сферою регламентування розуміємо сукупність відносин між учасниками ринку цінних паперів, що можуть та, відповідно до завдань держави, повинні бути «піддані або вже піддані правовій регламентації»²³⁷. Відносно ринку цінних паперів повинна бути

²³⁶ Пасентко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Пасентко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С.124-125.

²³⁷ Лазарев В. В. Сфера и пределы правового регулирования / В. В. Лазарев // Советское государство и право. – 1970. – № 11. – С. 43.

встановлена «...розумна межа, що відокремлює сферу правового від неправового та окреслює рамки застосування норм права»²³⁸.

Таким чином, межа правового регламентування діяльності на ринку цінних паперів – це, з одного боку, межа втручання держави у відносини учасників ринку цінних паперів, з іншого – межа сфери правового регламентування діяльності на ринку цінних паперів. На перший погляд складається хибне враження, що дані підходи доповнюють один одного, оскільки сфера правового регламентування окреслена межами владного втручання держави у відносини, які виникають на ринку цінних паперів. Іншими словами, сферу відносин між учасниками ринку цінних паперів, яку держава формалізувала і може формалізувати у нормативних актах та контролювати їх, вважають сферою правового регламентування ринку цінних паперів. На цьому можна було б зупинитись, проте як бути з твердженням, що «право само по собі нічого не регулює»²³⁹, а лише формально закріплює бажані моделі поведінки? Таким чином, встановлення державою норм та правил (моделювання взаємовідносин) на ринку цінних паперів не означатиме цілковитого результату у формі виникнення правовідносин відповідно до заданих моделей, навіть більше, змодельовані державою відносини досить часто залишаються поза сферою правового регламентування. Тобто втручання держави у відносини між учасниками ринку цінних паперів не завжди розширює сферу правового регламентування функціонування ринку цінних паперів, тоді як межа втручання держави у відносини виходить за межі сфери правового регламентування. Таке твердження дозволяє внести ясність, чому частина відносин між учасниками на ринку цінних паперів, хоч і внормована державою, та залишається поза сферою правового регламентування. Інакше кажучи, межі втручання держави у відносини, що виникають на ринку цінних

²³⁸ Рассолов М. М. Проблемы теории государства и права : учеб. пособие / М. М. Рассолов. – М. : ЮНИТИ-ДАНА – Закон и право, 2007. – С. 280.

²³⁹ Любашиц В. Я. Теория государства и права : практикум / В. Я. Любашиц, А. Ю. Мордовцев, А. Ю. Мамычев – Изд. 2-е, доп. и перераб. – Ростов н/Д. : Феникс, 2010. – С. 316.

паперів, охоплюють ширше коло відносин, аніж ті, що можуть бути врегульовані правом. Фактично «...сфера та межі правового регулювання не збігаються»²⁴⁰. У такому разі доцільно детальніше зупинитися на причинах наявного конфлікту.

Розпочнемо з головного, на нашу думку, твердження, що правило (встановлені державою норми) практично само по собі нічого не регламентує, оскільки *регламентування діяльності на ринку цінних паперів* – це не лише нормування та моделювання відносин між учасниками ринку, а *фактичне впровадження даних моделей, реальне існування правовідносин відповідно до даних моделей, забезпечення їх державою, введення правовідносин на ринок цінних паперів за закріпленими державою алгоритмами*. «Це відбувається лише через узгоджене функціонування всіх правових засобів, елементів механізму правового регулювання»²⁴¹. Таким чином, нормування відносин між учасниками ринку цінних паперів є, по суті, правовим нормуванням, проте аж ніяк не правовим регламентуванням цих відносин, а говорячи про межі втручання держави у відносини на ринку цінних паперів, ми фактично маємо на увазі межі нормування даних відносин державою. Тоді досить логічною є думка, що *нормування не має об'єктивних меж*, оскільки їх визначає законодавець і пояснює наявність норм та правил на ринку цінних паперів, які суперечать потребам ринку та його учасникам, не можуть гарантуватися, контролюватися державою та загалом перешкоджають ефективному розвитку торгівлі фінансовими активами. Такий підхід дозволяє дійти висновку, що *втручання держави у відносини на ринку цінних паперів у формі становлення правових норм є фактично нормуванням (моделюванням) таких відносин*. Унормована таким чином система моделей відносин на ринку цінних паперів не є системою регламентованих правом відносин учасників ринку. Тому *межі втручання держави у відносини між учасниками ринку цінних паперів*

²⁴⁰ Лазарев В. В. Теория государства и права: учебник / В. В. Лазарев. – М.: Право и Закон, 1996. – С. 318.

²⁴¹ Пашутін В. В. Межі правового регулювання: поняття та види / В. В. Пашутін // Проблеми правознавства та правоохоронної діяльності. – 2012. – №2. – С. 5.

не можна вважати межами правового регламентування цих відносин.

Логічно, що сукупність відносин на ринку цінних паперів, які регулюються правом та можуть бути регульовані правом (формалізовані у правовій нормі, сприйняті суспільством, контролювані державою, забезпечені відповідним примусом), і є тією межею, поза якою правове регламентування діяльності на ринку цінних паперів неможливе. Таким чином, межі правового регламентування функціонування ринку цінних паперів – це межі системи відносин, що піддаються правовому регламентуванню. Така система правових відносин між учасниками ринку цінних паперів охоплює також ті відносини, які можуть бути регламентовані правом, але така регламентація не потрібна з різних причин.

Вважаємо, що встановлення меж правового регламентування у такому розумінні матиме не тільки теоретичне значення, оскільки такий підхід є фактично рекомендацією законодавцю та основою для розуміння проблем нормотворчої практики, зокрема наскільки високим має бути рівень деталізації у регулюванні поведінки учасників ринку цінних паперів, а також яким чином визначити межу, за якою витрати ресурсів на правове регламентування функціонування ринку цінних паперів перевищують втрати від його відсутності.

Право досягає своїх цілей і дійсно регулює відносини на ринку цінних паперів «лише остільки, оскільки поведінка людей, що вимагається нормами права, об'єктивно можлива, відповідає сформованим економічним і політичним умовам»²⁴². Межі правового регламентування залежать від стану економіки, політики, моралі, традицій, цивілізованості тощо, тобто сформованих суспільством факторів, що визначають етап його розвитку.

Даний підхід дозволяє нам виділити межу правового регламентування функціонування ринку цінних паперів. Все, що знаходиться поза межею, – це відносини, недосяжні для державної влади, які неможливо регулювати правом, оскільки регламенту-

²⁴² Алексеев С. С. Механизм правового регулирования в социалистическом государстве / С. С. Алексеев. – М. : Юрид. лит., 1966. – С. 8.

ються соціальними нормами, визначаються рівнем культурного розвитку суспільства, його мораллю, різного роду звичаями (національними, культурними, релігійними) (рис. 3.8).



Рис. 3.8. Сфера правового регламентування діяльності на ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Зовнішнє поле ринку цінних паперів включає сферу відносин між його учасниками, які не піддаються правовому регламентуванню через особливості цих відносин (їх неможливо формалізувати, контролювати та створити ефективні державні механізми примусу до їх виконання). Більша частина таких відносин має повторюваний характер, виражена у нормах моралі, звичаях, релігійних правилах тощо. З певним рівнем точності можна стверджувати, що ці норми формують умови діяльності на ринку цінних паперів, визначають стабільність та сталість його розвитку.

Внутрішнє поле ринку цінних паперів охоплює більш вузьке коло відносин учасників ринку цінних паперів – це сфера відносин, які потребують правового регламентування. Ринок цінних паперів залежно від потреб учасників ринку самостійно визначає, які відносини включити до сфери правового регулювання, тобто той перелік відносин, який обов'язково повинен бути регламентований правом, без якого не може існувати діяльність на ринку цінних паперів, неможливий нормальний, ефективний його розвиток.

В умовах стабільного розвитку ринку проблема правового регламентування відносин на ринку цінних паперів не є гострою, оскільки для усіх часів на ринку діє негласне правило – «договір дорожчий за гроші», проте в перехідній економіці за відсутності відповідних моральних підвалин ринку необхідно встановлювати жорстку відповідальність за виконання фінансових зобов'язань²⁴³.

Таким чином, визначення меж правового регламентування функціонування ринку цінних паперів дозволяє нам виділити сферу відносин на ринку, які потребують правового регулювання, а їх порушення передбачає застосування суворих санкцій, адміністративного чи кримінального покарання. Відносини, виражені у нормах моралі, культурі поведінки, звичаях та релігійних правилах, перебувають поза межами правового регламентування, за порушення яких настає не суворе покарання, а несхвалення суспільства. Таким чином, внутрішнє поле функціонування ринку цінних паперів формується на основі «порядку, заснованого на законі» (*legal order*), тоді як зовнішнє поле характеризується «мимовільним порядком» (*spontaneous order*). «Порядок, заснований на законі» виникає, коли держава встановлює закони й карає тих, хто їх порушує. «Мимовільний порядок» встановлюється, коли учасники ринку цінних паперів формують стійкі моделі поведінки, дотримуються їх, оскільки ніхто з них не може «бути у виграші», відхиляючись від цих моделей поведінки, навіть якщо немає ефективних правових механізмів стримування²⁴⁴.

²⁴³ Федосов В., Опарін В., Львовчик С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: монографія / за наук. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2002. – С. 26.

²⁴⁴ Одинцова М. И. Институциональная экономика: учеб. пособие для студ. вузов, обучающихся по направлению подгот. «Экономика» / М. И. Одинцова ; Государственный ун-т «Высшая школа экономики». – М. : Издательский дом ГУ ВШЭ, 2008. – 397 с.

Такий підхід передбачає розкриття поняття формального інституту ринку цінних паперів, який охоплює нормативно-правову базу, інститути захисту прав власності та механізми примусу виконання зобов'язань, тобто набір контрактів, обумовлених юридичними правами та механізмами їх реалізації. Ринок цінних паперів «незалежно від типу інституційної системи ... виконує дві основні функції: перша – це акумуляція і розміщення грошових ресурсів (потоків); друга – фіксація прав власності, що склалися у формі фінансових інструментів (контрактів)»²⁴⁵.

Наразі виникає необхідність дослідження процесу еволюційного розвитку нормативно-правового забезпечення інституту прав власності (табл. 3.4), що обумовлює існування та розвиток таких категорій як ринок, конкуренція, економічна свобода, правове регулювання тощо²⁴⁶. Дане твердження ще раз підтверджує позицію Д. Норта: «...ефективні інституції прищеплюються в державі, якій притаманні стимули до створення та забезпечення прав власності»²⁴⁷ та результати наукових досліджень, провели Е. Глейзер, Р. Ла Порта, А. Шлейфер²⁴⁸, які стверджують, що рівень досконалості ринку цінних паперів залежить від розвитку системи правових відносин. Відтак «добре встановлені та захищені права власників гарантують збереження заощаджень, а низькі витрати укладання і реалізації контрактів мають забезпечити легкість перетворення заощаджень у надійні боргові зобов'язання або участь у капіталі»²⁴⁹.

²⁴⁵ Зимовець В. В. Місце фінансового сектора в сучасних концепціях інституціональної організації економіки / В. В. Зимовець // Економіка України. – 2004. – № 11. – С. 15.

²⁴⁶ Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Юлія Михайлівна Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 280.

²⁴⁷ Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / пер. з англ. – К.: Основи. 2000. – С. 179.

²⁴⁸ Glaese E. L., Do Institutions Cause Growth? / La Porta R., de Silanes F.L., Shleifer A. // Journal of Economic Growth, 2004. – Vol. 9. – №3. – P. 271–303.

²⁴⁹ Скоробогатов А. С. Изучение доиндустриального и индустриального обществ методами неоклассической теории / А. С. Скоробогатов // Journal of institutional studies: журнал институциональных исследований. – 2011. – Т. 3. – №4. – С. 75.

Таблиця 3.4

Періодизація формування інституту прав власності на ринку цінних паперів

Етапи		Характеристика
I	Стартовий (1990–1995 рр.)	Формування законодавчої бази на ринку цінних паперів відповідно до потреб ринку; поява перших акціонерних товариств внаслідок процесу приватизації державної власності; відсутність дієвої системи регулювання та контролю за діяльністю іноземних та вітчизняних інвесторів, що не захищало національний ринок цінних паперів від спекулятивних операцій портфельних інвестиційних фондів; створення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку відповідно до Указу Президента України від 12.06.95 р.; формування саморегулювальних організацій, серед яких: Українська асоціація торговців цінними паперами, Українська асоціація довірчих товариств, інвестиційних фондів та компаній та Українська асоціація інвестиційного бізнесу (1995).
II	Накопичення (1996–1999 рр.)	Прийняття та впровадження основних законів для діяльності на ринку цінних паперів; розширення обсягів спекулятивної торгівлі цінними паперами; концентрація власності в фінансових пірамідах; активізація депозитарної діяльності; створення МФС (з 1999 р. – НДУ); правова основа ринку цінних паперів не була спроможною забезпечити адекватний захист прав інвесторів
III	Забезпечення (1999–2003 рр.)	Неефективна робота державних регуляторів та відповідно концентрація власності в руках вертикально інтегрованих структур; укрупнення колишніх радянських об'єднань на основі приватної власності; низький рівень фінансової грамотності населення; недовіра до ринку цінних паперів, значні асиметрії інформації та наявність морального ризику.
IV	Контроль (2004–2007 рр.)	Відсутність захисту прав іноземних інвесторів, як наслідок, їх систематичне порушення; ігнорування необхідності впровадження міжнародних стандартів фінансової звітності; відтік капіталу з реального сектору економіки та його концентрація в фіктивних операціях; необхідність посилення регулювання діяльності на ринку цінних паперів як з боку держави, так і СРО.
V	Управління (2008–2014 рр.)	Неготовність державного регулятора мінімізувати наслідки світової фінансової кризи; переважна більшість рішень приймається відповідно до особистих знань, інтуїції або інтересів керівництва держави та її організаційних структур; відсутність науково обґрунтованих підходів при аналізі наслідків світової фінансової кризи спотворює основну мету державного регулювання ринку цінних паперів.
VI	Обмеження (2014 – дотепер)	Впровадження жорстких обмежень на рух капіталу (заборона на виплату дивідендів у валюті та на повернення капіталу іноземним інвесторам) негативно вплинуло на формування інституту права власності та підвищило рівень недовіри іноземного інвестора до України; введення суворих офіційних обмежень на торгівлю іноземною валютою спричинило пожвавлення чорного ринку валют.

Джерело: складено автором на основі²⁵⁰

²⁵⁰ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Юлія Михайлівна Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 240-281; Дегтярева І. В. Развитие институциональной структуры российского рынка ценных бумаг / И. В. Дегтярева, А. В. Марьина // Финансы и кредит. – 2010. – №1(385). – С. 4-5.

Безумовно, на розвиток інституту прав власності істотний вплив мала масова приватизація²⁵¹, проте ані масштабна кількість цінних паперів в обігу, ані значна кількість міноритарних акціонерів не вплинули на інвестиційну діяльність в країні і не створили дієвого ринку цінних паперів. Часто склад акціонерів змінювався без їх відома²⁵², більшість фінансових інструментів використовувались з метою створення великих приватних капіталів²⁵³, внаслідок чого більш як 50% ринкової вартості цінних паперів на фондових біржах належали 10 найбільшим компаніям²⁵⁴, а ринок цінних паперів України обслуговував іноземний спекулятивний капітал²⁵⁵.

Під час приватизації фінансовим інституціям від влади потрібні були «обмежені економічні» закони, які дозволяли проводити діяльність виключно в інтересах керівників приватизованих підприємств. Бізнес та влада стали нероздільними, бізнес диктував владі власні умови здійснення приватизації (рис. 3.9).

Таким чином відбувалися процеси поділу державної власності, формування нових фінансових структур, первісного нагромадження капіталу, тоді як початкові умови учасників ринку цінних паперів виявилися нерівними. В результаті фінансові інституції не проявляли інтересу до взаємодії з населенням, оскільки основна їх увага була зосереджена на операціях, пов'язаних із перерозподілом колишньої державної власності, спекуляціями на ринку. Окрім цього, різко скоротилася частка населення, здатного спів-

²⁵¹ Луцишин З. О. Ринок цінних паперів в Україні в контексті євроінтеграції: проблеми забезпечення фінансової безпеки України / З. О. Луцишин, Н. Я. Кравчук // Національна безпека: український вимір: щокв. наук. зб. / Рада нац. безпеки і оборони України; Ін-т проблем нац. безпеки; редкол.: В. П. Горбулін (гол. ред.) [та ін.]. – К., 2008. – Вип. 1 (20-21). – С. 50.

²⁵² Кравченко Ю. Я. Фондовий ринок: учеб. пособие / Ю. Я. Кравченко. – К.: КНТ : Дакор, 2008. – С. 35.

²⁵³ Калач Г. М. Роль фондового ринку в акумуляції й перерозподілі фінансових ресурсів у реальний сектор економіки / Г. М. Калач // Фінанси України : Науково-теоретичний та інформаційно-практичний журнал. – 2008. – №9. – С. 67.

²⁵⁴ Барановський О. Недокапіталізована економіка / О. Барановський // Дзеркало тижня. – 2003. – №42 (1-7 листопада). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.dt.ua/2000/2675/43456>

²⁵⁵ Назарчук М. Середньостроковий прогноз розвитку фондового ринку України // Економіка України. – 2008. – №2. – С. 50.

працювати з фінансовими інституціями через посилення процесу його масового розшарування за матеріально-майновою ознакою, ріст інфляції та збільшення фінансових афер.

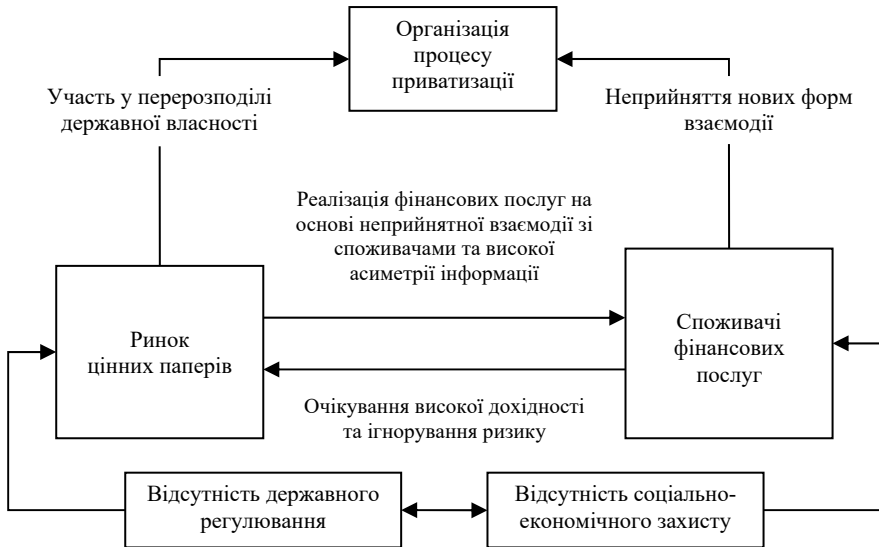


Рис. 3.9. Взаємодія суб'єктів ринку цінних паперів у процесі приватизації

Джерело: розроблено автором

В українських реаліях виконання формальних правил так і не дало бажаних результатів, оскільки законодавство, яке постійно приймалось за принципом «затвердимо, а потім побачимо, як воно діятиме», гальмувало розвиток ринку цінних паперів. І сьогодні, незважаючи на формальну наявність «правил гри», вони не діють через низький рівень правової культури в суспільстві, неготовність діяти за офіційними нормами та правилами відносин у корпоративному секторі, відсутність судового захисту та традицій поваги до приватної власності; передова роль неформальних норм та правил, тіньових методів вирішення спорів паралельно з

неефективним законодавством сформували як норму те, що в розвинутих країнах є винятком із правил.

Сьогодні ж структура ринку цінних паперів виглядає досить просто: кожен з його учасників належить до однієї з трьох сторін – він є або власником грошових коштів, які розміщуються на ринку з метою одержання прибутку, або позичальником, який акумулює ці кошти з метою проведення власної діяльності, або посередником, який «забезпечує клієнтів фінансовими продуктами та послугами з більшою ефективністю, ніж вони могли б отримати від своїх безпосередніх операцій на фінансових ринках»²⁵⁶. *Держава, як суб'єкт регулювання, повинна правовими методами захистити інвесторів від можливості втрати коштів, зобов'язати емітентів виконувати свої зобов'язання, а фінансових посередників – максимально ефективно захистити інтереси обох сторін.* Проте на практиці торгівля фінансовими активами зазвичай спрямована на одержання спекулятивного доходу. Окрім цього, за 26 років незалежності державне регулювання ринку цінних паперів в Україні не змогло здолати процеси надмірної бюрократизації; так наприклад, процес додаткової емісії акції від прийняття рішення до одержання глобального сертифіката триває близько півроку.

Пояснювати хаотичний розвиток ринку цінних паперів його відносно юним віком недоречно. Очевидним є факт, що доки в Україні не буде діяти ефективний ринок цінних паперів, українські емітенти будуть, вдаючись до IPO, розміщувати власні цінні папери на світових ринках, що може мати негативні наслідки для усієї фінансової системи держави. Безумовно, фундамент уже закладено, початкові етапи пройдено, за умови допущення значних похибок через нерозуміння на вищих державних рівнях логіки розвитку ринку цінних паперів та базисних принципів його функціонування основна проблема – закритість та непрозорість – залишається невирішеною й дотепер. Якщо спочатку це можна було пояснити формуванням ринку заново у зв'язку з переходом до

²⁵⁶ Боди З. Финансы: учебное пособие. Пер. с англ. / З. Боди, Р. К. Мертон – М.: Вильямс, 2013. – С. 94.

ринкових відносин, потім – націленістю на розв’язання проблем приватизації, то нині відсутність прогресу в посиленні його транспарентності є неприйнятною для економіки й суспільства²⁵⁷.

Загальний рівень економічного розвитку країни визначається світовими рейтинговими агентствами на основі інтегральних показників, що дає можливість визначити місце країни серед інших країн світу²⁵⁸. Одним із найважливіших показників є індекс економічної свободи (Index of Economic Freedom), який розраховується американською компанією «The Heritage Foundation» з 1995 року і оприлюднюється в засобах масової інформації завдяки виданню «Wall Street Journal»²⁵⁹. Індекс економічної свободи є досить важливим показником через наявність доволі сильної кореляції між показниками рівня економічної свободи та рівня розвитку країн.

Індекс економічної свободи розраховується як середнє арифметичне за десятьма рівноважними показниками: свобода бізнесу; свобода торгівлі; податкова свобода; державні витрати; грошова свобода; свобода інвестицій; фінансова свобода; захист прав власності; свобода від корупції; свобода трудових стосунків²⁶⁰. Кожен із цих показників максимально оцінюється у 100 балів. Таким чином, за індексом економічної свободи країни світу поділяють на 5 умовних груп²⁶¹:

- вільні (free) – з показником 80–100 балів;
- переважно вільні (mostly free) – з показником 70–79,9 бала;
- помірно вільні (moderately free) – з показником 60–69,9 бала;
- переважно невільні (mostly unfree) – з показником 50–59,9 бала;
- невільні (деспотичні) (repressed) – з показником 0–49,9 бала²⁶².

²⁵⁷ Федосов В. М. Інституційна фінансова структура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. М. Федосов та ін. // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 19.

²⁵⁸ Лук’янець О. В. Рівень економічної свободи України / О. В. Лук’янець // Фінансовий простір. – 2012. – № 3(7). – С. 49–53.

²⁵⁹ Сучасні вимірники рівня розвитку структурних та інституціональних характеристик національної та глобальної економік: навч.-метод. посіб. / В. В. Козюк [та ін.]; за ред. В. В. Козюка. – 2-ге вид., випр. і доп. – Тернопіль: Вектор, 2015. – С. 77.

²⁶⁰ Лук’янець О. В. Рівень економічної свободи України / О. В. Лук’янець // Розвиток та формування економіки та соціологія праці. – 2012. – №3(7). – С. 50.

²⁶¹ Там само.

²⁶² Там само.

Україна в рейтингу Індексу економічної свободи (Index of Economic Freedom) у 2017 році збільшила свій показник із 46,8 до 48,1 бала зі 100 можливих, проте загалом посідає 166-те місце серед 180 країн-учасниць²⁶³ (рис. 3.10). Згідно з «The Heritage Foundation», Україну випереджають Ліберія, Чад, Афганістан, Судан та Ангола (з показниками від 49,1 до 48,5 бала), слідом за нею йдуть Суринам, Болівія, Гвінея і Туркменистан (із показниками від 48 до 47,4 бала), а всі разом ці країни потрапили до групи депресивних економік з індексом нижче 50²⁶⁴.

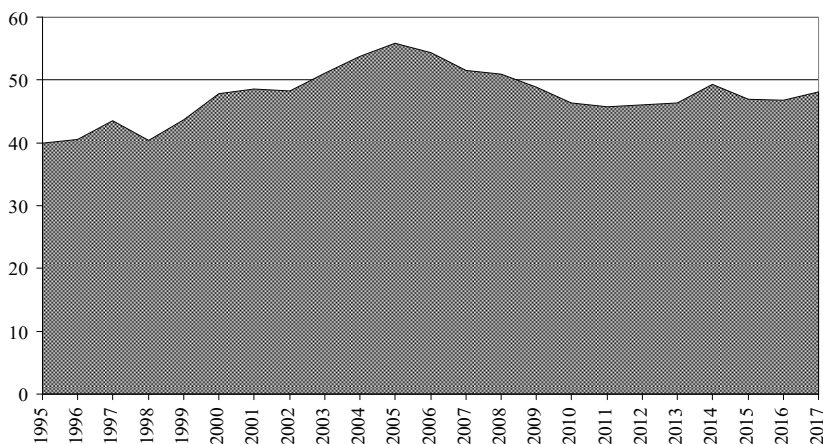


Рис. 3.10. Динаміка зміни індексу економічної свободи в Україні протягом 1995–2017 рр.

*Джерело: складено автором за даними*²⁶⁵

²⁶³ Україна в Індексі економічної свободи–2017 додала 1,3 бала, але опустилася на 166-те місце [Електронний ресурс] // Інформаційне агентство Interfax-Україна. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: <http://ua.interfax.com.ua/news/general/403745.html>.

²⁶⁴ Україна в «Індексі економічної свободи-2017» додала 1,3 бала, але опустилася на 166-е місце [Електронний ресурс] // Українська асоціація зовнішньої політики. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: <http://ufpa.org.ua/ru/node/1892/>.

²⁶⁵ Індекс економічної свободи. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.heritage.org/index/country/ukraine>

Індекс економічної свободи для України почали розраховувати з 1995 року. В той період його значення становило 39,9 бала, що відповідало рівню країн з депресивною економікою. За 22 роки його значення піднялось лише на неповних 9 балів і у 2017 році становило 48,1 бала, залишаючись на рівні країн з депресивною економікою. Лише протягом 2003–2008 рр. індекс економічної свободи був вище 50 балів, що дозволило увійти до групи країн з «переважно невиліною економікою». Найвищий індекс економічної свободи було зафіксовано у 2005 році на рівні 55,8 бала. Починаючи з 2009 року індекс економічної свободи є нижчим за 50 балів, що зараховує Україну до групи країн, де економічна свобода обмежується і є репресивною²⁶⁶.

З десяти критеріїв, які визначають загальний індекс економічної свободи, Україна у 2017 році мала високі бали лише: за свободою торгівлі (85,9 бала), податковою свободою (78,6 бала) та свободою бізнесу (62,1 бала). Найнижчі бали отримано щодо свободи інвестицій (25 балів), свободи від корупції (29,2 бала), державних витрат (38,2 бала), захисту прав власності та фінансової свободи (41,1 бала та 30 балів відповідно)²⁶⁷ (табл. Е.1, Додаток Е).

За показником фінансової свободи, який характеризує 5 напрямів: рівень державного регулювання фінансових послуг, частку державної власності на фінансовому ринку, рівень розвитку фінансового ринку, вплив держави на розподіл фінансових ресурсів та рівень відкритості ринку до міжнародної конкуренції, – Україна у 2017 році отримала 30 балів, втративши за останні 9 років 20 балів (у 2008 році 50 балів)²⁶⁸. Це свідчить про високий рівень втручання держави у функціонування фінансового сектору та ринку цінних паперів зокрема. Низьке значення даного показника характеризує основну роль держави у розподілі фінансових

²⁶⁶ Песцова-Світалка О. С. Економічна свобода країни та її вимір [Електронний ресурс] / О. С. Песцова-Світалка. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: http://www.rusnauka.com/30_NNM_2014/Economics/16_178340.doc.htm.

²⁶⁷ Там само.

²⁶⁸ Індекс економічної свободи [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://expert.fpsu.org.ua/news/141-mistse-ukrajini-v-rejtingu-indeks-ekonomichnoi-svobodi>.

ресурсів, контроль чи володіння нею більшістю фінансових установ. Це знижує рівень конкуренції на ринку цінних паперів, тоді як діяльність іноземних фінансових інституцій значною мірою обмежується.

На ринку цінних паперів саме права власності визначають поведінку його учасників, адже виступають легітимними вимогами економічних агентів на розпорядження фінансовим активом та одержаними доходами: можуть як заохочувати до певних дій, так і дозволяти контролювати, блокувати чи забороняти використання активу за певних вимог²⁶⁹. Тим часом, за даними «The Heritage Foundation» в Україні показник захисту прав власності жодного разу не перевищував 50% (рис. 3.11).

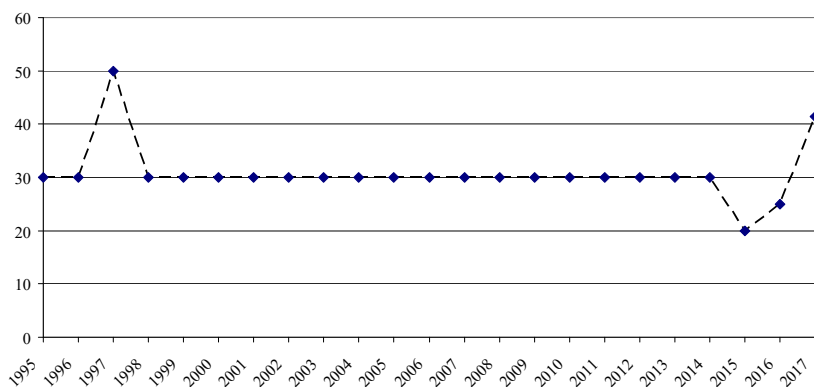


Рис. 3.11. Динаміка зміни показника захисту прав споживачів в Україні протягом 1995–2017 рр.

Джерело: складено автором за даними²⁷⁰

²⁶⁹ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПСУ України, 2013. – С. 293.

²⁷⁰ Індекс економічної свободи. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.heritage.org/index/country/ukraine>

Контроль за діяльністю фінансових інституцій з боку учасників ринку цінних паперів потребує чіткого правового регулювання та нормативного забезпечення, інакше гальмуватиметься розвиток ринку цінних паперів, мета якого – формування гнучких шляхів акумулювання фінансових ресурсів. У цьому аспекті цікавий досвід Канади, законодавство якої оперує терміном «угода зацікавлених сторін»: особи, які здійснюють управління фінансовими та нефінансовими інституціями ринку цінних паперів, повинні доводити свою чесність та право на управління. Країною запроваджено Кодекс управління та правило незалежного директора, які чинні щодо усіх незалежних акціонерних компаній²⁷¹.

Чинні в Україні закони, на жаль, уможливлюють зловживання з боку менеджменту акціонерних товариств. Це негативно позначається на фінансовому стані акціонерного товариства та зменшує рівень дивідендних доходів акціонерів. Використання «угод зацікавлених осіб» в Україні є системним явищем, тоді як акціонерні форми господарювання не мають потреби у «досягненні передбачуваної мети, оскільки такі форми відносно відкриті для захоплення чи перерозподілу власності через зовнішній фінансовий ринок. Не випадково на даному етапі значна кількість акціонерних товариств перереєстровуються у товариства з обмеженою відповідальністю, зокрема з метою протидії захопленню та поглинанню»²⁷². Сьогодні в Україні надійні гарантії прав власності для економічних агентів обумовлюються виключно процесом управління контрольним пакетом акцій когось із впливових владних чиновників чи їхніх представників.

Право власності на фінансовий актив, як базовий формальний інститут ринку цінних паперів та основа формування його інституційного поля, повинно включати право на володіння, користу-

²⁷¹ Структурна гармонізація економіки України як чинник економічного зростання: монографія / за ред. д-ра екон. навк І. В. Крючкової. – К.: Експрес, 2007. – С. 72.

²⁷² Лопатинський Ю. М. Трансформація інституту власності [Електронний ресурс]. / Ю. М. Лопатинський. – Режим доступу: www.nbuv.gov.ua/old_jrn/Soc_Gum/Dtr_ep/2009_4/files/EC409_08.pdf

вання, управління, відповідальність, одержання доходу та бути пов'язаними із²⁷³:

- рівноправним співіснуванням та розвитком різних форм власності;

- формуванням «відповідальної» та «обмеженої» системи приватної власності, що сприяє процвітанню суспільства та кожного суб'єкта ринку цінних паперів;

- формуванням економічної зацікавленості в наділенні працівників суб'єктів господарювання власністю;

- розширенням кількості суб'єктів одного об'єкта власності;

- переходом титулу власності в руки публічної влади за умови збереження вільного перерозподілу усіх інших прав власності у приватногосподарському обороті.

«Права власності реалізуються через систему стимулів (антистимулів), на основі альтернатив, які стоять перед економічними агентами, і укладення контракту»²⁷⁴. Ринок цінних паперів являє собою систему контрактів між економічними агентами, учасниками торгівлі фінансовими активами, тоді як його «стійкий розвиток можливий за умови коли всі сторони – учасники ринку цінних паперів вірять у виконання зобов'язань. Таким чином, важливим аспектом функціонування ринку є «контроль за дотриманням контрактів – правила, які структурують у часі та просторі взаємовідносини у фінансовому секторі (*та на ринку цінних паперів, зокрема.* – Мацук З. А.) на основі специфікації обмінюваних прав та зобов'язань згідно із досягнутою між ними угодою. Їх призначення є забезпечення гарантії фінансових потоків»²⁷⁵.

²⁷³ Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Юлія Михайлівна Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 295.

²⁷⁴ Чагадаєв Б. Д. Принципы формирования институтов в современном обществе // Проблемы современной экономики. Евразийский международный научно-аналитический журнал, 2006. – №1, 2. – С. 434-436.

²⁷⁵ Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Юлія Михайлівна Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 296.

Як нами уже зазначалось, інституціональна теорія виділяє такі типи контрактів²⁷⁶: 1) класичні контракти; 2) неокласичні контракти; 3) контракти відносин, чи реляційні контракти, для реалізації яких потрібна наявність ієрархії. Таким чином, інституції ринку цінних паперів можна вважати сукупністю власників та розпорядників фінансових активів, які взаємодіють між собою з однією метою – знизити рівень трансакційних витрат в процесі торгівлі фінансовими активами. У розвинених країнах основою системи контрактів є формальні правила, тоді як у перехідних країнах – неформальні норми, що «безповоротно накладає відбиток і на розподіл контролю, і на процес прийняття рішення, і на характер взаємодії із зовнішнім середовищем»²⁷⁷.

Сьогодні на ринку цінних паперів укладаються наступні види контрактів²⁷⁸:

- разові для регулювання відносин між професійними учасниками чи інвесторами та одержувачами інвестицій;
- стандартні контракти на основі правил надання фінансових послуг на ринку цінних паперів, як наприклад, між торговцем цінних паперів та клієнтом на управління цінними паперами; на брокерське обслуговування між власником фінансових активів та фінансовим посередником – зберігачем фінансових активів тощо;
- сукупність взаємопов'язаних контрактів, які формують систему правил надання фінансових послуг на ринку цінних паперів, зокрема: правила фондових бірж, саморегулювальних організацій (УАІБ, АУФТ, ПАРД) тощо.

Ринок цінних паперів від початку його становлення і до сьогодні, в тому числі у період приватизації, характеризується надзвичайно низьким показником виконання умов контрактів. Наяв-

²⁷⁶ Уильямсон О. И. (пер. с англ.; научн. ред. В. С. Каткало). Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая контрактация». – СПб.: Лениздат, 1996.

²⁷⁷ Капелюшников Р. «Где начало того конца?..» (заметки об институциональной природе переходных обществ) / Р. Капелюшников // Вопросы экономики. – 2001. – №1. – С. 147.

²⁷⁸ Коваленко Ю. М. Институціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Юлія Михайлівна Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 298.

ність проявів девіантної поведінки учасників контрактних відносин стає нормою ведення бізнесу. Учасники ринку цінних паперів задля максимізації фінансових доходів вдаються до використання тіньових схем. Це змушує їх турбуватись про захист власних інтересів та максимально деталізувати умови виконання контракту. На їхню думку, максимальна деталізація сприятиме моніторингу виконання умов контрактів як з боку безпосередньо учасників ринку, так і з боку органів нагляду та контролю. Дані Світового банку дозволяють порівняти рівень забезпечення виконання контрактів з розвинутими країнами, країнами Європи та Сходу (табл. 3.5).

Таблиця 3.5

Індикатори забезпечення виконання контрактів у 2016 р.

Країна	Забезпечення виконання контрактів ПР	Забезпечення виконання контрактів Рейтинг	Термін (днів)	Вартість (% від загальної суми)	Індекс якості судової системи
США	72,61	20	420	30,5	13,8
Німеччина	73,17	17	499	14,4	12,0
Великобританія	69,36	31	437	43,9	15,0
Польща	63,44	55	685	19,4	10,5
Угорщина	71,90	8	394	15,0	12,0
Росія	74,96	12	337	16,5	11,0
Білорусь	70,36	27	275	23,4	9,0
Китай	77,98	5	453	16,2	14,3
Україна	58,96	81	378	46,3	9,0

Джерело: складено автором за даними Світового банку²⁷⁹

Як видно, Україна у 2016 році займала 81 місце в світі за рівнем забезпечення виконання контрактів. І якщо термін їх виконання становить 378 днів, а забезпечення виконання знаходиться на рівні з іншими країнами, то вартість судових витрат, які ста-

²⁷⁹ Doing Business Measuring Regulation [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://russian.doingbusiness.org/data/exploretopics/enforcing-contracts>

новлять більше як 46% загальної вартості, є досить значною та свідчить про потребу посилення юридичного забезпечення прав власності.

На нашу думку, між правами власності на фінансові активи та трансакційними витратами в процесі торгівлі ними існує тісний зв'язок, оскільки останні «виникають, коли індивіди обмінюються правами власності на економічні активи та забезпечують свої виключні права»²⁸⁰. «Дійсне джерело трансакційних витрат – це диференціація та інтеграція видів господарської діяльності у реаліях інформаційної асиметрії агентів»²⁸¹. «Обсяг трансакцій залежить від того, наскільки можливо зменшити рівень невизначеності для нових контрагентів. Якщо партнери обміну поведуться відповідно до загальноприйнятих правил, їх поведінку можна передбачити: рівень невизначеності знизиться, а обсяг трансакцій зросте»²⁸². Все це дозволяє пояснити збільшення обсягу та видів трансакційних витрат в Україні, пов'язаних з оплатою послуг фінансових посередників.

Інформація, зокрема про фінансовий стан економічних агентів, про вартість фінансових інструментів тощо, відіграє важливу роль у функціонуванні ринку цінних паперів та зниженні трансакційних витрат. Інформація прямо пропорційно обумовлена трансакційними витратами та є одним із базових факторів визначення їх розміру. В нашому випадку ринок цінних паперів і є інформаційною системою, яка включає економічну, фінансову, біржову, комерційну інформацію та новини ділового світу, тоді як «найважливішими, з практичної точки зору, властивостями інформації є цінність, правдивість та актуальність»²⁸³.

²⁸⁰ Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты: монография / Т. Эггертссон; пер. с англ. – М.: Дело, 2001. – С. 29.

²⁸¹ Фролов Д. Парадокс трансакционных издержек / Д. Фролов // Экономист. – 2011. – №5. – С. 76.

²⁸² Поплавська Ж. В. Сектор трансакцій в Україні: проблеми оцінки і розвитку / Ж. В. Поплавська // Научные труды ДонНТУ. Серия: экономическая, 2006. – Выпуск 103-1. – С. 91.

²⁸³ Краснова І. В. Зміст та місце інформації в системі фінансового ринку / І. В. Краснова // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – Вип. 17. – С. 117.

Через наявність на ринку цінних паперів асиметрії інформації формується так званий несприятливий відбір. Це негативно впливає як на розвиток ринку цінних паперів загалом, так і на ефективність здійснення торгівлі фінансовими активами зокрема. Неповна, несвоєчасна та неактуальна інформація, а також наявність на ринку інсайдерської інформації обумовлюються укладення контрактів з метою одержання спекулятивного ефекту. До основних причин неповного інформаційного забезпечення ринку цінних паперів слід віднести наступні:

- отримання необхідної для торговельної діяльності інформації завжди обумовлює додаткові фінансові витрати для контрагентів. Тому сторона угоди, яка є менш поінформованою, зобов'язана витратити додаткові кошти на захист своїх фінансових інтересів або шляхом отримання інформації на ринку, або шляхом деталізації чи розробки складніших контрактів;

- безкоштовна наявна на ринку цінних паперів інформація зазвичай є неактуальною. Емітенти не спішають розкривати інформацію щодо своїх діяльності у встановлені терміни. Тож неактуальна на ринку цінних паперів інформація не може бути використана учасниками в процесі прийняття фінансових рішень;

- пізнавальні можливості працівників аналітичних та інформаційних центрів зазвичай досить обмежені, тому в умовах перенасичення ринку інформацією більша її частина залишається необробленою і з часом просто втрачає свою актуальність;

- не завжди у фінансових інституціях є достатня кількість кваліфікованих спеціалістів зі знаннями та навичками, необхідними для адекватного опрацювання інформації, яка постійно надходить²⁸⁴.

Наявність на ринку цінних паперів асиметрії інформації обумовлює їх неефективний розвиток, оскільки інформація є «фактично антитезою їх прозорості, що безпосередньо впливає на їх ліквідність»²⁸⁵. Проте на практиці існує й зворотний бік асимет-

²⁸⁴ Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПСУ України, 2013. – С. 315-316.

²⁸⁵ Корнєєв В. В. Поведінкові фінанси та інвестування в експлоатаній економіці / В. В. Корнєєв // Економічна теорія. – 07/2009. – №3. – С. 46.

ричної інформації, коли вона виникає через ряд об'єктивних причин. Дж. Стігліц зазначає, що підвищення рівня прозорості фінансових компаній не може змінити ситуацію, оскільки проблема не в нестачі інформації, а в її надлишку²⁸⁶. Відтак це аж ніяк не обумовлює зниження асиметрії інформації, оскільки лише шляхом «зростання загального рівня фінансової грамотності усіх учасників ринку можна зменшити рівень інформаційної асиметрії та наблизити її якщо не до абсолютної асиметрії, то до оптимального рівня»²⁸⁷.

Розвиток інфраструктури сучасного ринку цінних паперів, зокрема його інформаційного та операційного забезпечення, розвиток передових комп'ютерних технологій, розробка спеціального програмного забезпечення дозволяють значно спростити процес одержання інформації. Це обумовлює зниження рівня транзакційних витрат на пошук та обробку необхідної інформації. З одного боку, наявність інформації у відкритому доступі є позитивним явищем, з іншого боку, виникають питання щодо її правдивості. Як вдало зазначає В. Корнівська, сучасний стан ринку можна назвати легітимізацією ринкової інформації, коли ринок цінних паперів стає ринком чуток та пліток²⁸⁸. Наразі в Україні існує критична проблема неправдивості та несвоечасності інформації щодо діяльності фінансових інституцій на ринку цінних паперів: з існуючих 320 КУА та 369 торговців цінними паперами реально працюючі сайти мають 25% КУА та 29% торговців²⁸⁹. Ефективність побудови інфраструктури ринку цінних паперів України залежить від стану інформації про її інституції. Тож уся інформація на ринку повинна бути повною, правдивою,

²⁸⁶ Stiglitz J. Markets Can't Rule Themselves / J. Stiglitz // *Newsweek*. – 2008. – Available at: <http://www.newsweek.com/markets-cant-rule-themselves-82951>

²⁸⁷ Юрій С. Новий світовий економічний порядок: історія, теорія, напрямки формування / С. Юрій, Є. Савельєв // *Журнал європейської економіки*. – 2009. – № 4. – С. 363.

²⁸⁸ Корнівська В. О. Якість інформації як чинник довіри / В. О. Корнівська // *Екон. теорія*. – 2009. – № 4. – С. 16-23.

²⁸⁹ Круглий стіл: «Ренкінг публічності на фондовому ринку України: аналіз веб-сайтів профучасників» [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – 2012. – Режим доступу до ресурсу: https://smida.gov.ua/news/allnews/renking_publichnosti_na_fondovomu_rinku_ukrayini.

прозорою та корисною для інвестора. Лише публічне розкриття інформації щодо економічних агентів ринку цінних паперів оптимізує проблему «асиметрії інформації» та підвищить їх відповідальність при виборі стратегії розвитку. Це стосується й емітентів цінних паперів – суб'єктів господарювання. Фактично усі вони з 2008 року переведені із відкритих акціонерних товариств у публічні проте на практиці лише незначна їх кількість дійсно відповідає критерію публічності. Тому всі учасники ринку цінних паперів повинні бути публічними не лише за документами, а й по суті.

На цьому можна було б поставити крапку, довівши, що існує сфера відносин в процесі функціонування ринку цінних паперів, яка може бути врегульована на законодавчому рівні. Беззаперечно, державне регулювання має формальну сторону та фіксується у формі відповідних нормативних актів (конституційна норма, закон, укази, постанови тощо). Теоретично можна виділити прямі та непрямі цілі державного регулювання ринку цінних паперів. Наприклад, захист прав власності, доступність реалізації фінансових інтересів є безпосередньо вираженими цілями, які відображені та закріплені в законодавчих нормах. Тим часом непрямі – це цілі, які цілком усвідомлюються учасниками ринку цінних паперів, проте не можуть бути задекларовані, принаймні в демократичній країні. Це, зокрема, посилення тиску на окремих учасників ринку. Це спонукає до формування системи прав, процедур прийняття рішень та механізмів, які дозволятимуть використовувати наявні нормативні акти для досягнення поставленої мети. Окрім цього, існують такі чинники, які впливають на формалізацію відносин на ринку цінних паперів, проте не повністю усвідомлюються суб'єктами правового регулювання. Це рівень довіри, звичаї, наявні цінності чи їх відсутність, як, наприклад, ігнорування правил.

3.3. Національна ментальність та інституційна довіра в системі неформальних інститутів ринку цінних паперів

Торгівля фінансовими активами здійснюється з обмеженнями, які встановлюються державою та учасниками ринку цінних паперів. Зазвичай такі обмеження є корисними, оскільки в умовах асиметрії інформації дозволяють здійснювати торговельні операції швидше та з меншими витратами. Проте якщо говорити про неформальні обмеження в організації торгівлі фінансовими активами, все не так однозначно. Спрогнозувати поведінку учасників ринку цінних паперів в умовах невизначеності набагато складніше, а це збільшує час та витрати на прийняття необхідних фінансових рішень²⁹⁰. Сьогодні вітчизняна наукова література налічує незначну кількість досліджень, присвячених проявам неформальних інститутів, проте зазвичай науковці описують їх наявність як негативне явище на ринку, в тому числі й на ринку цінних паперів, ставлять їх на один щабель із корупційними явищами, виводять за межі легальних економічних відносин. Не можемо погодитись із цим, оскільки вважаємо, що *неформальні інститути на ринку цінних паперів не протистоять формальним, а є складовою частиною і лише в складі останніх діють як природні та закономірні наслідки правового регламентування ринку цінних паперів*.

Запропоноване нами поняття «інституційне поле ринку цінних паперів» дозволяє відокремити відносно самостійну інституційну (неформальну) підсистему та дослідити закономірності і тенденції її розвитку. Її відносна самостійність полягає в тому, що вона нерозривно пов'язана з іншими підсистемами, зокрема через неформальні інститути, які, маючи наскрізний характер, проникають у всі взаємозв'язки та взаємодії на ринку цінних паперів.

²⁹⁰ Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С. 67.

Розглядаючи вплив неформальних інститутів, перш за все слід з'ясувати сутність категорії «неформальна підсистема» інституційного поля ринку цінних паперів. Система інститутів, сформованих людьми, існує зазвичай у людській свідомості, тому, розглядаючи інституційне поле, слід враховувати вплив психологічних чинників на його розвиток та розвиток ринку цінних паперів зокрема. Саме підсвідоме в поведінці економічних агентів трансформує їх із раціонально-економічної особи, яку досліджували представники класичної економічної теорії, в ірраціональну особу, яку розглядають сучасні теоретичні школи, оскільки «врахування цих моментів набагато ефективніше пояснює сучасну картину економічного життя у світі, у тому числі світову фінансову кризу 2008 р., ніж класичні схеми внаслідок їх надмірної абстрактності»²⁹¹.

Неформальні інститути ринку цінних паперів – це система неформальних зв'язків між його учасниками, основою яких зазвичай є особисті взаємини, що доповнює чи замінює офіційно встановлений порядок організації діяльності на ринку цінних паперів. Таким чином, неформальні норми виходять за межі правового регламентування, проте перебувають у межах правового поля функціонування ринку цінних паперів. Основна відмінність між формальними правилами та неформальними нормами обумовлюється не рівнем суворості покарання, а здебільшого тим, хто формує дані правила та примушує їх виконувати. В основі цього підходу лежить проведене Ф. Хайєком протиставлення «порядку, заснованого на законі» (legal order) і «мимовільного порядку» (spontaneous order)²⁹². «Порядок, заснований на законі» виникає, коли держава встановлює закони й карає тих, хто їх порушує. «Мимовільний порядок» встановлюється, коли люди втягуються в стійкі моделі поведінки, оскільки ніхто з них не може

²⁹¹ Інституційні чинники розвитку фінансового сектору економіки в умовах ринкової трансформації: монографія / В. М. Соболєв, М. В. Олійник, О. Л. Яременко, І. В. Шкодіна, М. В. Іващенко; ред.: В. М. Соболєв; Нац. банк України, Ун-т банк. справи. - К.: УБС НБУ, 2010. – С. 94

²⁹² Friedrich A. von Hayek. New Studies in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas. Chicago: University of Chicago Press, 1978. - 314 p.

виграти, відхиляючись від цих моделей поведінки, навіть якщо немає ефективних правових механізмів стримування²⁹³.

Проблема впливу психологічних факторів на економічну поведінку індивідів в процесі прийняття економічних рішень доволі широко досліджувалась зарубіжними науковцями. Варто звернути увагу на результати розробок Дж. Кейнса (основний психологічний закон); нобелівського лауреата Р. Лукаса (теорія раціональних очікувань), Д. Канемана та А. Тверські (теорія перспектив), В. Сміта (модель фондового ринку) та інших. На відміну від традиційних уявлень, що економічні агенти на ринку керуються власною вигодою та приймають розумні рішення задля досягнення цієї мети, Д. Канеман доводить, що учасники ринку часто приймають нераціональні з економічного погляду рішення, в тому числі у торгівлі фінансовими активами²⁹⁴. Зокрема, поширеною формою ірраціональної поведінки є відкладення прийняття важливих економічних рішень: економічні агенти, які приймають економічні рішення, досить часто помиляються, і це дозволяє аналізувати хаос людських рішень. Аналогічно прогнозуванню та класифікації фінансових активів можна прогнозувати та класифікувати людські помилки²⁹⁵.

Ірраціональність дій інвесторів підтверджується і моделлю фондового ринку (запропонованою В. Смітом), де він періодично опиняється то в стані буму, то в стані падіння, причому зазвичай незалежно від реальної цінності фінансових інструментів, що на ньому обертаються²⁹⁶. Це, безумовно, ускладнює діяльність на ринку цінних паперів та вимагає застосування нових фінансових

²⁹³ Одинцова М. И. Институциональная экономика: учеб. пособие для студ. вузов, обучающихся по направлению подгот. «Экономика» / М. И. Одинцова ; Государственный ун-т «Высшая школа экономики». – М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2008. – 397 с.

²⁹⁴ Kahneman D. Would You Be Happier If You Were Richer? A Focusing Illusion / D. Kahneman, A. B. Krueger, D. Schkade, N. SchwarzArthur A. Stone // Science 30 Jun 2006: Vol. 312, Issue 5782. P. 1908-1910. DOI:10.1126/science.1129688 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://science.sciencemag.org/content/312/5782/1908.full>

²⁹⁵ Алленых М. А. Роль неформальных институтов в становлении банковских систем / М. А. Алленых. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://econ-old.asu.ru/lib/sborn/iimer2007/pdf/stat17.pdf>

²⁹⁶ Smith B. M. A history of the global stock market: from ancient Rome to Silicon Valley / B. M. Smith. – University of Chicago Press edition, 2004. – 344 p.

технологій, котрі базуються на сучасних математичних методах. Реальні причини такої поведінки ще й досі залишаються нез'ясованими, проте однозначно одна частина з них пов'язана зі стереотипами мислення економічних агентів, інша частина – із підсвідомими факторами людської діяльності.

Слід враховувати, що торгівля фінансовими активами значною мірою визначається специфічними культурними умовами, сформованими в процесі історичного розвитку. Звернення до ментальних факторів необхідне з декількох причин. По-перше, специфіка ментальності нації може унеможливити будь-які реформи і позитивні трансформації на ринку цінних паперів. По-друге, врахування особливостей вітчизняного менталітету необхідне для того, щоб в процесі встановлення правил торгівлі фінансовими активами не втратити визначальних для них потенційних характерних рис. По-третє, потрібно адекватно визначити, у чому полягає сутність «економічного менталітету», щоб у разі потреби, з одного боку, прагматично використовувати, а з іншого – рішучіше долати гравітацію ментального тяжіння. І, нарешті, по-четверте, відносно неупереджений і критичний розгляд теперішніх поглядів на вітчизняний менталітет дозволить дистанціюватися від невиправданих крайнощів у його дослідженні.

Економічна ментальність – це цінність та норми поведінки господарювання, тією чи іншою мірою характерні для представників певної групи. В економічній ментальності представлена та частина культури, яка дає людині можливість орієнтуватися в діяльності, пов'язаній з виробництвом споживчих цінностей²⁹⁷. Специфічність економічної ментальності залежить безпосередньо від національного характеру та релігійної приналежності. Цілком логічним є визначення економічної свідомості, «сценічний характер якої визначається біосоціальними факторами, культурною своєрідністю, етнонаціональними та іншими особливостями носі-

²⁹⁷ Латов Ю. Открытия и парадоксы этнометрического анализа российской хозяйственной культуры по методике Г. Хофстеда / Ю. Латов, Н. Латова // Мир России. – 2007. – №4. – С. 43-72.

їв ментальності»²⁹⁸. У загальному розумінні економічну ментальність слід визначати як таку, яка пов'язана з фінансовою діяльністю людини та суспільства, а на ринку цінних паперів – безпосередньо діяльність, пов'язану з торгівлею фінансовими активами. Торговельна діяльність на ринку цінних паперів поєднує в собі «...як свідоме (алгоритми, моделі, «звички» мислення та поведінки), так і несвідоме (таке, що «спрацьовує» автоматично, на рівні автоматизмів мислення й поведінки) при сприйнятті *економічним агентом* (курсив наш. – Мацук З. А.) тих чи інших реальних або уявних (умовних) ситуацій, в яких він перебуває або які «програмує» як стратегію поведінки»²⁹⁹.

Вихідна основа таких міркувань пов'язана з виділенням певних фундаментальних аспектів функціонування ринку цінних паперів, пов'язаних із неформальною частиною його інституційного поля. Це схильність брати на себе виконання зобов'язань, обмеження опортуністичних тенденцій у власній поведінці, нормальна (а не занижена) оцінка майбутнього та довіра до навколишніх людей. Саме вказані риси забезпечують ефективну координацію торговельної діяльності на ринку цінних паперів у часі та просторі. Іншими словами, за наявності цих принципів ринок цінних паперів, діяльність на якому забезпечується виконанням контрактних зобов'язань, може успішно функціонувати, в той час як відсутність чи недостатність будь-якого з даних принципів може «підірвати» наявну систему. Невиконання зобов'язань, а то й прямий обман, недовіра до економічних агентів ринку цінних паперів, небажання виконувати обіцянки, а також відмова враховувати будь-що, що виходить за межі фінансових вигод, – все це гальмує роботу ринку цінних паперів, засновану на економічних свободах, та робить її функціонально інертною.

Останнім часом у більшості західних капіталістичних країн – особливо протестантських – відслідковується дехристиянізація,

²⁹⁸ Гайдай Т. В. Парадигма інституціоналізму: методологічний аспект: монографія / Т. В. Гайдай – К.: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2008. – С. 241.

²⁹⁹ Бондаренко О. В. Українська національна економічна ментальність і дух «капіталізму» / О. В. Бондаренко // Гуманітарний вісник ЗДІА. – 2009. – Вип. 37. – С. 171.

яка полягає не лише у зменшенні кількості осіб, які позиціонують себе як практикуючі християни, а й у закріпленні норм, що витісняють християнські цінності із суспільного життя цих країн. Християнська етика витісняється етикою гедонізму – споживачького ставлення до життя. Проте в довгостроковій перспективі це може мати негативний вплив на економічні інститути сучасного капіталізму. Річ у тому, що перераховані неформально-інституційні характеристики формуються саме християнською етикою, а розмивання цієї етики призводить до деградації неформальних інститутів. Норми, що спонукають до виконання зобов'язань: не обманювати партнерів, довіряти їм, думати про майбутнє – з часом відмирають. У результаті опортунізм та інвестиційна недалекоглядність поступово можуть трансформуватися в норми. За таких умов торгівля фінансовими активами не може функціонувати успішно та в перспективі може деградувати в менш ефективну систему³⁰⁰.

Для усвідомлення специфіки впливу менталітету на формування ринку цінних паперів слід врахувати особливий стан, у якому протягом двадцяти п'яти років перебувало наше суспільство, що складається переважно з людей, які пережили складні етапи фінансових криз, фрагментацію і переформування. Раніше майже кожен відчував себе радянською людиною, мав стабільне становище, майбутнє було цілком пов'язане з наявним середовищем, майже наскрізь детерміноване, сьогодні ж відбувається складний і суперечливий процес трансформації економіки, установлену структуру суспільства зруйновано, значна частина населення опинилась у ситуації «примусової адаптації».

Розвиток ринку цінних паперів чималою мірою залежить від того, як національна господарська культура реагує на передовий світовий досвід: відштовхує його, творчо сприймає чи автоматично копіює. В економічній історії України переважно відслідковується низка спроб копіювати світовий досвід та відштовхувати

³⁰⁰ Розмаинский И. Дехристианизация и экономические институты современного капитализма / И. Розмаинский // Сборник докладов Международной научной конференции Экономика и религия 6–7 июня 2014 года. – Санкт-Петербург, 2014. – С. 80.

його. До кінця ХХ ст. економісти досліджували господарське життя суспільства, як пасивний об'єкт соціального конструювання, коли досвідчений «архітектор» може на місці «застарілої хатини» побудувати «прекрасний замок». Провали спроб перетворити країни соціалістичного табору в «нормальне» західне суспільство довели, що «архітектор» повинен враховувати «опір матеріалу».

Хоча минуло вже 25 років від початку «капіталістичної революції», капіталізм в Україні, як і раніше, почувається незатишно. У зв'язку з цим виникають питання: наскільки українська культура сумісна з ідеєю капіталістичної модернізації? Чи не зажадає така модернізація кардинальної відмови від українського національного менталітету? Або ж, в силу особливостей вітчизняної ментальності, така модернізація в принципі може не виявитися в нашій країні успішною? Для відповідей на ці запитання ми намагалися використати ідеї етнометрії - нового полідисциплінарного напрямку, за допомогою якого можна з'ясувати, наскільки українська ментальність відрізняється від ментальності інших націй і, отже, які національні моделі ринку цінних паперів більше підходять для України.

Одна з найбільш популярних етномертичних методик розроблена в 1960–1970 рр. голландським психологом Г. Хофстедом: різні нації порівнюються за шістьма показниками, які характеризують панівні ціннісні системи представників різних країн і етнічних груп. Це дає можливість визначити місце будь-якої країни на загальносвітовій ментальній карті³⁰¹: дистанція влади (Power Distance – PDI); індивідуалізм (Individualism – IDV); мужність (Masculinity – MAS); прагнення уникнути невизначеності (Uncertainty Avoidance – UAI); довгострокова орієнтація (Long-Term Orientation – LTO), поблажливість (Indulgence versus Restraint – IND) (характеристики показників подано у табл. Є.1, Додаток Є). Усі показники, як правило, знаходяться в інтервалі від 0 до 100 балів. Вихідні дані для проведення дослідження на-

³⁰¹ The Hofstede Centre. National cultural dimensions. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://geert-hofstede.com/national-culture.html>

ведено у табл. Ж.1, Додаток Ж. Розрахунок коефіцієнтів кореляції дозволив виявити залежність між показниками менталітету, за Г. Хофстеде, у різних країнах світу. Встановлено, що значний зв'язок прослідковується між рівнем ментальності населення України та Румунії, Росії, Болгарії, Словенії, Туреччини, Португалії (табл. 3.6).

Таблиця 3.6

Значення показників ментальних характеристик за методикою Г. Хофстеде

Країни	Тіснота зв'язку	Ментальні показники					
		PDI	IDV	MAS	UAI	LTO	IND
Україна		92	25	27	95	55	18
Найтісніший зв'язок							
Румунія	0,99	90	30	42	90	52	20
Росія	0,96	93	39	36	95	81	20
Болгарія	0,93	70	30	40	85	69	16
Словенія	0,88	71	27	19	88	49	48
Туреччина	0,87	66	37	45	85	46	49
Португалія	0,85	63	27	31	99	28	33
Найслабший зв'язок							
Норвегія	-0,12	31	69	8	50	35	55
Німеччина	-0,12	35	67	66	65	83	40
Нідерланди	-0,20	38	80	14	53	67	68
Швеція	-0,43	31	71	5	29	53	78
Австрія	-0,48	11	55	79	70	60	63
Австралія	-0,63	36	90	61	51	21	71
США	-0,67	40	91	62	46	26	68
Канада	-0,71	39	80	52	48	38	68
Нова Зеландія	-0,78	22	79	58	49	33	75
Великобританія	-0,91	35	89	66	35	51	69

Джерело: розраховано автором за даними³⁰²

³⁰² Там само.

Результати, наведені на рис. И.1, Додаток И та табл. 3.6, перш за все доводять, що Захід є Захід, Схід є Схід і з місця вони нікуди не рухатимуться. Внизу чітко згруповані країни Заходу, в тому числі Канада і США. Як не дивно, тут немає жодної країни з неєвропейськими культурними коренями. Вище йдуть країни Сходу – країни ісламської, конфуціанської, індо-буддистської, православної та іберо-американської цивілізацій. До цієї групи потрапила така європейська країна як Іспанія, що не є дивним, оскільки ця іберійська країна, враховуючи історичні причини, має більшу приналежність до культури країн Сходу, аніж інші європейські країни.

Україна, як видно з рисунка, знаходиться між Заходом та Сходом, хоча ближчою є все ж таки до Заходу. Її найближчі країни-сусіди – Росія, Туреччина, Румунія, Болгарія, Словенія – це країни як Заходу, так і Центральної Європи. Тому відповідь на запитання, чи є Україна європейською країною, можна дати наступним чином: так, є, приблизно в такій мірі, як Туреччина. Як це не парадоксально, але така реальність.

Ми вважаємо, що існує залежність та тісний зв'язок між показниками ефективності ринку цінних паперів (gross capital formation; easy of protecting minority investors; market capitalization; venture capital deals)³⁰³ (характеристики показників подано у табл. К.1, Додатку К) та показниками менталітету за Г. Хофстеде. Країни, обрані для дослідження, характеризуються найтіснішим зв'язком з Україною за ментальними характеристиками. Вихідні дані для проведення дослідження представлені в табл. 3.7.

Наведені в табл. 3.8 розрахунки ще раз підтверджують наявність тісного зв'язку між ментальними характеристиками обраних країн та показниками розвитку ринків цінних паперів.

³⁰³ Indicator Rankings & Analysis. [Електронний ресурс]. Global Innovation Index. – Режим доступу: <https://www.globalinnovationindex.org/analysis-indicator>

Таблиця 3.7

Значення показників ментальних характеристик за методикою Г. Хофстеде та міжнародних показників ефективності ринку цінних паперів

Країни	Міжнародні показники				Ментальні показники					
	GCF	IPMI	MC	VCD	PDI	IDV	MAS	UAI	LTO	IND
Україна	15,8	56,7	15,7	2,5	92	25	27	95	55	18
Румунія	25,0	60	7,6	3,4	90	30	42	90	52	20
Росія	21,6	60	29,5	0,3	93	39	36	95	81	20
Болгарія	22	73,3	14,4	2,0	70	30	40	85	69	16
Словенія	18,8	75	14,1	1,7	71	27	19	88	49	48
Туреччина	17,4	70	26,3	2,6	66	37	45	85	46	49
Португалія	15,0	56,7	30,1	26,6	63	27	31	99	28	33

Джерело: розраховано автором за даними³⁰⁴

Таблиця 3.8

Коефіцієнти кореляції показників ментальних характеристик за методикою Г. Хофстеде та міжнародних показників ефективності ринку цінних паперів

	Україна	Румунія	Росія	Болгарія	Словенія	Туреччина	Португалія
Україна	1						
Румунія	0,97852	1					
Росія	0,965656	0,937471	1				
Болгарія	0,933308	0,942352	0,948487	1			
Словенія	0,900485	0,879555	0,844061	0,880173	1		
Туреччина	0,874122	0,880198	0,835159	0,877568	0,946267	1	
Португалія	0,860135	0,819772	0,743879	0,755223	0,846219	0,846411	1

Джерело: розраховано автором за даними³⁰⁵

³⁰⁴ Там само.

³⁰⁵ Indicator Rankings & Analysis. [Електронний ресурс]. Global Innovation Index. – Режим доступу: <https://www.globalinnovationindex.org/analysis-indicator>; The Hofstede Centre. National cultural dimensions. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://geert-hofstede.com/national-culture.html>

Протягом останніх десятиліть Україна намагається копіювати світову модель економіки і в пошуках відповіді на запитання, на яку з країн орієнтуватись, намагалась впровадити американську ліберальну модель або ж німецьке ринкове господарство. Про Словенію ж мову ніхто не вів, хоча її досвід поєднання «нормального» підприємництва та «комуністичних» кібуців може дати достатню підставу для роздумів щодо перспектив розвитку ринку цінних паперів в Україні. Роздуми є надзвичайно актуальними, враховуючи те, що саме словенський досвід показує успішну модель капіталістичної модернізації в умовах складного поліетнічного складу населення.

Ментальність економічних агентів не є однаковою (табл. Л.1, Додаток Л), що на перший погляд суперечить аксіомі сучасної економічної теорії, основний принцип раціональної діяльності всіх учасників якої – максимізація поведінки. Це означає, що, приймаючи відповідальні рішення, індивід прагне або максимізувати власну вигоду від використання обмежених ресурсів, або мінімізувати витрати ресурсів для досягнення відповідного результату. Проте слід пам'ятати, що економічному агенту важливо не лише мати максимально можливу дохідність на ринку, а й «зберігати власне обличчя» в очах інших учасників. Відповідно до цього максимізація поведінки передбачає максимізацію як доходу, так і престижу. Якщо дохід трактується більш-менш однаково, то поняття престижу в різних учасників ринку може відрізнятися.

Враховуючи роль ментальних норм у фінансовій поведінці учасників ринку цінних паперів, ми виділили їх відповідність можливим перетворенням на ринку цінних паперів (табл. 3.9).

Господарська культура формує значні обмеження на соціальне конструювання, здійснює своєрідне «тестування» нових інститутів на їх сумісність із раніше прийнятими цінностями та нормами; прищеплюються лише ті новації, які є дотичними до старих культурних традицій (конгруентні ним). Таким чином, вітчизняна економічна ментальність – фундаментальний неформальний інститут – істотно відрізняється як від «типово західної» менталь-

ності, так і від «типово східної». Це дозволяє поставити під сумнів успіх інституційного імпорту загалом – із Заходу та зі Сходу. Це ще раз підтверджує важливість економічної ментальності та необхідність її розгляду у складі інституційного поля ринку цінних паперів. Очевидно, що швидкий та якісний розвиток ринку цінних паперів можна забезпечити лише завдяки врахуванню національної ментальності, проте у довгостроковій перспективі переважання неформальних інститутів над формальними може призвести до збільшення зловживань та опортуністичної поведінки, оскільки неформальні угоди формуються в загальних рисах та не забезпечені надійними санкціями. Як наслідок, учасники торгівлі фінансовими активами залишаються без захисту, а рівень довіри між ними стає надзвичайно низьким³⁰⁶.

Таблиця 3.9

Відповідність національних ментальних рис розвитку ринку цінних паперів

Позитивні характеристики		Негативні характеристики	
Індивідуалізм	Здійснення ризикових операцій; покладання виключно на себе	Недовіра	Низький рівень інституційної довіри
Економічна самостійність	Схильність до непокори	Нерозвиненість фінансової культури	Відсутність моральних принципів
Терплячість	Досягнення інвестиційних цілей; збільшення інвестиційного горизонту	Утриманство	Необхідність постійного примусу в процесі фінансового управління
Інтуїтивність	Адаптивність до коливань ринку цінних паперів, активний моніторинг	Наслідування	Сліпе використання зарубіжного досвіду
		Консерватизм	Інертне сприйняття фінансових інновацій

Джерело: розроблено автором на основі³⁰⁷

³⁰⁶ Коваленко Ю. М. Неформальні норми фінансового сектора економіки: економічна ментальність та інституційна довіра / Ю. М. Коваленко // Економічна теорія. – 2011. – №2. – С. 63.

³⁰⁷ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 327.

Довіра є важливим та необхідним елементом будь-якої працездатної інституційної системи³⁰⁸ та неформальною нормою у суспільстві, вона показує стосунки між людьми в усіх сферах діяльності³⁰⁹. Ринок цінних паперів функціонує стабільно доти, доки всі його учасники перебувають у стані впевненості («the state confidence»), що має важливу суб'єктивну складову³¹⁰. У цьому контексті використовують поняття «інституційна довіра» – довіра до фінансових інституцій, основою якої є дружні відносини в процесі тривалої взаємодії; інтереси, коли довіра до контрагента базується на оцінці його вигод та втрат від ослаблення партнерства; етичні цінності та норми, які поділяються партнером та породжують поведінку, що заслуговує на довіру³¹¹. Слід зазначити, що «соціологи та психологи даний феномен розглядають у парі «довіра–недовіра»: довіра не завжди є корисною, а недовіра – злим явищем; надлишок довіри може значно нашкодити, тоді як здорова недовіра може запобігти втратам чи навіть принести користь³¹². На сьогодні є лише дві ґрунтовні праці³¹³ щодо впливу недовіри на економічні процеси, з яких випливає, що на ринку цінних паперів довіра є «механізмом зниження витрат на забезпечення передбачуваності фінансової поведінки, а недовіра – бар'єром для виробництва та споживання фінансових послуг»³¹⁴.

³⁰⁸ Fukuyama F. *Trust: the Social Virtues and the Creation of Prosperity* / Fukuyama F. – New York: Free Press, 1995. – 480 p.

³⁰⁹ Малий І. Й. Інститут довіри та конкурентоспроможність національної економіки / І. Й. Малий // Теоретичні та прикладні питання економіки: зб. наук. праць / Київ. нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. – 2009. – №19. – С. 11.

³¹⁰ Кейнс Дж. М. *Общая теория занятости, процента и денег* / Дж. М. Кейнс [пер. с англ.]. – М.: Ексмо, 2007. – 960 с. – (Антология экономической мысли).

³¹¹ Клейнер Б. Г. *Экономика России и кризис взаимных ожиданий* / Б. Г. Клейнер // *Общественные науки и современность*. – 1997. – №3. – С. 15-29.

³¹² Пилипенко Г. М. *Економічна ментальність українців та проблеми її діагностики у трансформаційній економіці* / Г. М. Пилипенко, Н. І. Литвиненко // *Науковий вісник НГУ*. – 2009. – №10. – С. 97.

³¹³ Aghion P. *The regulation and distrust* / P. Aghion, Y. Algan, P. Cahuc, A. Shleifer // *Quarterly Journal of Economics*. – 2010. – August. – P. 1015-1049; Калюжнова Н. Я. *Экономика недоверия: роль социального капитала в России* // *Journal of institutional studies : журнал институциональных исследований*. – 2012. – Т. 4. – №2. – С. 74-82.

³¹⁴ Коваленко Ю. М. *Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія* / Юлія Михайлівна Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 330.

Ринок цінних паперів – це перш за все ринок довіри. Чесність та прозорість його учасників, на яких ґрунтується довіра інвесторів, – основні цінності цього ринку. Необхідне посилення довіри як важливого елементу інституційного забезпечення ринку цінних паперів та постійна її підтримка.

Ринок цінних паперів швидко та ефективно розвивається лише в тому випадку, коли всім його учасникам добре зрозумілі та видні перспективи. Визначеність у перспективах розвитку підвищує передбачливість ринку, що об’єктивно сприяє розширенню його інвестиційного сектору. Це обумовлює стабільність економічного розвитку та стимулює довгострокові інвестиції у виробництво.

Сучасний ринок цінних паперів характеризується віртуальністю, а також переважанням розмов, попереджень, публічних виступів та прогнозів щодо його розвитку³¹⁵. У своїх працях Б. Вільямс пише про відсутність залежності майбутнього і теперішнього стану ринку цінних паперів від моделей минулого та вважає, що неефективна робота трейдерів спричинена надмірною довірою до аналітичних досліджень та фундаментальних розробок з теорії торгівлі, а їх успіх визначається «теорією хаосу» та психологічними настроями трейдера в момент контакту з ринком³¹⁶. Ринок цінних паперів сформував «уніфіковані моделі соціальної поведінки, спрямовані на максимальну ідентифікацію індивіда і мережевої системи ... Сучасна структура відносин ... забезпечує реалізацію природного прагнення до максимальної індивідуалізації вигод та розмивання і десуб’єктивізації відповідальності»³¹⁷. Значне збільшення кількості операцій з фінансовими активами до фінансової кризи спричинило появу великої кількості учасників

³¹⁵ Яременко О. Л. Институциональные характеристики финансовой глобализации / О. Л. Яременко, Т. В. Розит // Научные труды ДонНТУ. – 2009. – Вып. 37 – 1. – С. 153-157. – (Серия «Экономическая»).

³¹⁶ Вильямс Б. Торговый хаос. Экспертные методики максимизации прибыли / Б. Вильямс; [пер. с англ.]. – М.: ИК Аналитика, 2005. – 237 с.; Вильямс Б. Новые правила в биржевой торговле. Как извлечь прибыль из хаоса: рынки акций, облигаций и фьючерсов / Б. Вильямс; [пер. с англ.]. – М.: ИК Аналитика, 2000. – 156 с.

³¹⁷ Яременко О. Л. Институциональные характеристики финансовой глобализации / О. Л. Яременко, Т. В. Розит // Научные труды ДонНТУ. – 2009. – Вып. 37 – 1. – С. 156. – (Серия «Экономическая»).

ринку цінних паперів, а потім внаслідок кризи – її скорочення, тоді як рівень їх освіти не відповідає прискореному професійному прогресу. Тому під сумнів ставляться аналітичні огляди та рекомендації аналітиків, що ґрунтуються на аналізах фінансової діяльності компаній, оскільки «якщо влада та керівництво великих компаній не знають, що може з ними трапитись, годі й говорити про інвесторів. Просто інвесторам не варто довіряти нічому з того, що вони чують»³¹⁸.

Довіра – це основа розвитку фінансового посередництва на ринку цінних паперів; вона дозволяє власникам заощаджень довіряти їх фінансовим інституціям, а фінансовим інституціям – здійснювати управління фінансовими активами, які не перебувають під їх контролем і не є їх власністю. Натомість проведене Агенцією з міжнародного розвитку США (USAID) дослідження щодо розвитку ринку капіталу в Україні продемонструвало загалом не позитивні результати: «...населення має відносно низьку думку про приватні організації, які надають фінансові послуги. ... інвестиційним фондам довіряють 6% респондентів, а недержавним пенсійним фондам – 5%»³¹⁹.

Наразі в Україні практично не усвідомлюють існування високого рівня недовіри населення до інституцій ринку цінних паперів. Цікавим є твердження частини населення, що довіра – це філософське поняття, яке більш притаманне психології та не має нічого спільного з фінансами. Проте науковці – як світові, так і вітчизняні – наголошують на протилежному. Зокрема, Дж. Кейнс вважає, що наслідком кризи 30-х років стала криза довіри. Погоджуємось цілком із цим твердженням, адже ринок цінних паперів працює стабільно та ефективно, допоки всі його учасники перебувають у «стані впевненості»³²⁰. Тож недооцінювати масштаб-

³¹⁸ Пятенко С. В. Экономический кризис и личные финансы / С. В. Пятенко, Т. Сапрыкина // М.: КНОРУС, 2009. – С. 64.

³¹⁹ The United States Agency for International Development (USAID) / Ukraine [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.usaid.gov/where-we-work/europe-and-eurasia/ukraine>

³²⁰ Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс; [пер. с англ.]. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с. – (Антология экономической мысли).

ність наслідків кризи довіри в Україні вкрай небезпечно, враховуючи низький рівень довіри, одержаний нею в спадок від Радянського Союзу: уряд не довіряв народу, тому було створено партію, мета якої полягала у формуванні людської свідомості та керуванні й спрямуванні дій людей; держава, в свою чергу, не довіряла ринковій економіці, тому сповідувала принципи планової економіки та характеризувалася державним контролем за інвестиціями, державною власністю на промислові активи тощо. Після провалу приватизації та розподілу державної власності серед обмеженого кола осіб «проблема довіри була загнана в глухий кут»³²¹. Відтак криза довіри проявилась під час світової фінансової кризи, а потім і під час політико-економічної кризи в Україні, коли за більш-менш стабільного курсу гривні протягом 2009–2013 років розпочався її обвал. Експерти одноголосно стверджували, що «психологічний бар'єр», нижче якого ні в якому разі не можна було допускати подальшу девальвацію гривні, становив 12 гривень за долар, проте реально НБУ не вдалося втримати курс на рівні нижньої межі, тому на початок 2015 року він знизився на 137,5%, а на кінець лютого того ж року – на 325%. Безумовно, це не могло не позначитись на ринку цінних паперів, на якому розрахунки здійснюються в національній валюті. Обвал гривні призвів до погіршення ситуації на ринку, який не може ефективно діяти в умовах постійних девальвацій, зниження практично до нуля ділового клімату та скорочення основних показників реального сектору економіки, який, окрім цього, зазнає значних втрат внаслідок ескалації військово-політичного конфлікту на сході України.

Ніщо в світі не завойовується так довго, як довіра. Тимчасом як втратити її можна за лічені хвилини. Відтак на відновлення довіри піде не один рік наполегливої праці. Це, зокрема, стосується і професійних учасників ринку цінних паперів, які, незважаючи на низький рівень ліквідності ринку, його спекулятивну

³²¹ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПС України, 2013. – С. 337.

спрямованість, сьогодні все ще продовжують користуватись довірою серед населення (табл. 3.10)

Таблиця 3.10

Народні рейтинги інституцій ринку цінних паперів в Україні у 2017 р.

Місце	Фінансова установа	Середній бал	Кількість	
			голосів	відгуків
1	Кінто	3,30	113	180
2	ОТП Капітал	3,24	50	74
3	Альтус Ассетс Активітіс	3,18	11	16
4	Парекс	3,17	23	8
5	СПАРТА	3,00	5	8
6	АРТ Капітал Менеджмент	2,92	52	120
7	Івекс Ессет Менеджмент	2,80	10	17
8	Драгон Ессет Менеджмент	2,76	51	57
9	Фоіл Ессет Менеджмент	2,54	26	19
10	Ініціатива	2,54	13	10
11	Дельта капітал	2,84	23	19
12	СЕБ ЕМУ	2,47	15	19
13	Експерт	2,33	9	8

Джерело: складено автором на основі даних³²²

Це актуалізує розв'язання проблем щодо формування формальних правил та розвиток на ринку цінних паперів неформальних норм, спрямованих на підвищення рівня інституційної довіри, адаптацію розвитку фінансових інституцій та їх діяльності до інвестиційних потреб споживачів фінансових послуг шляхом: впровадження вітчизняного індексу довіри до фінансових установ³²³; підтримання інституцій з боку уряду³²⁴; створення систе-

³²² Народний рейтинг компаній з управління активами [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://finance.ua/ru/ratings/customer_services/-/amc

³²³ Кузина О. Е. Доверие финансовым институтам: опыт эмпирического исследования / О. Е. Кузина, Д. Х. Ибрагимова // Мониторинг общественного мнения. – 2010. – №4 (98). – С. 26-39.

³²⁴ Леонов В. Криза довіри, або Чому потрібна рекапіталізація [Електронний ресурс]. / В. Леонов // Дзеркало тижня. – 2009. - № 13, 20 квітня. – Режим доступу: https://dt.ua/ECONOMICS/kriza_doviri,_abo_chomu_potribna_rekapitalizatsiya.html

ми гарантування вкладів інвестицій фізичних та юридичних осіб небанківських установ; стимулювання колективного інвестування та його безпеки; посилення контролю за діяльністю інституційних інвесторів і їх податкового стимулювання³²⁵.

Показники, які характеризують рівень користування економічними агентами – учасниками ринку цінних паперів різного роду фінансовими послугами, що надаються фінансовими посередниками, ще раз підкреслює низький рівень довіри до фінансових інституцій. Це актуалізує дослідження рівня фінансової грамотності як одну з нагальних та важливих проблем в Україні. Організація USAID у рамках проекту «Трансформація фінансового сектору України» проводила протягом 2017 р. дослідження на тему «Фінансова грамотність в Україні». Результати цього дослідження дозволяють ідентифікувати ряд проблем, які сьогодні гальмують подальший розвиток фінансових послуг на ринку цінних паперів. Зокрема, з усіх опитаних респондентів, які були та залишаються споживачами фінансових послуг у процесі торгівлі фінансовими активами, лише 0,95% вклали кошти в інвестиційні (більше з них закритого типу) чи недержавні пенсійні фонди; більша частина населення України не планує користуватись фінансовими послугами та й загалом здійснювати торгівлю фінансовими активами у найближчі роки; 43% респондентів абсолютно не цікавляться процесами на ринку цінних паперів та їх тенденцією; лише 1% з опитуваних розуміють поняття котирування та слідкують за зміною котирувань фінансових інструментів на ринку цінних паперів (рис. 3.12).

Наразі проекти «Підвищення фінансової обізнаності громадян» та «Захист прав споживачів фінансових послуг», що є частиною комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року, намагаються розв'язати основні проблеми та загалом покращити ситуацію в даному напрямі. Агентство США з міжнародного розвитку USAID активно допомагає фінансовим регуляторам втілювати відповідні заходи.

³²⁵ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь : Нац. ун-т ДПСУ України, 2013. – С. 341.

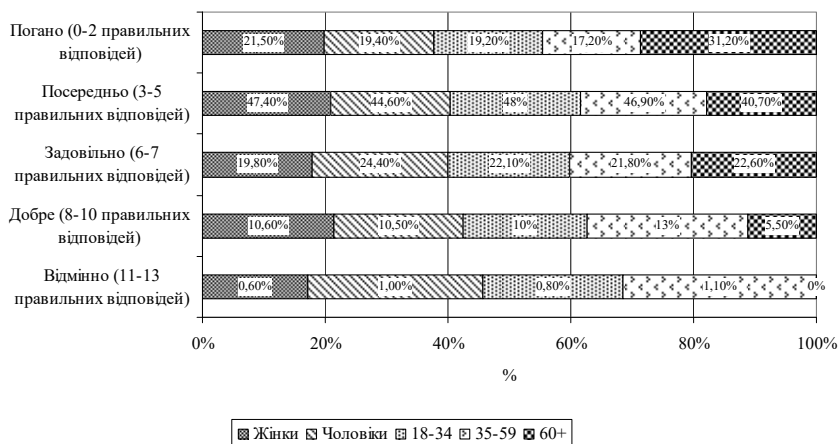


Рис. 3.12. Фінансова обізнаність: розподіл правильних відповідей

Джерело: розроблено автором за даними³²⁶

Відтак основним завданням Проекту «Трансформація фінансового сектору в Україні» (USAID) є подальший розвиток та покращення процесу та якості надання фінансових послуг в Україні³²⁷. Виробництво фінансових послуг на ринку цінних паперів повинно відповідати потребам її громадян та суб'єктів господарювання. На умовах партнерських відносин уряд України, органи державного регулювання та саморегулювальні організації і громадські об'єднання реалізують єдину мету: підвищити рівень довіри до ринку цінних паперів, покращити рівень фінансової грамотності громадян і таким чином збільшити кількість споживачів фінансових послуг у майбутньому; формувати дієве інституційне поле ринку цінних паперів та ефективно розвивати інституційне середовище тощо.

Частину планів уже втілено чи наразі вони втілюються в реальне життя, зокрема в напрямі розбудови довіри: підвищення рі-

³²⁶ Фінансова грамотність в Україні: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://drive.google.com/file/d/0BxncKOjammyLSDY1SDJfOUFXSlk/view>

³²⁷ Економічний розвиток [Електронний ресурс] // USAID. – 2018. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.usaid.gov/uk/ukraine/economic-growth>.

вня фінансової грамотності (проведення тренінгів за програмою «Фінансова обізнаність для впевненого майбутнього»³²⁸, яка спрямована на підвищення фінансової обізнаності, захист прав споживачів фінансових послуг та соціальне залучення в життя громад вразливих верств населення України); підтримка надійного та ефективного режиму захисту прав споживачів фінансових послуг (представлення Проекту Закону України «Про устанovu фінансового омбудсмена»³²⁹).

Наразі учасники ринку цінних паперів надзвичайно обмежені у можливостях ефективного та неупередженого вирішення власних фінансових проблем: 45% із них не мають найменшого уявлення, куди звертатись у разі виникнення конфліктної ситуації, в той час як 80% споживачів фінансових послуг не бачать ніякої логіки у таких зверненнях, оскільки загалом не довіряють судовій системі. На практиці сформувалось бачення, що суд не може вирішити наявні на ринку спори ефективно. Оскільки учасники ринку не вірять у справедливе вирішення конфліктів у судах, більшість із них не звертається до суду, намагаючись вирішувати спори самотужки неформальним чином. Проте частина респондентів не ризикує користуватися фінансовими послугами взагалі, щоб уникнути можливих конфліктів. Тому у вирішенні питання формування інституту довіри в системі забезпечення якості фінансових послуг та захисту прав їх споживачів доцільним є використання досвіду щодо налагодження ефективної дії внутрішньосистемних інститутів, спрямованих на зняття суперечностей та подолання конфліктів, що виникають між економічними агентами. Досвід еволюційного розвитку захисту прав споживачів фінансових послуг свідчить про різноманітність його організаційних форм та механізмів.

³²⁸ Програма «Фінансова обізнаність для впевненого майбутнього» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.uwf.org.ua/project_activities/dai

³²⁹ Мацук З. А. Реалізація концепції фінансового омбудсмена на фондовому ринку України / З. А. Мацук // Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: зб. матер. XII Міжн. наук.-практ. конференції, 29-30 жовтня 2015 р. / Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – Київ, 2015. – С. 154-157.

Важлива роль належить окремим захисникам прав індивідуальних учасників торговельних операцій з фінансовими активами. До них відносять кваліфікованих прогресивних юристів, в окремих випадках депутатів парламенту та бізнесменів, які викривають шахрайські дії конкретних економічних агентів, створюють певний тиск на законодавчі органи влади з метою ухвалення законів, що повинні захистити споживача фінансових послуг.

Загалом можливості захисників прав виробників та споживачів фінансових послуг є досить обмеженими. Тому підвищення рівня ефективності захисту прав споживачів обумовлює необхідність колективізації та об'єднання їх зусиль. Таким чином виникають організації споживачів фінансових послуг, мета яких – захистити права їх учасників. Відповідно до вітчизняного законодавства професійні учасники ринку цінних паперів в Україні зобов'язані бути членами саморегулювальної організації, яка теоретично повинна представляти інтереси учасників, проте фактично сьогодні є додатковою перешкодою на шляху одержання ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів та виступає додатковим регулятором професійних учасників³³⁰. З наявних трьох саморегулювальних організацій на ринку цінних паперів практично діє Українська асоціація інвестиційного бізнесу, яка виконує частину державних функцій³³¹, хоча НКЦПФР передбачила можливість делегування повноважень і іншим саморегулювальним організаціям, проте наразі це питання не є актуальним серед учасників ринку цінних паперів³³².

Сьогодні в Україні впроваджується американська модель саморегулювання, хоча світова практика після фінансової кризи 2007–2008 рр. спростувала її ефективність. Модель ліберального

³³⁰ Бурмака М. Саморегулювання на фондовому ринку: суперечливість концепцій та адаптація до міжнародних стандартів в Україні / М. Бурмака // Ринок цінних паперів. – 2007. – №11-12. – С. 11-18.

³³¹ Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2012 року. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5080-17> ;

³³² Про затвердження Положення про об'єднання професійних учасників фондового ринку: Рішення НКЦПФР від 27.12.2012 № 1925. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z0182-13>

капіталізму та пропаганда ефективного саморегулювання зазнали краху разом із банкрутством «великої п'ятірки» інвестиційних банків з Wall Street та загалом усієї американської інвестиційно-банківської системи. Націоналізація ринку капіталів у США дозволила зробити висновок про те, що навіть уряди розвинених країн не вірили у власні економічні та ідеологічні моделі розвитку.

В Україні ж використання можливостей СРО має бути пов'язане передусім із перенесенням на них певної частки витрат щодо регулювання, делегуванням функцій моніторингу ринку, забезпеченням правозастосування та інших аспектів детального адміністрування, а також залученням їх до захисту прав споживачів фінансових послуг і реалізації освітніх програм³³³. Ефективне функціонування СРО та підвищення їх ролі й значення на ринку цінних паперів; правове обрамлення їх діяльності в межах інституційного поля; забезпечення результативної взаємодії саморегулювальних організацій із державними органами регулювання та нагляду є пріоритетними напрямками державного регулювання ринку цінних паперів. Наразі на ринку цінних паперів відсутня такого роду ефективна взаємодія, що обумовлює неузгодженість та неефективність дій з боку державного регулятора. За таких умов подальша трансформація моделі регулювання ринку фінансових послуг вимагає значного та ґрунтовного процесу реформування чинної в Україні системи регулювання, де безумовно ініціатором високого рівня саморегулювання повинна стати держава, як консолідатор споживачів ринку фінансових послуг. Інакше СРО як інститут існуватиме як лобістська організація або доведеться в остаточному підсумку від цього інституту відмовитися³³⁴.

На початку ХХІ ст. активізувався процес створення інституту фінансового омбудсмена. На шляху до імплементації принципів, передбачених G20, та Директив ЄС (запроваджено у 24 країнах із

³³³ Міщенко С. В. Проблеми вдосконалення системи саморегулювання на фінансовому ринку / С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – №9. – С. 43-53.

³³⁴ Рекуненко І. І. Особливості правового регулювання інфраструктури фінансового ринку України в сучасних умовах / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2009. – №2. – С. 13-17.

28 країн-членів ЄС) з липня 2015 року відповідно до Директиви 2013/11/ЄС у країнах ЄС обов'язково впроваджується позасудове (альтернативне) вирішення спорів як захід реагування на порушення прав споживачів фінансових послуг. Безумовно, для України така практика є надзвичайно важливою, враховуючи переваги для учасників процесу вирішення спорів призначення фінансового омбудсмена з поширенням його компетенції на ринок цінних паперів (табл. 3.11).

Таблиця 3.11

Основні моделі організації позасудового (альтернативного) вирішення спорів: досвід країн ЄС

Переваги	Інституція	Недоліки
Простий підхід в організації діяльності. Синергія функцій щодо захисту прав споживачів та ADR.	Регулятор (функції альтернативного вирішення спорів закріплені за регулятором ринку цінних паперів)	Ризик конфлікту інтересів. Ризик недовіри споживачів до регуляторів. Збільшення витрат регуляторів (додатковий персонал та бюджет).
Відсутність конфлікту інтересів між пруденційним наглядом і наглядом за ринком. Єдиний орган для звернень споживачів з питань захисту їх прав.	Загальне агентство із захисту прав споживачів (окрема установа, що займається функціями щодо захисту прав споживачів всіх послуг, в т.ч. фінансових, разом з альтернативним вирішенням спорів)	Загальний підхід до захисту різних секторів економіки. Відсутність інформації у повному обсязі та необхідність звертатися до регулятора. Значна тривалість вирішення питань.
Комплексний підхід у вирішенні спорів, що охоплює всі сегменти фін. сектору. Наявність вимог щодо компетентності, прозорості та швидкості у прийнятті рішень. Справедливість та незалежність у прийнятті рішень.	Фінансовий омбудсмен (альтернативне вирішення спорів за всіма видами фінансової діяльності сконцентроване в рамках одного незалежного органу (Фінансового омбудсмена)	Необхідність створення та повноцінного запуску інституту омбудсмена до 1 року (але є шанс прискорення у разі необхідності). Ризик неприйняття ринком необхідності фінансування омбудсмена.

*Джерело: розроблено автором на основі даних*³³⁵

³³⁵ Захист прав споживачів фінансових послуг 2017: шлях до розбудови довіри. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.nfp.gov.ua/news/1876.html>

Провадження в Україні інституту фінансового омбудсмена зможе прискорити реформування системи захисту прав споживачів на ринку цінних паперів у напрямі модернізації інформаційно-аналітичних систем НКЦПФР³³⁶. Як показує практика, учасники ринку цінних паперів або не вміють, або не хочуть розкривати певну інформацію. Інформація повинна сприяти залученню капіталу та захисту інвесторів. Тому інвестори повинні бути мотивовані до розкриття інформації, тоді як регулятори – співпрацювати з емітентами у розкритті інформації, здійснювати їх якісний аналіз та застосовувати покарання, пропорційне шкоді, завданій інвестору.

Окрім цього, на нашу думку, доцільним також є прийняття:

1) Закону України «Про фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку» з метою формування механізму компенсацій інвесторам в разі неспроможності учасника ринку виконувати свої зобов'язання³³⁷. Безумовно, це збільшить витрати на управління інститутами спільного інвестування, вилучить частину коштів з обігу під час формування резервного фонду. Проте з часом реалізація цього закону сприятиме збільшенню вкладів завдяки підвищенню рівня надійності та позитивно вплине на якість управління активами інститутів спільного інвестування, знизивши рівень спекулятивних операцій;

2) Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів)³³⁸, що може суттєво змінити «правила гри» для українських акціонерних товариств.

³³⁶ В Україні може з'явитися Інститут фінансового омбудсмена [Електронний ресурс] // Незалежна асоціація банків України. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: <https://nabu.ua/ua/v-ukrayini-mozhe-z'yavitisya-institut.html>.

³³⁷ Клименко К. В. Особливості запровадження компенсаційних механізмів захисту інвесторів в Україні / К. В. Клименко // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – С. 60–66.

³³⁸ Проект Закону про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів) [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=61673.

Саме проблема поінформованості перешкоджає поширенню фінансових послуг: за умови браку інформації інвестори неадекватно сприймають послуги, що, в свою чергу, перешкоджає розвитку ринку цінних паперів та їх інституціям. На ринку цінних паперів завжди існує альтернативність варіантів: потенційний інвестор за негативних емоцій приймає рішення гірше³³⁹, тоді як через небажання докладати зусиль більшість економічних агентів взагалі прагнуть не приймати рішення та поводитися інертно³⁴⁰. Інформація, яку одержують інвестори, повинна бути вчасно наданою, тобто актуальною, а представлені в ній дані повинні бути адекватними для подальшої обробки. Натомість, якщо поглянути на вітчизняний ринок цінних паперів сьогодні, маємо 15 266 акціонерних товариств. Половина з них – це приватні та публічні компанії, а решта – відкриті та закриті товариства, які з певних причин не привели свою діяльність у відповідність до чинного законодавства. Тож лише 35% акціонерних товариств вчасно подають річну звітність до НКЦПФР. За таких умов інвестор обмежений у доступі до інформації щодо їх діяльності. Компанії повинні бути публічними та приватними не за формою свого існування, а за суттю діяльності, зокрема, крізь призму розкриття інформації³⁴¹. Даний законопроект приводить законодавство щодо поділу компаній на публічні та приватні, а також розкриття інформації емітентами у відповідність до директив ЄС. Компанії, які є публічними за змістом, а не за формою, змушені будуть розкривати інформацію для інвесторів у новому форматі, що є позитивним з точки зору захисту прав інвесторів та їхньої поінформованості.

³³⁹ Рудык Н. Б. Поведенческие финансы или между страхом и алчностью / Н. Б. Рудык. – М.: Дело, 2004. – 272 с.

³⁴⁰ Кохен Д. Психология фондового рынка: страх, алчность и паника / Д. Кохен. – М.: Интернет-трейдинг, 2004. – 364 с.

³⁴¹ Трансформація корпоративних відносин згідно зі світовою практикою [Електронний ресурс] // FinPost. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: <https://finpost.com.ua/news/3792>.

Отже, лише активна трансформація заощаджень населення в інвестиційний капітал на ринку цінних паперів, ефективно їх акумулювання фінансовими посередниками дозволять створити доступні умови для одержання фінансових ресурсів суб'єктами господарювання. Паралельно із збільшенням обсягів та кількості операцій з фінансовими активами на ринку цінних паперів повинні розвиватись неформальна його сторона – інституційна довіра. Саме довіра обумовлює подальший розвиток процесів кредитування, інвестування, довірче управління, сек'юритизацію активів, зберігання цінних паперів, аналітичну підтримку ринку цінних паперів тощо.

Розділ 4

ІНФРАСТРУКТУРА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ: ПРОБЛЕМИ ПОБУДОВИ ТА ЕФЕКТИВНОГО ФУНКЦІОНУВАННЯ

4.1. Архітектоніка інфраструктури ринку цінних паперів України

Структура ринку цінних паперів, з одного боку, являє собою внутрішній каркас ринку та характеризує порядок розташування та питому вагу її структурних елементів у межах системи ринку цінних паперів (рис. 4.1). З іншого боку, вона обумовлює організацію структурних елементів, які є похідними щодо основних економічних суб'єктів ринку. У цьому аспекті вона виступає як інфраструктура.

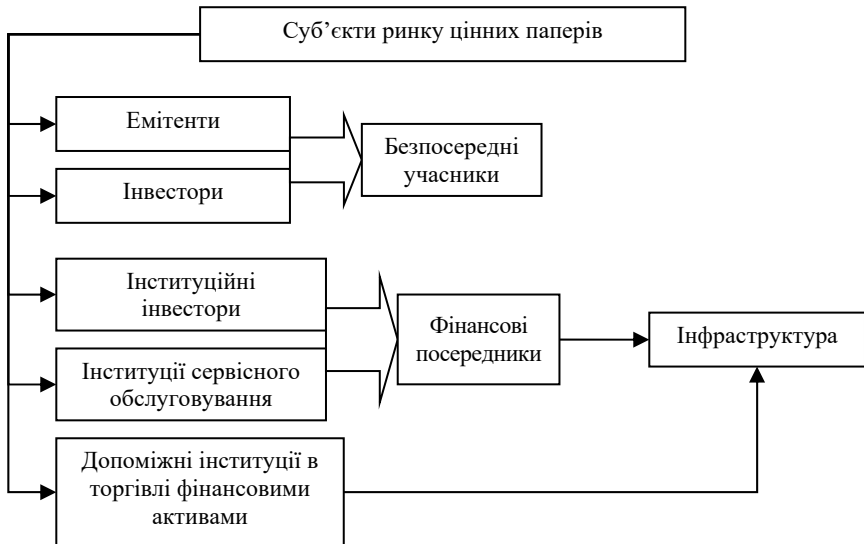


Рис. 4.1. Структурний склад суб'єктів ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Структура та інфраструктура взаємозалежні та взаємопов'язані. З одного боку, структура породжує інфраструктуру, з іншого боку, генезис інфраструктури включає усі етапи, притаманні системі, і поступово інфраструктура набуває системних ознак. Паралельно посилюється і загострюється розбіжність між структурою та інфраструктурою і в результаті конфлікту інфраструктура переходить в якісно новий стан структури, набуває власних характерних ознак та самостійно формує притаманну уже їй інфраструктуру. Такі процеси характерні для системи, генерують нові елементи та доводять дію принципу відносності структури та інфраструктури³⁴².

Методологія дослідження засад побудови інфраструктури ринку цінних паперів ґрунтується на системному застосуванні основних положень інституційної теорії, де закон архітекτονіки залучений як метод конструювання ринку цінних паперів з елементів, які гармонійно і збалансовано поєднуючись, утворюють ефективно діючу конструкцію. Якісні параметри цієї конструкції дозволяють досягати результативнішого розподілу суспільного продукту через ефекти, котрі одержують окремі елементи інфраструктури ринку цінних паперів³⁴³.

До основних законів архітекτονіки, які обумовлюють розвиток інфраструктури ринку цінних паперів, відносять: закон рівноваги, закон золотой середини та закон структуризації. Зупинимось детальніше на їхніх характеристиках. Відповідно до закону рівноваги усі елементи інфраструктури ринку цінних паперів трансформуються доти, доки ринок не увійде в стан рівноваги. Лише рівновага та узгодження економічних інтересів усіх учасників ринку цінних паперів обумовлюватимуть його ефективне функціонування. Ефективність інституційних змін характеризує закон золотой середини. Він дає просторову і кількісну оцінку ін-

³⁴² Русскова Е. Г. Методология системного исследования инфраструктуры рыночной экономики : диссертация ... доктора экономических наук : 08.00.01 / Волгогр. гос. ун-т. – Волгоград. 2007. – С.49-50.

³⁴³ Корчинський І. Архітектоніка інфраструктури аграрної сфери України / І. Корчинський. // Аграрна економіка. – 2014. – С. 100–103.

фраструктури ринку цінних паперів, дозволяє характеризувати середній рівень дохідності окремих елементів інфраструктури через взаємодію її елементів як цілісної системи та досліджувати її зміни в просторі й часі³⁴⁴. Закон структуризації характеризує взаємозв'язок елементів, які мають внутрішні чинники розвитку і спроможні об'єднуватися в певні цілісні утворення й структуруватися в межах ширшої цілісності³⁴⁵.

Проблеми формування інфраструктури ринку цінних паперів України та пошук шляхів їх вирішення передбачають, по-перше, застосування системного підходу до дослідження та, по-друге, діалектичний підхід до аналізу протиріч як основи саморуху розвитку інфраструктури ринку цінних паперів. «...лише те, що має в собі протиріччя, – рухається, має спонукання та діє», а те, «що не здатне мати в собі протиріччя, – гине в суперечності»³⁴⁶. Дослідження протиріч залежить від стану інфраструктури ринку цінних паперів та етапів його розвитку. На ринку цінних паперів діють елементи інфраструктури, між якими виникають суперечності, зумовлені специфічними потребами даного ринку та фактичними можливостями їх задоволення. Зокрема, процес купівлі-продажу фінансових активів повинен здійснюватися одночасно на усіх фондових біржах, але наявність часових поясів не дозволяла свого часу реалізувати таку можливість. Як наслідок, ця суперечність стала основою розвитку торгово-інформаційних систем та формування відповідного елементу торговельної інфраструктури.

Протиріччя інституційної інфраструктури ринку цінних паперів пояснюється дисбалансом між необхідністю початкового встановлення норм та правил поведінки учасників ринку та формуванням інституційної інфраструктури в процесі трансакцій. Дія цього протиріччя особливо проявилася в період трансформацій національного ринку цінних паперів, коли регламентація поведінки учасників ринку вводилася після початку їх діяльності, що негативно позначилось на кінцевих результатах формування

³⁴⁴ Там само.

³⁴⁵ Там само.

³⁴⁶ Гегель Г. Наука логики. В 3-х т. Т. 2. – М.: Мысль, 1971. – С. 65-66.

та розвитку ринку цінних паперів та інвестиційній активності на ньому.

Протиріччя між структурою ринку цінних паперів та його інфраструктурою виникають під впливом наступних факторів: темпів росту, попиту та пропозиції фінансових послуг, потреби структури та можливості інфраструктури, суперечностей між цілим та його елементами тощо. Ці протиріччя властиві як структурі, так і інфраструктурі ринку цінних паперів. Якісна зміна однієї і з сторін, як правило, викликає невідповідність іншої сторони та виникнення протиріч між ними, в результаті чого відбувається якісний «стрибок» у розвитку структури та інфраструктури. Сюди можна віднести протиріччя між інфраструктурою ринку цінних паперів та фінансовим капіталом, який вийшов за межі функціонування фінансового ринку, трансформувавшись у фіктивний капітал. Досить складно визначити оптимальну йому інфраструктуру, хоча вона діє в межах грошового та інвестиційного ринків і виконує функції щодо забезпечення ефективного процесу їх функціонування, включаючи систему інститутів та інституцій³⁴⁷.

Актуальною, на нашу думку, є наявність протиріч між рівнем розвитку інфраструктури ринку цінних паперів та потенціалом розвитку ринку цінних паперів. Враховуючи те, що для певних періодів часу ринок цінних паперів має характерну специфіку свого розвитку, постійно відтворюється протиріччя дисбалансу його інфраструктурного забезпечення, яке впливає на стабільність його функціонування та ефективність взаємодії його інфраструктурних елементів.

Таким чином, наявність протиріч побудови інфраструктури ринку цінних паперів свідчить про необхідність системного підходу в процесі дослідження. Мета побудови оптимальної інфраструктури ринку цінних паперів полягає в можливості конкурентоспроможного, ефективного та безперебійного забезпечення

³⁴⁷ Русскова Е. Г. Инфраструктура рыночной экономики: методология системного исследования: монография // Е. Г. Русскова / Волгоград: Волгоградское научное издательство, 2006. – С. 286-294.

фінансовими послугами учасників ринку³⁴⁸. В стратегічному баченні метою розвитку інфраструктури ринку цінних паперів є забезпечення сталого функціонування і розвитку ринку, підвищення ефективності виробництва і споживання фінансових послуг, враховуючи потреби національної економіки загалом. У довгостроковій перспективі реалізація стратегічної мети передбачає вирішення проблем забезпечення ринку цінних паперів усіма можливими фінансовими послугами, в середньостроковій перспективі – побудову інфраструктури та формування умов для залучення необхідного потребам економіки обсягу інвестиційних ресурсів, тоді як у короткостроковій перспективі – зниження трансакційних витрат споживачів фінансових послуг та розширення їх видів.

Актуальність дослідження інфраструктурного аспекту ринку цінних паперів обумовлює відповідь на запитання: чи може без інфраструктури функціонувати сучасний ринок цінних паперів? Очевидно, що ні. Враховуючи сутність фінансових послуг, їх слід розглядати як окрему складову інфраструктури ринку цінних паперів. Суспільне значення фінансових послуг полягає у формуванні паралельно з іншими складовими інфраструктури належних умов для обміну правами власності, що є основою торгівлі фінансовими активами. Чи можлива, наприклад, купівля-продаж фінансових активів без облікової інфраструктури? Звичайно ж, ні, оскільки саме вона забезпечує їх рух між продавцем та покупцем. *Фінансові послуги стосовно ринку цінних паперів «відіграють забезпечувальну роль... і це стосується усіх її складових»*³⁴⁹.

З одного боку, фінансові послуги є об'єктивним явищем. Без них на ринку цінних паперів неможливі процеси обміну правами власності. З іншого боку реалізація фінансових послуг «відбувається не автоматично, а забезпечується відповідною інфраструк-

³⁴⁸ Кужелев М. Розвиток інфраструктури ринку цінних паперів: сутність та елементи / М. Кужелев, І. Головенко // Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України. – 2016. – №2. – С. 144–154.

³⁴⁹ Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія / [В. Опарін, В. Федосов, С. Львовичкін та ін.]; за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2016. – С. 67.

турою»³⁵⁰, яка є суб'єктивною основою. Незважаючи на загальні засади формування та розвитку, у кожній країні вона різниться за структурними елементами та їх співвідношенням, за правовим регламентуванням, рівнем розвитку тощо. Як ринок цінних паперів, так і його інфраструктура «еволюціонує, постійно з'являються нові фінансові інституції та інструменти»³⁵¹, що забезпечують потреби його учасників.

У наукових доробках як вітчизняних, так і зарубіжних учених, а також у практиці торгівлі фінансовими активами ототожнюються такі поняття як «ринок цінних паперів» та «ринок фінансових послуг», які, на нашу думку, взаємопов'язані, мають безліч спільних рис та в певних сферах перетинаються між собою. Як нами уже відмічалось, у даному випадку коректніше вести мову про сферу фінансових послуг. Таким чином, сфера фінансових послуг обумовлює формування інфраструктури ринку цінних паперів. Інституції, як елементи інфраструктури ринку цінних паперів, є фактично їх виробниками. Проте за субординацією ринок цінних паперів як економічне явище є значно ширшим, ніж сфера фінансових послуг, оскільки певна частина ринку цінних паперів «функціонує на основі прямих взаємозв'язків двох суб'єктів – емітента та інвестора»³⁵². Відтак це обумовлює відмінність даних категорій як за суттю, так і за економічним змістом. Недоречно вважати сферу фінансових послуг складовою ринку цінних паперів, а тим більше ототожнювати ці два поняття як одне економічне явище. Сфера фінансових послуг та ринок цінних паперів формують економічні відносини та обумовлюють існування різних видів діяльності на ринку цінних паперів. Відтак інфраструктура ринку цінних паперів охоплює систему інфраструктурних складових, які обумовлюють *функціонування ринку цінних паперів та «реалізацію на цій основі суспільного призна-*

³⁵⁰ Там само. – С. 68.

³⁵¹ Там само. – С. 68.

³⁵² Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія / [В. Опарін, В. Федосов, С. Львовчикін та ін.]; за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2016. – С. 70-71.

чення»³⁵³ *фінансових послуг*. Важливою складовою формування ринку цінних паперів є розвиток його інфраструктурного забезпечення.

Функціонування інфраструктури ринку цінних паперів передбачає реалізацію її функцій:

- посередницьку, яка дозволяє забезпечити взаємодію емітентів цінних паперів та інвесторів на ринку в процесі укладення операцій з фінансовими активами на ринку (сюди належать інституційні інвестори, торговці цінними паперами, компанії з управління активами);

- технічну, а саме реалізацію технічних моментів, що виникають у процесі здійснення операцій з фінансовими активами³⁵⁴ (системи електронних розрахунків, ТІС, системи обміну фінансовою інформацією, розрахунково-клірингові електронні системи тощо);

- інформаційну із забезпечення повної, своєчасної та актуальної інформаційно-аналітичної бази для можливості здійснення торгівлі фінансовими активами (інформаційно-аналітичні та рейтингові агентства);

- регулятивну щодо регулювання ринку цінних паперів та правового регламентування діяльності його учасників (органи державного регулювання та нагляду, саморегулювальні організації тощо).

Існує тісний зв'язок між ринком цінних паперів та його інфраструктурою. З одного боку, розвиток торгівлі фінансовими активами неможливий без ефективної організації відповідних трансакцій які забезпечуються інституціями інфраструктури. З іншого боку, інституції інфраструктури ринку цінних паперів виникають та функціонують лише завдяки розвитку ринку цінних паперів, оскільки прибутковість фінансових послуг забезпечується доходами, одержаними від операцій з фінансовими активами. Така залежність обумовлюється діалектичним зв'язком між ринком цінних паперів та його інфраструктурою.

³⁵³ Там само. – С. 72

³⁵⁴ Лапішко З. Я. Формування інфраструктури регіонального ринку цінних паперів: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / З. Я. Лапішко. – Львів. – 2008. – 28 с.

На рис. М.1 Додатка М зображено структуру ринку цінних паперів, безпосередніми учасниками якого є держава, емітенти та інвестори, тоді як *інфраструктура ринку цінних паперів – це система інституцій, котрі забезпечують організацію та проведення прямих трансакцій між учасниками*³⁵⁵ *ринку цінних паперів шляхом надання фінансових послуг її учасникам.*

Виходячи із сутності поняття «інфраструктура ринку цінних паперів» та значення й ролі фінансових послуг дослідження інфраструктури ринку цінних паперів слід проводити у двох вимірах:

- у внутрішньому вимірі (щодо фінансових послуг) інфраструктура ринку цінних паперів характеризується як сукупність інституцій, що обумовлюють функціонування ринку цінних паперів загалом та стосовно сфери фінансових послуг зокрема (*організаційний каркас ринку цінних паперів*);

- у зовнішньому вимірі, зокрема, виходячи із трактування фінансових послуг як основи формування інфраструктури ринку цінних паперів. Така позиція дозволяє нам пов'язати за змістом інфраструктуру ринку цінних паперів та структуру ринку фінансових послуг як сукупність елементів та окремих сфер ринку фінансових послуг, за допомогою яких опосередковуються торговельні відносини з фінансовими активами, на основі використання яких відбувається рух фінансових активів та забезпечуються потреби економіки в інвестиційних ресурсах. Дослідження окремих елементів може здійснюватись як щодо надання фінансових послуг, так і щодо реалізації на їх основі впливу одного учасника ринку цінних паперів на іншого. У цьому вимірі інфраструктура ринку цінних паперів «...є відображенням сукупності суспільних інститутів, сформованих для забезпечення потреб ринку»³⁵⁶ (*інституційний каркас ринку цінних паперів*).

³⁵⁵ Фондовий ринок: підручник: у 2 кн. – Кн. 1/ В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; КНУ ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 124.

³⁵⁶ Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія / [В. Опарін, В. Федосов, С. Львовчкін та ін.]; за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2016. – С. 68.

Організаційний каркас інфраструктури ринку цінних паперів обумовлюється наявністю системи фінансових та нефінансових інституцій, які забезпечують виробництво та реалізацію фінансових послуг як у межах ринку цінних паперів, так і поза його межами. Оскільки інфраструктура ринку цінних паперів є явищем похідним від її структури, то інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів обумовлюється його дієвою структурою. За економічним змістом фінансові послуги надаються інфраструктурними учасниками ринку цінних паперів, інституціями внутрішньої та зовнішньої інфраструктури. Внутрішня інфраструктура виступає внутрішнім організаційним середовищем, що забезпечує процес укладання угод з фінансовими активами та здійснення операцій на основі розмежування функцій і спеціалізації діяльності, тоді як зовнішня інфраструктура формує зовнішнє середовище, що забезпечує нормальне функціонування ринку цінних паперів³⁵⁷.

Основна інфраструктура ринку цінних паперів – це сукупність фінансових інституцій (професійних учасників ринку), що функціонують на ринку цінних паперів та формують належні умови для забезпечення потреб суб'єктів ринку цінних паперів у фінансових послугах. «Чисельність суб'єктів цієї інфраструктури регулюється ринковими механізмами й не може ані обмежуватись, ані штучно формуватись державними органами. ... Тут діє жорстка конкуренція за ресурси та ринки їх інвестування, що може підштовхувати окремі інституції до надмірно ризикових дій, які можуть у кінцевому результаті призвести їх до банкрутства, а в окремих випадках спровокувати фінансову кризу»³⁵⁸.

Допоміжна інфраструктура ринку цінних паперів представлена сукупністю інституцій, які, «не будучи фінансовими за змістом діяльності, надають послуги»³⁵⁹ у сфері торгівлі фінансовими

³⁵⁷ Стефанишин В. В. Розвиток ринку капіталу в контексті фінансової безпеки України: дис. канд. ек. наук : 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / В. В. Стефанишин – Львів, 2016. – С. 27.

³⁵⁸ Там само. – С. 76

³⁵⁹ Там само.

активами суб'єктам ринку цінних паперів. Основне їх призначення полягає в формуванні ефективних передумов для функціонування їх суб'єктів, без діяльності яких сучасний глобальний ринок цінних паперів уявити неможливо.

Інституційний каркас ринку цінних паперів являє собою сукупність законів, норм та правил, які регулюють відносини на ринку цінних паперів. Наявність відповідного правового регламентування діяльності дає можливість фінансовим інституціям ефективно виконувати покладені на них функції. Не менш важливе значення мають неформальні відносини на ринку цінних паперів, основою яких є довіра, кооперація та система людських цінностей.

Як зазначалось вище, важливим елементом інфраструктури ринку цінних паперів є її *організаційний каркас*, який формують інституції ринку цінних паперів. Ефективний розвиток ринку цінних паперів залежить, з одного боку, від розвитку реального сектору економіки, з іншого боку – від бажання інвестора розстатися із власними заощадженнями. Відтак проблеми раціонального інфраструктурного забезпечення потребують подальшого розгляду.

До основних інфраструктурних суб'єктів ринку цінних паперів належать:

а) інституційні інвестори (інститути спільного інвестування), професійні учасники ринку цінних паперів: торговці цінними паперами, компанії з управління активами, біржі, торгово-інформаційні системи, клірингові установи, зберігачі та депозитарні установи (основні інфраструктурні учасники ринку);

б) інформаційно-аналітичні та рейтингові агентства, державні органи регулювання та нагляду, саморегулювальні організації тощо (допоміжні інфраструктурні учасники).

З усієї сукупності інфраструктурних учасників ринку цінних паперів лише інституційні інвестори (ІІ) емітують власні цінні папери, здійснюючи акумулювання фінансових ресурсів та їх подальший перерозподіл. Інститути спільного інвестування вкладають залучені фінансові ресурси у диверсифікований портфель

цінних паперів. Мета їх діяльності полягає у зменшенні ризиків інвестування відповідно до обраної стратегії диверсифікації портфеля. Решта інфраструктурних учасників лише допомагають емітенту та інвестору знайти один одного. Таким чином, вони не діють як самостійні учасники ринку, а лише забезпечують можливість швидкого проведення операції з фінансовими активами між інвестором та позичальником.

Торговці цінними паперами є професійними інфраструктурними учасниками ринку цінних паперів, діяльність яких зосереджена на проведенні комісійних, комерційних операцій та андеррайтингу. Комісійна (брокерська) діяльність передбачає укладання цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від імені, за дорученням та коштом третьої особи. Таким чином, брокер виступає на ринку цінних паперів посередником, агентом інвестора, який проводить операції з фінансовими активами від його імені та за його дорученням (замовлення до договору на брокерське обслуговування) та отримує винагороду у формі комісійних. Натомість комерційна (дилерська) діяльність передбачає укладення цивільно-правових договорів від власного імені та власним коштом. Дохід від дилерської діяльності формується від доданої різниці між цінами продажу та купівлі фінансових активів³⁶⁰. Андеррайтингом вважається сукупність послуг щодо організації та проведення емісії цінних паперів, які надаються емітенту: ознайомлення емітента з усіма характеристиками емісії цінних паперів, викуп загального обсягу чи частини емітованих цінних паперів, забезпечення організації розміщення цінних паперів серед інвесторів. Прибуток андерайтера формується як різниця між цінами викупу та розміщення цінних паперів (за мінусом витрат на їх розміщення на ринку)³⁶¹.

Важливою характеристикою цінного паперу є можливість його вільного обігу як на біржовому, так і на позабіржовому сегме-

³⁶⁰ Фондовий ринок: підручник : в 2 кн. — Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін. : за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. — К. : Знання, 2015. — С. 131-132.

³⁶¹ Там само. — С. 427-429.

нтах ринку цінних паперів. З огляду на це торгівля фінансовими активами може бути як організованою, так і неорганізованою («вулична торгівля»). В першому випадку мова йде про фондові біржі, тоді як у другому випадку мається на увазі безпосередня торгівля фінансовими активами. Фондова біржа є організаційно-правовою формою оптової торгівлі цінними паперами, основна мета якої полягає в організації торгівлі цінними паперами. Торгівля фінансовими активами в межах фондової біржі здійснюється на основі встановлених правил. Сучасна фондова біржа забезпечує купівлю-продаж цінних паперів, їх лістинг та делістинг, котирування, розрахунково-клірингові операції, зберігання цінних паперів, постачання цінних паперів, укладення строкових угод з цінними паперами (на ринку заявок)³⁶². Таким чином, фондова біржа, як елемент інфраструктури ринку цінних паперів, обумовлює реалізацію:

а) інформаційної функції, забезпечуючи учасників ринку цінних паперів надійною інформацією щодо фінансових інструментів та емітентів цінних паперів;

б) регулювальної функції, встановлюючи правове регламентування діяльності на ринку цінних паперів, формування правил торгівлі фінансовими активами та вимог щодо об'єктів та учасників торгів;

в) інтеграційної функції – об'єднання професійних інфраструктурних суб'єктів ринку цінних паперів задля подальшого захисту їх фінансових інтересів.

У сучасних умовах біржова торговельна діяльність є в більшості випадків автоматизованою та здійснюється через Інтернет-зв'язок. Учасник біржі формує заявки на купівлю та продаж фінансових активів та вносить їх на ринок заявок. Таким чином усі члени біржі мають вільний доступ до інформації щодо покупців та продавців цінних паперів.

Історично ринок цінних паперів формувався на основі біржових операцій з фінансовими активами. Світовий біржовий ринок

³⁶² Там само. – С. 128.

сьогодні характеризується масштабними оборотами цінних паперів, що обумовлює формування високоефективної та дієвої інфраструктури ринку цінних паперів задля оптимізації торговельного ризику та зменшення рівня трансакційних витрат. «Організованість бірж, інформаційна прозорість біржового процесу, гарантії виконання біржових угод, високий рівень ліквідності та надійності, чесне ціноутворення на фінансові активи є важливими ознаками та перевагами фондових бірж»³⁶³. Проте, незважаючи на наявність вагомих переваг, біржовий ринок відчуває сьогодні сильну конкуренцію з боку позабіржових ринків та альтернативних торгових систем.

Поштовхом до розвитку позабіржового ринку цінних паперів став ріст обсягів та видів цінних паперів. Масштабні позабіржові ринки характерні сьогодні для американського ринку. До слова, варто згадати чинну з 1971 року торгову систему Nasdaq та не менш гігантську за обсягами капіталізації Нью-Йоркську фондову біржу – NYSE. Відмінність фондових бірж та позабіржових торговельних систем обумовлюється технологією здійснення угод. Якщо на біржі факт укладення угоди фіксується на центральному комп'ютері, то на позабіржовому ринку це можливо усно, факсом чи за допомогою спеціальних електронних засобів.

Незважаючи на те, що позабіржовий ринок поступається біржовому за рівнем ризику торгівлі фінансовими активами, ліберальним регулюванням, підвищеною волатильністю тощо, останнім часом досягнуто значних результатів для їх оптимізації. Відтак позабіржовий ринок намагається набути ознак офіційного, наближаючись таким чином за сутністю до біржового ринку цінних паперів.

Депозитарії – це інституції, які забезпечують процес зберігання та облік фінансових активів як у документарній, так і в бездокументарній формах, а також «обслуговування набуття, припинення та перехід прав власності на цінні папери на депозитних

³⁶³ Молодкин А. Ю. Формирование инфраструктуры рынка ценных бумаг : автореф. дисс. на соискание наук. степени канд. эк. наук: спец. 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит / А. Ю. Молодкин – Москва, 2009. – С. 34.

рахунках»³⁶⁴. Поява депозитаріїв обумовлена процесами знерухомлення цінних паперів та переведення їх у бездокументарну форму. І хоча документарна форма існування фінансових активів ще й досі використовується в деяких країнах, вона має більше недоліків, ніж позитивних рис: «зберігання та управління фізичним переміщенням фінансових інструментів обумовлює збільшення видатків, уповільнення руху фінансових ресурсів та зменшення ліквідності ринку цінних паперів»³⁶⁵.

Окрім безпосередньо депозитарної діяльності (зберігання та обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах, ведення реєстрів власників іменних цінних паперів)³⁶⁶, депозитарії можуть здійснювати кліринг та розрахунки за угодами щодо цінних паперів, таким чином, виділяють звичайні та клірингові депозитарії³⁶⁷. Основними клієнтами депозитаріїв є зберігачі, які укладають з ними договір на обслуговування емісій цінних паперів, та інші депозитарії, з якими укладені договори на кореспондентські відносини.

Спочатку цінні папери випускали у документарній формі, тому реєстраторська діяльність виникла раніше за депозитарну. Наразі наявні відмінності між ними є досить умовними. Основна мета діяльності як депозитаріїв, так і реєстраторів обумовлюється обліком прав власності на цінні папери. Відмінною ознакою є те, що депозитарії показують інтереси інвесторів, тоді як реєстратори – емітентів цінних паперів. Реєстраторська діяльність передбачає ведення реєстрів іменних цінних паперів, акумулювання та обробку інформації щодо права власності на іменні цінні папери, які знаходяться в обігу на ринку; перереєстрацію права власності

³⁶⁴ Там само. – С. 135.

³⁶⁵ Хмыз О. В. Международный рынок капиталов: монография / О. В. Хмыз – М.: Приор, 2002. – 464 с.

³⁶⁶ Свтушевський В. А. Основи корпоративного управління: навч. посіб. / В. А. Свтушевський. – К.: Знання-Прес, 2002. – 317 с.

³⁶⁷ Про затвердження Вимог до договору про проведення розрахунків у цінних паперах за результатами клірингу [Електронний ресурс]. Рішення НКЦПФР від 20.08.2013 № 1524. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z1566-13>

на цінні папери від одного власника до іншого; облік нарахованих та сплачених дивідендів за акціями³⁶⁸.

У більшості країн діяльність депозитаріїв обумовило «відмирання» діяльності реєстраторів. На практиці діяльність депозитаріїв є ефективнішою з точки зору трансакційних витрат. Для того, щоб хоча б якимось чином підвищити рівень конкурентоспроможності на ринку цінних паперів, реєстратор за попередньою домовленістю з клієнтом, окрім реєстраторських послуг, може також акумулювати необхідну для емітента інформацію про акціонерне товариство, характеристику його акціонерів, допомагати проводити збори акціонерів тощо³⁶⁹.

На основі договору із реєстратором чи депозитарієм обмін інформацією та документами на ринку цінних паперів може здійснювати трансфер-агент. І хоча їх діяльність в основному зосереджена на так званих «кур'єрських» послугах сервісних інституцій, трансфер-агенти забезпечують інформаційний обмін між ними в межах сервісної інфраструктури та ззовні між ними та їх клієнтами.

Торгівля фінансовими активами є основою функціонування ринку цінних паперів, тож виконання зобов'язань учасниками операції з фінансовими активами є важливою складовою даного процесу. Сутність клірингу обумовлюється взаємозаліком та пов'язана з процесом перереєстрації фінансового активу з одного власника на іншого.

Розрахунково-клірингова діяльність забезпечує визначення та виконання взаємних зобов'язань щодо постачання цінних паперів учасникам операцій з фінансовими активами: здійснюється передача цінних паперів та грошових коштів між продавцем та покупцем відповідно до вимог контракту. Кліринг за угодою з фінансовими активами полягає в обчисленні суми грошових коштів,

³⁶⁸ Про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність [Електронний ресурс]. Указ Президента України від 02.03.1996. № 160/96. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/247/94>

³⁶⁹ Фондовий ринок: підручник : у 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 136.

що підлягають переказу, та кількості цінних паперів, котрі повинні бути поставлені за результатами угоди³⁷⁰. Тоді як розрахунки передбачають виконання зобов'язань щодо постачання фінансових активів учасниками операцій з фінансовими активами. Таким чином, розрахунково-клірингові послуги забезпечують покупцеві переведення цінних паперів у його власність, а продавцеві – надходження грошових коштів³⁷¹.

Необхідність розрахунків та клірингу обумовлена наявними механізмами укладення угод. Беззаперечно, існування центральної клірингової установи пришвидшує процес акумулювання необхідної інформації, реалізації операцій з фінансовими активами та організації розрахунків і дозволяє повністю перейти на автоматизований процес розрахунків. Наявність розрахунково-клірингової інфраструктури ринку цінних паперів, з одного боку, підвищує ефективність функціонування ринку як системи, проте з іншого боку, є джерелом підвищення системного ризику, коли одна чи кілька угод не виконуються вчасно та в повному обсязі.

Клірингові системи в різних країнах, окрім процедури клірингу ринку цінних паперів, обслуговують і допоміжні етапи торговельної угоди: звірку, виконання функцій депозитарію, організацію грошових розрахунків. До слова, міжнародні депозитарно-клірингові організації Clearstream Banking (в минулому – Cedel) (Люксембург, Німеччина, Франція) та Європейська розрахункова система Euroclear (Бельгія, Франція, Нідерланди)³⁷² можуть виконувати одночасно клірингові, депозитарні та розрахункові функції.

У сукупності всі фінансові посередники ринку цінних паперів відіграють важливу роль в торгівлі фінансовими активами:

1. Будучи активними учасниками ринку цінних паперів, вони забезпечують стабільний попит на фінансові активи, формують умови для росту капіталізації ринку цінних паперів, збільшують обсяг та кількість операцій з фінансовими активами. Це, в свою

³⁷⁰ Там само. – С. 395.

³⁷¹ Там само. – С. 136-137.

³⁷² Бобров Д. Еврооблигации – как это сделано на РТС // Рынок ценных бумаг. – 2002. – №16.

чергу, позитивно впливає на інвестиційну активність реального сектору економіки. Крім цього, діяльність фінансових посередників сприяє виникненню нових видів фінансових інструментів та зумовлює розвиток фінансових інновацій (таким чином протягом останніх років з'явилися на ринку цінних паперів свопи, процентні опціони, процентні ф'ючерси, іпотечні облігації тощо)³⁷³.

2. Диверсифікація активів та використання строкових угод забезпечує зниження рівня ризику операцій з торгівлі фінансовими активами та впливу небажаних змін ринкової кон'юнктури.

3. Фінансові посередники ринку цінних паперів забезпечують зниження асиметрії інформації, оскільки завжди є більш поінформованими щодо ризиків інвестування. Маючи відповідні кваліфікаційні характеристики та рівень знань у сфері фінансів, фінансові посередники впроваджують сучасні наукові принципи, методи й теорії в процес управління фінансовими активами, що дає їм можливість адекватно оцінити вартість фінансового активу та в результаті ефективно інвестувати, враховуючи рівень ризику та бажану прибутковість.

4. Фінансові посередники забезпечують взаємодію інвесторів та емітентів цінних паперів, таким чином забезпечуючи попит і пропозицію на фінансові активи, встановлюють на ринку рівноважну ціну. Це, в свою чергу, зменшує транзакційні витрати, оскільки пошук емітентами власників вільного капіталу чи навпаки потребує значних витрат часу та грошових коштів³⁷⁴.

5. Проводячи спекулятивні операції з фінансовими активами, фінансові посередники згладжують цінові коливання на ринку та забезпечують рівень ліквідності фінансових активів: при падінні ціни вони купують цінні папери, таким чином зменшуючи їх пропозицію, і навпаки, коли ціна на фінансовий актив зростає, вони продають цінні папери, задовольняючи тим самим надлишковий попит. Сьогодні на ринку не існує єдиної точки зору щодо

³⁷³ Фондовий ринок: підручник : в 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 132.

³⁷⁴ Там само. – С. 133.

значення спекулятивних операцій на ціноутворення на ринку цінних паперів Зокрема, Шах вважає, що спекуляція сприяє формуванню ефективного фондового ринку, тоді як Сорос відмічає, що інколи виникає ситуація, коли спекуляції не лише відбивають фундаментальні фактори, а безпосередньо стають частиною фундаментальних факторів, які формують ціноутворення³⁷⁵. Ми схиляємось до думки, що спекуляція є стабілізаційним механізмом ринку, оскільки учасники спекулятивних операцій підштовхують ціну на актив в сторону фундаментальної вартості, таким чином сприяють формуванню ефективного ринкового ціноутворення. Проте тут треба чітко розмежовувати поняття «спекулювання» та «маніпулювання» на ринку цінних паперів. Маніпулювання цінами – це умисне здійснення операцій, розповсюдження чуток чи інші дії, спрямовані на обман чи шахрайство стосовно інвесторів на основі контролю чи штучного впливу на ціни активу³⁷⁶.

Глобалізація ринку цінних паперів та ускладнення його структури, поява новітніх фінансових інструментів пояснюють необхідність паралельного виникнення та розвитку регулювальних інституцій, інформаційно-аналітичних та рейтингових агентств, установ кадрового забезпечення тощо.

Особливість торгівлі фінансовими активами полягає в тому, що їх регулювання можуть здійснювати лише учасники ринку цінних паперів, оскільки вони найкраще володіють інформацією щодо проблем та методів їх вирішення. Регулювання діяльності на ринку цінних паперів може бути як внутрішнім, так і зовнішнім: внутрішнє регулювання – це відповідність діяльності інституції її власним нормативним документам: статуту, правилам тощо; зовнішнє регулювання обумовлює відповідність діяльності інституції державному нормативно-правовому забезпеченню та міжнародним правилам та звичаям. Зовнішнє регулювання на

³⁷⁵ Soros George. *The Alchemy of Finance* [Електронний ресурс] / Soros George // Wiley, NY. – 1994. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.books.mec.biz/tmp/pics/Q2CHGQTHLK4XKEC4NF3FHRFO1Z37T4.pdf>.

³⁷⁶ Securities Exchange Act of 1934, Section 10(B): Position Limits and Position Accountability for Security-Based Swaps and Large Trader Reporting. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

ринку цінних паперів забезпечується органами державного регулювання та саморегулювальними організаціями та спрямоване на формування дієвого та ефективного механізму формування чітких правил поведінки його учасників, забезпечення ідентифікації правопорушника і покарання його через відхилення в діяльності від затверджених норм та правил.

Інформаційне забезпечення ринку цінних паперів здійснюється практично усіма учасниками ринку. Правдивість, повнота та доступність інформації є запорукою ефективного прийняття рішення щодо інвестування. Відтак важливою складовою ринку цінних паперів є інформаційна інфраструктура, яка забезпечує процес публічного розкриття та надання інформації щодо ринку та подій, які обумовлюють його функціонування. Інформаційна інфраструктура охоплює збір, зберігання, аналіз та надання інформації щодо кон'юнктури ринку цінних паперів (котирування, курси, рейтинги), діяльність органів регулювання та нагляду, саморегулювальних організацій, професійних учасників ринку цінних паперів, емітентів, інвесторів тощо. Послуги, які надають інституції інформаційної інфраструктури в процесі торгівлі фінансовими активами, характеризують як власне інформація (склад, період актуальності, оперативність оновлення, структурованість, правдивість, повнота); транспорт інформації (технологія постачання інформації та телекомунікаційні системи); призначені для користування засоби роботи з інформацією (програмні продукти)³⁷⁷.

Рейтингові агентства регулярно проводять оцінювання кредитоспроможності позичальників та присвоюють їм певні кредитні рейтинги. На основі даних рейтингів можна оцінити рівень ризику операцій з фінансовими активами³⁷⁸ даного емітента.

Застосування системного підходу до дослідження інфраструктури ринку цінних паперів дозволяє побачити тісний зв'язок між

³⁷⁷ Ценные бумаги / под ред. В. И. Колесникова. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 329 с.

³⁷⁸ Фондовый рынок: підручник: у 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 133.

його елементами. Основні положення теорії систем дозволяють нам виявити *засади побудови інфраструктури* ринку цінних паперів: єдність, підпорядкованість, можливість об'єднання різних елементів інфраструктури та їх взаємопроникнення, цілісність, автономність, структурність, історична обумовленість, залежність від зовнішнього середовища.

Єдність інфраструктури ринку цінних паперів означає, що кожний із її структурних елементів не є автономною частиною інфраструктури, а лише в єдності усі елементи тотожні поняттю «інфраструктура»³⁷⁹. Відсутність одного з елементів інфраструктури уможлиблює використання повною мірою інших елементів, знижує ефективність загалом інфраструктури ринку цінних паперів та спричиняє підвищення рівня трансакційних витрат³⁸⁰.

Підпорядкованість інфраструктурних елементів ринку цінних паперів передбачає підпорядкування інституцій конкретним елементам інфраструктури. Безумовно, ефективність побудови інфраструктури залежить від системи її елементів, тоді як відсутність координації діяльності кожного із них негативно впливає на ефективність торговельної діяльності з фінансовими активами. Тому важливою ознакою побудови інфраструктури ринку цінних паперів є її цілісність, при цьому кожен елемент інфраструктури займає визначене місце в системі інфраструктури ринку цінних паперів (структурність) та впливає на кінцевий результат.

Відносна незалежність (автономність) інфраструктури ринку цінних паперів від зовнішнього середовища дозволяє їй зберігати рівновагу при негативному впливі ззовні та функціональну роль при зміні умов організації ринку цінних паперів.

Історична обумовленість характеризує еволюційне формування вітчизняної інфраструктури ринку цінних паперів, тоді як можливість об'єднання окремих структурних елементів ринку цінних паперів забезпечує розвиток її інфраструктури в межах ринку

³⁷⁹ Алаев Э. Б. Экономико-географическая терминология / Э. Б. Алаев. – М., 1977. – С. 10.

³⁸⁰ Маергойз И. М. Территориальная структура хозяйства. / И. М. Маергойз. – Новосибирск, 1986. – С. 182.

цінних паперів. В процесі еволюції окремі елементи інфраструктури проникають в інші структурні елементи та займають в системі інфраструктури важливе місце. Еволюція інфраструктури ринку цінних паперів передбачає виникнення нових видів фінансових послуг в межах основної діяльності на ринку – торгівлі фінансовими активами, які поступово концентруються в окремих інституціях, з розширенням потреб у даних послугах виділяються в самостійне виробництво фінансових послуг та формують структурні елементи ринку цінних паперів. Під впливом об'єктивних факторів, обумовлених глобалізацією ринку цінних паперів та її інтеграцією у світовий фінансовий простір, нині виникають нові види діяльності. Зокрема, інформаційний елемент інфраструктури останніми роками досягнув нового рівня як складова інфраструктури ринку цінних паперів, що підвищило його значення в системі ринку цінних паперів та якісно змінило розвиток інших інфраструктурних елементів ринку цінних паперів.

Загалом ефективність побудови інфраструктури ринку цінних паперів включає наступні завдання: мінімізацію витрат учасників ринку цінних паперів; забезпечення стабільного обігу фінансових активів; оптимізацію фінансових ризиків; спрощення та гарантування виконання укладених угод на ринку цінних паперів; надання інформаційно-аналітичної підтримки, необхідної для прийняття інвестиційних рішень; прискорення процесу акумулювання фінансових ресурсів та їх трансформації в інвестиційний капітал³⁸¹. Таким чином, враховуючи функціональний зв'язок елементів інфраструктури ринку цінних паперів, може бути запропонована декомпозиція засад побудови, завдань ринку цінних паперів з ієрархією підпорядкування функціональним елементам (рис. Н.1, Додаток Н). При цьому така ієрархія елементів інфраструктури є до певної міри умовною, оскільки, як свідчить світова практика, на ринку цінних паперів учасники можуть поєднува-

³⁸¹ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 57.

ти різні види діяльності, а отже бути присутніми в межах різних елементів інфраструктури ринку цінних паперів³⁸².

Процес формування ринку цінних паперів в Україні охоплює декілька етапів (рис. О.1, Додаток О), тоді як розвиток його інфраструктури на кожному з етапів характеризують: кількістю інститутів інфраструктури ринку цінних паперів (інститутів спільного інвестування, фондових бірж, торговців цінними паперами, реєстраторів, зберігачів, депозитаріїв тощо); кількістю фінансових послуг, які надають інституції інфраструктури ринку цінних паперів; основними фінансовими показниками діяльності інститутів ринку цінних паперів.

Перший етап пов'язують із хаотичною та стихійною діяльністю фінансових установ, які акумулювали заощадження населення шляхом емісії власних фінансових інструментів. Щоб охопити якомога ширше коло потенційних інвесторів, фінансові посередники обіцяли виплату надзвичайно високого доходу за ними. Через це на момент виконання взятих на себе зобов'язань вони не мали фінансових ресурсів, щоб виплачувати дохід у повному обсязі. Цей факт негативно вплинув на рівень довіри населення як до ринку цінних паперів та його фінансових інструментів загалом, так і до процесу приватизації зокрема. Відсутність інфраструктури, яка б бодай забезпечувала облік прав власності на цінні папери, наявність правової асиметрії в питаннях торгівлі фінансовими активами сформували на той час хаотичний та неефективний ринок цінних паперів. Кожен учасник намагався одержати дохід будь-яким формальним чи неформальним способом. Відсутність вторинного ринку цінних паперів теж не додавала оптимізму, оскільки власники цінних паперів не мали жодного уявлення, що з ними робити, кому продати й найголовніше – яка реальна вартість даного цінного паперу.

³⁸² Коробка Р. В. Розвиток інфраструктури фондового ринку як складової фінансової системи України: дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук зі спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Р. В. Коробка; ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ. – Суми, 2013. – С. 50.

З 1991 р. набули чинності Закони України «Про господарські товариства»³⁸³ та «Про цінні папери та фондову біржу»³⁸⁴. Прийняття цих законодавчих актів повинно було обумовити розвиток на ринку цінних паперів України його інфраструктурних елементів: фондових бірж та торговців цінними паперами. Складна економічна ситуація в країні, яка призвела до зниження рівня ВВП, відтак скорочення обсягів промислового виробництва та знецінення заощаджень населення, не стала перешкодою на шляху до створення у 1992 році ПрАТ «Українська фондова біржа»³⁸⁵. Аж до 1995 року вона залишалась єдиною офіційно зареєстрованою біржею цінних паперів в Україні із розвиненою мережею філій (у 1994 році УФБ мала 27 філій та 2 регіональні центри), хоча, на думку керівника цієї біржі В. Оскольського, за нормальних умов фондова біржа мала б виникнути в кращому разі через декілька років після початку ринкових реформ і завершення процесу приватизації³⁸⁶.

Другий етап пов'язаний із випуском таких фінансових інструментів ринку цінних паперів як приватизаційні сертифікати. Формування державного регулятора – Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку – припало на 1995 рік та заклало фундамент формування системи реєстрації прав власності на цінні папери³⁸⁷ та основних засад розкриття інформації щодо професійних учасників ринку та емітентів цінних паперів. «Положення про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність» стало основою для створення повноцінної системи

³⁸³ Про господарські товариства: Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1576-12>.

³⁸⁴ Про цінні папери та фондову біржу: Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/card/1201-12>.

³⁸⁵ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 93.

³⁸⁶ Оскольський В. В. Ринок цінних паперів України: погляд через призму діяльності УФБ / В. В. Оскольський. – К., 2001. – С. 9.

³⁸⁷ Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України [Електронний ресурс] // ДКЦПФР. – 2001. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2017/03/Annual-Report-2000.pdf>.

обліку прав власності на цінні папери³⁸⁸. Після прийняття Закону України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»³⁸⁹ для депозитарно-клірингового обслуговування операторів ринку цінних паперів створено ВАТ «Міжрегіональний фондовий союз», тоді як після Указу Президента «Про загальні засади функціонування Національного депозитарію України»³⁹⁰ появився Національний депозитарій України – інституція, яка надавала на ринку депозитарні та розрахунково-клірингові послуги.

Починаючи із 1995 року стрімко збільшується кількість торговців цінними паперами: із 230 у 1994 р. до 851 у 1995 р.; максимальна їх кількість – 881 – вела діяльність у 1998 році (табл. П.1, Додаток П). Беззаперечно, така кількість торговців цінними паперами була надмірною у порівнянні з рівнем капіталізації ринку цінних паперів, хоча більшість із них здійснювали операції з фінансовими активами фінансово-промислових груп та не здійснювали активну торгівлю на ринку цінних паперів. Динаміка обсягів торгів на ринку та кількості торговців була різновекторною: обсяги торгів на ринку істотно зростали, в той час як кількість торговців цінними паперами зменшувалась, і навпаки.

Окрім уже наявної УФБ, на даному етапі розпочали діяльність ще чотири біржі (ПАТ «Київська міжнародна фондова біржа» (КМФБ), ПАТ «Донецька фондова біржа» (ДФБ), ПрАТ «Придніпровська фондова біржа» (ПФБ) та ПрАТ «Кримська фондова біржа» (КФБ), на яких проводились переважно первинні розміщення цінних паперів за участю Фонду державного майна. Незважаючи на наявність на ринку п'яти фондових бірж, левову частку операцій з цінними паперами укладали на позабіржовому

³⁸⁸ Про облік прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність: Указ Президента України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/247/94>.

³⁸⁹ Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні: Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/710/97-вр>

³⁹⁰ Про загальні засади функціонування Національного депозитарію України: Указ Президента України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/703/99>

ринку: створено Південноукраїнську торговельно-інформаційну систему (ПТІС) та ПАТ «Фондова біржа «ПФТС». На останній у 1997 році було укладено 65% від загального обсягу угод із цінними паперами.

З метою формування ефективної системи контролю та нагляду на ринку цінних паперів за сприяння ДКЦПФР було створено саморегулювальні організації (СРО) ринку цінних паперів: Українську асоціацію інвестиційного бізнесу (УАІБ), Асоціацію учасників фондового ринку України (АУФРУ), Професійну асоціацію реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД), які об'єднували професійних учасників ринку цінних паперів за видами діяльності³⁹¹. На початок 1997 року на ринку цінних паперів України нарахувалося близько 660 професійних торговців цінними паперами та 220 реєстраторів.

На цьому етапі було сформовано інститут довірчих товариств та інвестиційних фондів, кількість яких у 1998 році становила 704 та 288 відповідно (з них 366 одержали дозвіл Фонду держмайна України на представницьку діяльність із приватизаційними паперами та 252 відповідно одержали дозвіл ФДМУ на комерційну діяльність). На вітчизняний ринок цінних паперів переважно залучались іноземні портфельні інвестори, які володіли значними як для українського ринку цінних паперів фінансовими ресурсами. Вони підтримували ліквідність, сприяли росту дохідності цінних паперів, а їх вихід із ринку вважається основною причиною фінансової кризи в 1998 році. Невпинно зростала кількість емітентів цінних паперів (у 1998 році зареєстровано найбільшу кількість акціонерних товариств протягом 1997-2004 років, а саме 35,58 тисячі) і обсяг емісій (у 1994 році в Україні було випущено цінних паперів на суму 286 млн. грн., а на початок 1998 року – на 7,5 млрд. грн. без урахування облігацій внутрішньої державної позики)³⁹². Незважаючи на позитивні зрушен-

³⁹¹ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 100.

³⁹² Звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2001–2007 рр. [Електронні ресурси]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>

ня, цей етап розвитку сучасного вітчизняного ринку цінних паперів характеризувався низьким рівнем капіталізації (на початок 1998 року лише 19% від номінального ВВП), недостатньою прозорістю та ліквідністю. Головним недоліком другого етапу стала безпідставна переоцінка можливостей ринку цінних паперів, штучне форсування його розвитку та стратегічні помилки в процесі проведення приватизації, посилені світовою фінансовою кризою. Це призвело до розпорошення власності, втрати інтересу до ринку з боку стратегічних інвесторів і, як наслідок, впливу портфельних інвестицій³⁹³. Зокрема, значення фондового індексу ПФТС знизилося з 40 до 16,5 пункта (не враховуючи девальвації гривні на 60%, місячні обсяги угод з акціями впали з 30-50 млн. грн. у 1997 році до 5 млн. грн. у вересні 1998 року)³⁹⁴ (рис. П.1–П.2 Додатка П). За 1998 рік капіталізація дев'яти компаній, що входили до першого рівня лістингу ПФТС, знизилася з 3,419 млрд. грн. до 790 млн. грн., або на 76%. Фінансова криза призвела й до зниження ліквідності ринку – курс купівлі став у кілька разів меншим від курсу продажу, а обсяг замовлень на купівлю в ПФТС у 40 разів поступався обсягу пропозиції³⁹⁵.

Таким чином, другий етап розвитку інфраструктури ринку цінних паперів України характеризувався активізацією продажів пакетів акцій державних підприємств, розвитком біржових та позабіржових систем обігу акцій, формуванням системи обліку прав власності на цінні папери, концентрацією власності шляхом масового скуповування акцій у населення, появою значної кількості фінансових посередників³⁹⁶.

³⁹³ Баула О. В. Тенденції формування інститутів ринку цінних паперів України [Електронний ресурс] / О. В. Баула // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. – 2009. – №5. – С. 7. – Режим доступу: www.nbuv.gov.ua/old_jrn/Soc_Gum/Aprer/2009_5_2/39.pdf

³⁹⁴ Саліхова О. Останні тенденції на ринку корпоративних цінних паперів / О. Саліхова // Цінні папери України. – 1999. – № 25. – С. 6-7.

³⁹⁵ Інституційні засади формування економічної системи України: теорія і практика / [за ред. З. Ватаманюка]. – Львів : Новий Світ–2000, 2005. – С. 448; Баула О. В. Тенденції формування інститутів ринку цінних паперів України [Електронний ресурс] / О. В. Баула // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. – 2009. – № 5. – С. 7. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Aprer/2009_5_2/39.pdf

³⁹⁶ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 101

Після завершення приватизації на третьому етапі виникла необхідність обслуговування інвестиційних процесів та захисту прав інвесторів, зокрема: удосконалення системи регулювання ринку цінних паперів України, розвитку корпоративного управління, інститутів спільного інвестування, Національної депозитарної системи, підготовки сертифікованих фахівців з питань ринку цінних паперів та корпоративного управління³⁹⁷. Практично усі нормативно-правові акти, прийняті на третьому етапі, стосувалися розвитку інфраструктури ринку цінних паперів. У 2001 році було прийнято Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»³⁹⁸, який дав можливість приватним інвесторам – фізичним та юридичним особам інвестувати власні заощадження за допомогою інституцій фінансового посередництва. Відтак на ринку цінних паперів розпочалася діяльність з управління активами. Компанія з управління активами здійснювала управління фінансовими активами інститутів спільного інвестування. Введено поняття «венчурний фонд». Він дозволяв здійснювати ризикові операції з фінансовими активами і таким чином давав можливість одержувати високі прибутки. Замість довірчим товариств у 2002 році виникають та розвиваються інститути спільного інвестування.

Головною подією даного періоду на ринку цінних паперів України стало активне використання поширеного на світових фінансових ринках інструменту – облігацій підприємств. Ринок потребував нового інфраструктурного суб'єкта, без якого емісія облігацій є неможливою, – спеціалізованого кредитного агентства. Й уже в 2001 році було створено «Кредит-Рейтинг», який надавав послуги із незалежного оцінювання кредитоспроможності емітента облігацій з присвоєнням рейтингів за національною шкалою. І хоча це агентство не мало статусу професійного учасника ринку цінних паперів, ДКЦПФР у 2004 р. визнала його як

³⁹⁷ Там само. – С. 103.

³⁹⁸ Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2299-14>

уповноважене рейтингове агентство паралельно з міжнародними рейтинговими агентствами Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Standard and Poor's та дочірніми компаніями, які знаходяться під контролем Moody's Investors Service Inc³⁹⁹. Об'єктивною обставиною формування вітчизняного рейтингового агентства поряд із міжнародними були різні фінансові можливості емітентів, за допомогою яких проводилось рейтингування: отримання кредитного рейтингу від відомого міжнародного агентства було доволі вартісною послугою, зокрема, вартість послуг S&P's становила десятки тисяч доларів США. Тому необхідність у міжнародному рейтингуванні була зазвичай тоді, коли емітенти здійснювали міжнародну діяльність або планували залучення фінансових ресурсів на міжнародному фінансовому ринку (ІРО). Надання аналогічних рейтингових послуг вітчизняними агентствами характеризувалось незначною вартістю, що паралельно із необхідністю одержання рейтингової оцінки певними емітентами та цінними паперами пояснювало необхідність існування рейтингових агентств на ринку цінних паперів України.

Основним досягненням третього етапу безумовно можна вважати прийняття у 2006 році Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»⁴⁰⁰, яким повинні були врегульовуватись відносини в процесі розміщення, обігу цінних паперів. В Законі подано роз'яснення таких категорій як лістинг та делістинг, емісія, котирування, наведено класифікацію цінних паперів, визначено професійну діяльність на ринку цінних паперів тощо. Положення ДКЦПФР «Про депозитарну діяльність» визначило основні функції депозитарних установ, особливості депозитарного обслуговування ІСІ та пенсійних фондів, вимоги до складання зведеного облікового реєстру власників цінних паперів⁴⁰¹ тощо, тоді як Положення ДКЦПФР

³⁹⁹ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 103.

⁴⁰⁰ Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

⁴⁰¹ Про депозитарну діяльність: Рішення ДКЦПФР [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z1238-06>

«Про функціонування фондових бірж»⁴⁰² розширювало основні принципи функціонування фондових бірж в Україні.

Загалом з 2004 року на українському ринку цінних паперів тенденція була досить позитивною, проте обсяги торгів на позабіржовому ринку істотно випереджали аналогічні показники біржового ринку. Зокрема, частка біржового ринку у 2003 році становила близько 3%, у 2004 році – 4,1%, у 2005 році – 5%, у 2006 році – близько 7%. Це пояснюється неефективною приватизацією підприємств, що призвело до низької активності на українському ринку цінних паперів стратегічних інвесторів. Незважаючи на функціонування п'яти бірж, лідером серед організаторів торгівлі була ПФТС, тому після десяти років роботи як торгово-інформаційна система (ТІС) у 2006 році ПФТС отримала офіційне визнання як фондова біржа.

Протягом січня 2008 року основні фондові індекси США та Європи знизились на 2,5–3%, тоді як обвал певних акцій європейських та американських компаній за два дні становив 25%. За ринками розвинутих держав криза перейшла на фондові біржі Росії, Індії, Китаю, Бразилії (у середньому рівень падіння становив 10–15%)⁴⁰³. Не залишився осторонь світових процесів й український фондовий ринок, на якому у 2007 році було зосереджено значну частину іноземного капіталу (переважно спекулятивного характеру), тому перший квартал 2008 року характеризувався масовим відтоком іноземних інвестицій, індекс ПФТС за сім місяців 2008 року знизився на 43,5%.

Кризова ситуація на вітчизняному ринку цінних паперів найбільш негативно вплинула на діяльність ІСІ й обумовила певний спад на ринку спільного інвестування за обсягами фінансових ресурсів в управлінні КУА та за прибутковістю ІСІ під їх управлінням. Зниження прибутковості ІСІ призвело до зменшення кількості укладених угод з фінансовими активами як на біржовому, так і на позабіржовому ринках, що негативно позначилося на ефек-

⁴⁰² Про функціонування фондових бірж: Рішення ДКЦПФР [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0035-07>

⁴⁰³ Шкарпова О. На узбіччі кризи // Контракти. – 2008. – №5. – С. 18-21.

тивності діяльності фондових бірж та торговців цінними паперами (рис. Р.1, Додаток Р).

У травні 2008 року було підписано договір між найбільшими учасниками вітчизняного ринку цінних паперів та ВАТ «Фондова біржа РТС» (Росія) про створення ВАТ «Українська біржа». Цьому передувало прийняття Закону України «Про акціонерні товариства», відповідно до якого посилилась роль фондових бірж, оскільки за законом акції всіх публічних акціонерних товариств повинні бути присутні в лістингу хоча б одного з організаторів торгівлі. Українська біржа відразу скористалася недоліками ПФТС (відсутністю в останнього реального ринку заявок, інтернет-трейдингу). Таким чином для усіх стала доступною послуга інтернет-трейдингу, і хоча вона не набула масового поширення серед населення, кількість інтернет-трейдерів протягом 2009 року зросла з 65 осіб до 1500 осіб⁴⁰⁴.

Закон України «Про акціонерні товариства»⁴⁰⁵ посилив роль і депозитарної системи, оскільки переведення усіх акцій в бездокументарну форму збільшило навантаження на зберігачів та депозитаріїв. У 2008 році з метою надання якісних депозитарних та клірингових послуг, а також втілення найкращих міжнародних практик з депозитарної діяльності на ринку України було створено ПАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів» (ВДЦП), акціонерами якого стали Національний банк України, 19 найбільших банків-зберігачів та 2 біржі. ВДЦП поглинув найстаріший депозитарій України МФС, який обслуговував 99% операцій на ринку, що позитивно вплинуло на роботу останнього, оскільки станом на 2009 рік технологічне забезпечення його було застарілим та потребувало оновлення⁴⁰⁶.

⁴⁰⁴ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 105.

⁴⁰⁵ Про акціонерні товариства: Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/514-17>

⁴⁰⁶ Пласконіс Н. В. Основні тенденції розвитку фондового ринку протягом фінансової кризи в Україні [Електронний ресурс] / Назарій Вікторівич Пласконіс // Економічні наукові інтернет-конференції. – 2010. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.economy-confer.com.ua/full-article/599/>.

Наступний етап розвитку інфраструктури ринку цінних паперів в Україні «пов'язаний із оговтуванням від фінансових втрат»⁴⁰⁷. Зокрема, в 2011 році ринок цінних паперів характеризувався доволі високою активністю біржового сегмента. У порівнянні з минулим роком обсяг біржових контрактів (договорів) з цінними паперами збільшився майже у 2 рази (або на 104,55 млрд. грн.) і становив 235,84 млрд. грн., тоді як у 2010 році цей показник становив 131,29 млрд. грн.⁴⁰⁸. Активність торгівлі цінними паперами на найбільших вітчизняних фондових майданчиках у 2013 році зросла, що було пов'язано із запровадженням спеціального податку на операції з фондовими активами і стимулювало переведення частини таких операцій із позабіржового ринку на біржовий. Так, частка біржових торгів у загальній вартості виконаних угод на ринку цінних паперів України у 2013 році зросла із 12,6% до 39,2%⁴⁰⁹.

За даними НКЦПФР, сукупний обсяг торгів на організованому ринку за рік зріс на 80% і склав 474,63 млрд. грн. При цьому понад 91% його припало на дві біржі – ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» (понад 67%) та ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» (майже 24%), а 74% угод було здійснено щодо ОВДП, ще по 10% – з корпоративними облігаціями та акціями. Таким чином, у 2013 році понад 3/4 обсягу торгів на фондових майданчиках України було здійснено з державними облігаціями, хоча наприкінці 2013 р. їхня популярність серед інвесторів зменшилась на тлі різкого підвищення політичних та макроекономічних ризиків України⁴¹⁰.

Набрання чинності на початку 2014 року Закону «Про інститути спільного інвестування»⁴¹¹ розширило можливості для робо-

⁴⁰⁷ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 107.

⁴⁰⁸ Український фондовий ринок: впевненість, стійкість та зростання [Електронний ресурс] // НКЦПФР. – 2011. – Режим доступу до ресурсу: http://ssmsc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf.

⁴⁰⁹ Аналітичний огляд ринку управління активами в Україні [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2013. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1954/11/2013-f.pdf>.

⁴¹⁰ Там само.

⁴¹¹ Про інститути спільного інвестування: Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>

ти на ринку спільного інвестування та адаптувало його умови до тих, що діють на розвинених ринках світу, що сприяло появі нових видів фондів, які краще задовольняли потреби інвесторів⁴¹².

У 2014 році ринок цінних паперів України переживав масштабні зміни суспільно-політичного ландшафту, що супроводжувались значними викликами в економічному, політичному та регуляторному аспектах⁴¹³. Так, за даними НКЦПФР, загальний обсяг торгів на організованому ринку за рік зріс на 32,6%, при цьому 88% усього обсягу угод становили угоди з державними облігаціями, тоді як частка угод із корпоративними облігаціями та акціями знизилась із 10% до 5,4% та 4,2% відповідно. З 2014 року різко зменшилась привабливість корпоративних цінних паперів. З одного боку, це зумовлено воєнним конфліктом, погіршенням соціально-економічної ситуації в Україні, значним підвищенням ставок за борговими інструментами українських емітентів, а з іншого боку – недостатнім контролем за їхньою відповідальністю, що залишається вкрай актуальною проблемою у регулюванні вітчизняного ринку цінних паперів⁴¹⁴.

Серед основних факторів, які негативно впливали на розвиток інфраструктури ринку цінних паперів у 2015 році, варто назвати: воєнні дії на сході України та анексію Криму; різке падіння економіки, добробуту населення та зниження можливостей накопичувати заощадження в умовах високої інфляції; масове закриття банків; продовження відтоку капіталу з інститутів спільного інвестування; значне фактичне скорочення доступних для інвестування інструментів ринку цінних паперів (зменшення лістингових цінних паперів у зв'язку з прийнятими в 2015 році змінами до нормативної бази, які істотно підвищили вимоги до умов їх перебування у лістингу на

⁴¹² Гарбар Ж. В. Професійна діяльність інфраструктурних фінансових інститутів на фінансовому ринку України [Електронний ресурс] / Ж. В. Гарбар // Актуальні питання економічного розвитку. – Режим доступу до ресурсу: <http://aup.org.ua/wp-content/uploads/МСБ-2014-№3-4-.pdf>.

⁴¹³ Кутузова М. М. Фондовий ринок України в умовах нестабільності світового фінансового середовища: дис. канд. ек. наук : 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / М. М. Кутузова – Луцьк, 2015. – С. 125; Аналітичний огляд ринку управління активами в Україні [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/2245/55/Q4%202014%20%20Full%202014_final.pdf

⁴¹⁴ Там само. – С. 126

фондових біржах); суперечливі та несистемні кроки регулятора (НКЦПФР) щодо підвищення вимог до цінних паперів, емітентів та професійних учасників (у тому числі в контексті боротьби з фіктивністю та маніпулюванням на ринку, а також впровадження нових жорстких вимог у контексті пруденційного нагляду). Усе це значно підвищило ризики діяльності з управління активами інституційних інвесторів (та її вартість), знизило рентабельність і доцільність ведення бізнесу для багатьох КУА. Негативні зміни ринкової ситуації й посилення регулювання сприймалися не просто як поточні труднощі, а як довгостроковий тренд тривалістю майже у два роки. В результаті, кількість компаній з управління активами протягом року зменшувалася⁴¹⁵: як і в попередні роки, кількість компаній, що залишали ринок, перевищувала кількість нових його учасників (дані табл. П.1, Додаток П).

Про наступний етап розвитку інфраструктури ринку цінних паперів в Україні, який почався з 2016 року і триває донині, не можна говорити однозначно. 2016-й рік характеризувався поліпшенням макроекономічної ситуації в Україні та стабілізацією фінансової системи, проте ринок цінних паперів продовжував зазнавати нових випробувань, що позначилося і на розвитку його інфраструктури. До вже наявних на ринку проблем додалися: відсутність механізмів для повноцінної реалізації норм законів «Про ІСІ» та «Про недержавне пенсійне забезпечення»⁴¹⁶ щодо можливості придбання до портфелів фондів якісних цінних паперів іноземних емітентів; значне зростання витрат домогосподарств на оплату комунальних послуг та інші життєво необхідні потреби, невпевненість у майбутньому, що відвернула громадян України від вкладень на термін, більший ніж 3-6 місяців; продовження, хоч і стабільно слабшими темпами, відтоку капіталу інвесторів через відсутність довіри до інституцій ринку цінних па-

⁴¹⁵ Аналітичний огляд індустрії управління активами в Україні [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/2385/15/Q4%202015%20&%20Full%202015_final.pdf.

⁴¹⁶ Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>

перів. Більш детально розвиток інституцій інфраструктури ринку цінних паперів ми розглянемо в наступних підрозділах роботи.

Сьогодні ринок цінних паперів проходить шлях ефективної трансформації, про що свідчать плани регулятора щодо транспортування норм європейського законодавства з інвестиційних фондів та управління активами з метою імплементації Угоди про Асоціацію з ЄС⁴¹⁷ та реалізації Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року⁴¹⁸. Метою даної програми є розширення спектра ліквідних інструментів ринків капіталу, у тому числі деривативів, задля забезпечення диверсифікації портфелів та управління ризиками інституційних інвесторів разом зі збалансованим та стимулюючим підходом до регулювання ринку цінних паперів та розвитком його інфраструктури й широким залученням перш за все внутрішніх інвесторів.

Можна зробити висновок, що ринок цінних паперів є складною економічною системою, формування та розвиток якої в процесі ринкових трансформацій відбувається внаслідок інституційних змін. У країнах із розвинутими економіками ринок цінних паперів формується еволюційним шляхом, тому є продуктом розвитку загальноринкової системи, в якій інтереси учасників, що узгоджуються протягом тривалого часу, достатньо збалансовані й гармонійні. Натомість в Україні сформований на сьогодні ринок цінних паперів є наслідком трансформаційного за характером процесу, де збалансованість та гармонійність як якісні характеристики перебувають на початкових стадіях. У зв'язку з цим інституційний та організаційний каркас інфраструктури ринку цінних паперів характеризується недосконалою конструкцією, що породжує проблеми функціонування всієї інфраструктури та деформує її вплив на результативність розвитку ринку цінних паперів загалом.

⁴¹⁷ Угода про асоціацію між Україною, з однієї сторони, та Європейським Союзом, Європейським співтовариством з атомної енергії і їхніми державами-членами, з іншої сторони [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/984_011

⁴¹⁸ Комплексна програма розвитку фінансового сектору до 2020 року [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/v0391500-15>

4.2. Фінансові посередники та їх роль у забезпеченні стабільного функціонування ринку цінних паперів

У зменшенні асиметрії інформації в процесі торгівлі фінансовими активами значна роль належить фінансовим посередникам. Із середини 70-х років XX ст. вченими досліджуються транзакційні та інформаційні підходи до фінансового посередництва (transaction cost and information based approaches)⁴¹⁹. Сьогодні існує значна кількість праць, присвячених проблемам доцільності існування фінансового посередництва, його наслідкам для фінансового ринку, проблемам моніторингу діяльності фінансових посередників тощо. Безумовно, роль фінансових посередників на ринку цінних паперів оцінюється неоднозначно. З одного боку, фінансове посередництво сприяє зменшенню асиметрії інформації, з іншого – навпаки, може її породжувати. У сучасній літературі виділяють декілька підходів до визначення сутності фінансового посередництва: функціональний, інституційний та інфраструктурний.

Вивчення думок закордонних та вітчизняних учених-економістів (табл. С.1 Додатка С) щодо значення фінансових посередників в історичній ретроспективі свідчить про поступову трансформацію їхніх поглядів на фінансове посередництво – від механізму підвищення пропозиції грошей та інтенсифікації торгівлі до конструювання теорій та обґрунтування його як одного із найбільш важливих чинників надійного та ефективного функціонування фінансового ринку, а також сталого зростання економіки⁴²⁰.

Досить часто фінансове посередництво визначається як процес непрямого інвестування, при якому фінансові посередники

⁴¹⁹ Анненков И. В. Совершенствование долгосрочного кредитования промышленных предприятий: институциональный аспект: монография / И. В. Анненков, А. В. Матюшин, А. В. Половян, А. А. Охтеня; НАН Украины. Ин-т экономики промышленности. – Донецк, 2008. – С. 12.

⁴²⁰ Полетаев О. О. Економічна сутність фінансового посередництва / О. О. Полетаев // [Наукові праці: Науково-методичний журнал]. – Миколаїв: Вид-во ЧДУ ім. П. Могили, 2010. (Економічні науки). Т. 126. – Вип. 113. – 2010. – С. 39-47; Полетаев О. О. Послуги фінансових посередників в умовах сталого розвитку / О. О. Полетаєв // [Наукові праці: Науково-методичний журнал]. – Миколаїв: Вид-во ЧДУ ім. П. Могили, 2008. (Економічні науки). Т. 89. – Вип. 76. – 2008. – С. 56-63.

позичають кошти у тих, які їх заощадили і, у свою чергу, надають позики іншим⁴²¹, що, на наш погляд, цілком логічно, проте не охоплює усієї діяльності фінансових посередників. Виникнення різноманітних видів посередницької діяльності відбувалось поступово та пояснювалось такими причинами⁴²²: невідповідність між темпами розвитку виробництва та межами індивідуального накопичення капіталу; протиріччя між дискретністю та необхідністю забезпечення безперервності виробничого процесу; невідповідність між потребою інвестора в отриманні доходу та можливостями його виходу на ринок інвестицій; наявність дисбалансу в параметрах активів і пасивів економічних суб'єктів.

Слід зазначити, що наразі відсутній загальноприйнятий поділ фінансових посередників у межах ринку цінних паперів через нечіткість меж між поняттями «інфраструктура ринку цінних паперів» та «фінансові посередники». Зокрема, деякі автори вважають, що фінансові посередники є одночасно й інституціями інфраструктури ринку цінних паперів, які обслуговують учасників ринку цінних паперів «з метою підвищення ефективності операцій, що виконуються ними»⁴²³. Загалом ми поділяємо цю точку зору, оскільки за *організаційною ознакою* розглядаємо *інфраструктуру ринку цінних паперів як сукупність фінансових та нефінансових інституцій, що забезпечують торгівлю фінансовими активами, надаючи фінансові послуги суб'єктам ринку*, тому частину суб'єктів інфраструктури ринку цінних паперів відносимо до фінансових посередників, оскільки вони за певну плату надають фінансові послуги, які пов'язані із рухом фінансових активів, оптимізуючи при цьому ризики у транзакціях.

Таким чином, фінансове посередництво слід розглядати не лише як процес, а перш за все як економічне явище, яке відображає сукупність відносин щодо надання фінансових послуг з ме-

⁴²¹ Mishkin Frederic S. The economics of money, banking and financial markets / Frederic S. Mishkin. – [6th ed.]. – 2001. – 715 p.

⁴²² Трансформація фінансового посередництва в сучасній економіці: монографія / кол. авт.; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Н. В. Ткаченко. – К.: УБС НБУ, 2015. – С. 30.

⁴²³ Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика. Навч. посіб. / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. – К.: ЦУЛ, 2002. – 616 с.

тою одержання прибутку та оптимізації впливу ризиків. Як процес фінансове посередництво характеризує послідовність дій, спрямованих на залучення тимчасово вільних фінансових ресурсів, їх акумуляцію і розміщення у фінансові та матеріальні активи⁴²⁴, а також формування технічних умов для цього.

Така позиція дозволяє нам розглядати фінансове посередництво на ринку цінних паперів у двох аспектах:

- у вузькому розумінні як діяльність фінансових інституцій, яка опосередковує рух фінансових активів від індивідуальних інвесторів до їх кінцевих споживачів;

- у широкому розумінні як посередницьку діяльність фінансових інституцій, які виконують обслуговуючі (сервісні) функції, надаючи торговельні, облікові та розрахунково-клірингові послуги.

В даній роботі *фінансове посередництво розглядається нами як діяльність фінансових інституцій (фінансових посередників), спрямована на задоволення фінансових потреб учасників ринку цінних паперів шляхом надання їм відповідних фінансових послуг.* Така позиція дозволяє поєднати визначення «фінансове посередництво» та «фінансова послуга» і трактувати фінансове посередництво як діяльність, яка здійснюється фінансовими інституціями та забезпечує рух фінансових активів.

Фінансові посередники – це інституційні інвестори та спеціалізовані професійні учасники ринку цінних паперів, які пропонують та реалізують фінансові послуги як особливу форму товару, перерозподіляючи фінансові ризики між споживачами та постачальниками фінансового капіталу, між інвесторами та позичальниками в процесі руху фінансових активів. *Суттєвою ознакою фінансових посередників – професійних учасників ринку цінних паперів є ліцензування їх діяльності та заборона торгівлі нефінансовими активами.* Як зазначає О. Фаворо, роль фінансових посередників на ринку цінних паперів полягає в тому, що вони «...концентрують колективні знання щодо функціонування

⁴²⁴ Трансформація фінансового посередництва в сучасній економіці: монографія/ кол. авт.; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Н. В. Ткаченко. – К.: УБС НБУ, 2015. – С. 33.

ринку, ... часто формують досить замкнуте коло, яке нагадує внутрішній ринок праці, тобто професійний ринок (craft labour market), що протистоїть власне ринку»⁴²⁵. Звичайно ж, замкнутий внутрішній ринок посередницьких послуг формується не з егоїстичних міркувань, а внаслідок високопрофесійних вимог до рівня спеціальної, вузькопрофільної підготовки фахівців та відповідної якості надання послуг клієнтам. Інформація, як і знання, не може бути легкодоступною та масовою, вона практично завжди ексклюзивна⁴²⁶.

З вищенаведеного випливає, що фінансове посередництво на ринку цінних паперів – це вид діяльності, в процесі якої одна частина фінансових інституцій опосередковує рух фінансових активів, тоді як друга їх частина забезпечує обслуговування даного процесу. Таким чином, комплекс послуг, які пропонують інституції фінансового посередництва, включає:

- основні фінансові послуги, спрямовані на акумулювання та перерозподіл фінансових ресурсів;
- обслуговуючі фінансові послуги, обумовлені наданням необхідних облікових, торговельних та розрахунково-клірингових послуг, без яких рух фінансових активів неможливий.

Основою розвитку фінансового посередництва є надання фінансових послуг фінансовими інституціями – фінансовими посередниками, кількість та різновиди яких зумовлені розвитком економіки та попитом на них на ринку цінних паперів. Специфіка діяльності фінансових посередників на ринку цінних паперів полягає в тому, що: по-перше, кожен із них має власну спеціалізацію та, відповідно, власне поле діяльності; по-друге, їхня діяльність не пов'язана з тими операціями, які нами визнані як вихідні фінансові послуги (операції з фінансовими активами); по-третє, їхня діяльність є вузькоспеціалізованою, що має характер залучення вільних фінансових ресурсів та надання обслуговуючих фінансових послуг своїм клієнтам.

⁴²⁵ Фаворо О. Внутренние и внешние рынки // Вопросы экономики. – 1997. - №10. – С. 95.

⁴²⁶ Корнєєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку: монографія // В. В. Корнєєв. – К.: Основа, 2007. – С. 15.

Важливим моментом при розкритті сутності фінансових посередників є їх спеціалізація щодо надання фінансових послуг, що має підтримку і в економічній літературі: спеціалізовані професійні оператори, що пропонують та реалізують фінансові послуги як особливий товар на умовах провадження виняткових та поєднаних видів діяльності⁴²⁷; інститути, що спеціалізуються на наданні фінансових послуг та опосередковують у своїй діяльності рух фінансових ресурсів шляхом їх залучення та вкладення мобілізованих ресурсів у різні фінансові активи⁴²⁸.

Слід уточнити, на наданні яких саме фінансових послуг спеціалізуються фінансові посередники, оскільки не усі фінансові послуги є послугами з фінансового посередництва. Повернемося до змістовного наповнення поняття «вторинна фінансова послуга», запропонованого нами у першому розділі: це *операція з торгівлі фінансовими активами, яка здійснюється фінансовими посередниками ринку в інтересах третіх осіб і за їх рахунок*. Ґрунтовнішому розкриттю сутності фінансових посередників сприятиме застосування функціонально-структурного підходу, який використовували в своїх працях Р. Мертон та З. Боді⁴²⁹, оскільки протягом певного періоду часу функції фінансових посередників залишаються практично незмінними, в той час як інфраструктура ринку цінних паперів змінюється.

Щодо функціональної складової фінансового посередництва, то в центрі усіх тлумачень є їх головна функція – забезпечення трансформації заощаджень в інвестиції. Проте поряд із ключовою функцією фінансового посередництва у структурі визначення слід виділити й інші не менш важливі функції: ефективне обслуговування даного процесу на ринку цінних паперів та забезпечення потреб учасників торгівлі фінансовими активами. Не менш важ-

⁴²⁷ Корнєєв В. В. Модифікація форм фінансового посередництва в Україні / В. В. Корнєєв // Фінанси України. – 2008. – №1. – С. 78.

⁴²⁸ Драган О. В. Правові наслідки діяльності фінансових посередників на вітчизняних ринках фінансових послуг / О. В. Драган // Університетські наукові записки. – 2009. – №1(29). – С. 226

⁴²⁹ Merton R. C. Design of financial systems: towards a synthesis of function and structure / R. C. Merton, Z. Bodie // Journal of investment management. – 2005. – Vol. 3. – No. 1. – P. 1-23.

ливим є пошук відповідей на питання: яким чином буде організована торгівля фінансовими активами? як відбуватимуться взаєморозрахунки між контрагентами для уникнення ризиків невиконання зобов'язань за контрактом? яким чином буде здійснено облік прав власності на фінансові активи в процесі їх обігу від продавця до покупця та яким чином скоротити терміни взаєморозрахунків та обліку до мінімально можливих? Результатом цього є поява нових фінансових послуг, які передбачають мінімізацію ризиків суб'єктів ринку цінних паперів. За умови, якщо розглядати фінансових посередників у вузькому розумінні, наведені на рис. 4.2 функції «...фінансового посередництва ... є обов'язковими для фінансових посередників»⁴³⁰, фактично є основними функціями фінансових посередників, тоді як решта є обслуговуваними.

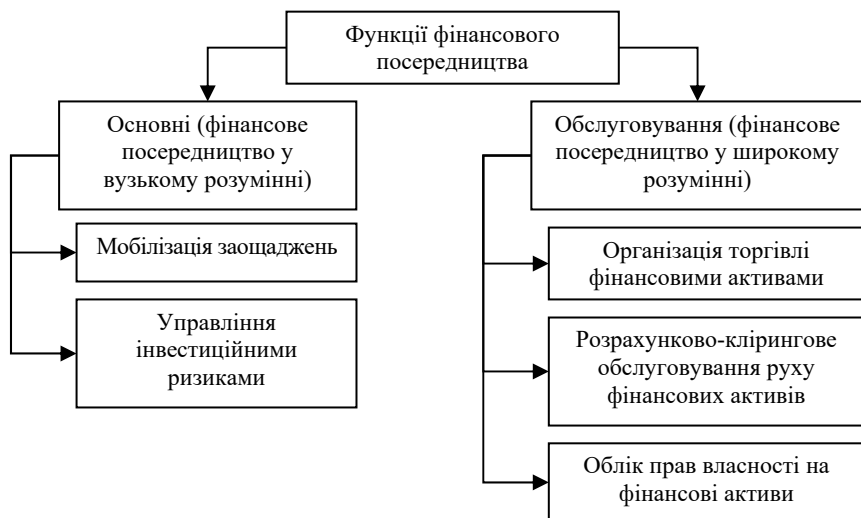


Рис. 4.2. Функції фінансового посередництва на ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

⁴³⁰ Трансформація фінансового посередництва в сучасній економіці: монографія / кол. авт.; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Н. В. Ткаченко. – К.: УБС НБУ, 2015. – С 30.

Виконання даних функцій сприяє ефективному процесу трансформації заощаджень в інвестиційний капітал на ринку цінних паперів, є основою стабільного та ефективного розвитку як ринку цінних паперів, так і сфери фінансових послуг загалом. «За своєї незмінності змісту конкретні прояви функцій фінансових посередників постійно трансформуються в інтересах розв'язання глобального протиріччя, паралельно із виникненням нових його форм»⁴³¹, що знаходять своє відображення в інституціональному (інфраструктурному) забезпеченні фінансового посередництва.

Далі розглянемо, які саме інституції ринку цінних паперів слід віднести до фінансових посередників. Відповідно до ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»⁴³² до учасників ринку цінних паперів відносять: емітентів, інвесторів, саморегулювальні організації та професійних учасників ринку цінних паперів. Законодавство фінансових посередників включає до групи учасників ринку професійних учасників ринку цінних паперів. Виділення із загального переліку учасників ринку цінних паперів осіб, діяльність яких є відмінною від інших учасників ринку, пов'язане перш за все з появою поняття професійної діяльності на ринку цінних паперів. Професійні суб'єкти ринку цінних паперів діють незалежно один від одного, систематично з метою досягнення економічного результату. Законодавство України містить декілька визначень поняття «професійний учасник ринку цінних паперів». Закон України від 30 жовтня 1996 року «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначає професійних учасників ринку цінних паперів лише як осіб, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів⁴³³. Законом не обумовлені характерні ознаки, які б дозволяли чітко ідентифікувати професійних учасників ринку цінних паперів.

⁴³¹ Там само. – С. 63

⁴³² Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 року // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – №31. – С. 268.

⁴³³ Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30 жовтня 1996 року // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – С. 292.

Відповідно до ч. 2 ст. 2 Закону України від 23 лютого 2006 року «Про цінні папери та фондовий ринок» професійні учасники визначаються як юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України⁴³⁴. Відтак до професійних видів діяльності на ринку цінних паперів належать:

- брокерська діяльність;
- дилерська діяльність;
- андерайтинг;
- діяльність з управління цінними паперами;
- діяльність з управління активами;
- діяльність з управління іпотечним покриттям;
- депозитарна діяльність депозитарної утанови;
- діяльність із зберігання активів інститутів спільного інвестування;
- діяльність із зберігання активів пенсійних фондів;
- діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку;
- клірингова діяльність⁴³⁵.

Загалом фінансових посередників на ринку цінних паперів класифікують за різними ознаками: формами власності, інституційною структурою, характером проведення операцій тощо. Але найбільш повно, на нашу думку, фінансових посередників можна ранжувати залежно від місця, яке вони займають на ринку цінних паперів, що має власну інфраструктуру. Фінансових посередників слід вважати суб'єктами інфраструктури ринку цінних паперів, що координують діяльність ринку цінних паперів загалом, виконуючи функцію перерозподілу тимчасово вільних фінансових ресурсів фізичних та юридичних осіб (інвесторів-кредиторів) до юридичних осіб (позичальників-емітентів), котрі потребують

⁴³⁴ Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 року // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – №31. – С. 268.

⁴³⁵ Фондовий ринок: підручник: в 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 359.

цих ресурсів для здійснення розширеного відтворення. Функціонування ринку цінних паперів ґрунтується на обігу фінансових активів, які зосереджуються у суб'єктів господарювання (підприємства) та фінансових посередників (суб'єктів ринку цінних паперів).

Перш за все, фінансовий посередник – це фінансова установа, яка акумулює кошти юридичних та фізичних осіб та скеровує їх до позичальника на комерційних засадах⁴³⁶. Вузький підхід до характеристики фінансового посередництва є логічним та дозволяє віднести до складу основних фінансових посередників наступні інституції ринку цінних паперів: *торговців цінними паперами, які на основі договору про управління цінними паперами проводять діяльність з управління цінними паперами індивідуальних інвесторів; інститути спільного інвестування та компанії з управління активами.*

Варто зауважити, що відповідно до наведених тверджень дилерські операції (дилерська діяльність торговця цінними паперами) на ринку цінних паперів не належать до основного фінансового посередництва, оскільки дилери від власного імені й власним коштом здійснюють пряме інвестування. Аналогічна картина спостерігається із торговцями цінними паперами, які на основі наявної ліцензії на брокерську діяльність надають агентські послуги щодо здійснення операції з фінансовими активами. Такі послуги свого часу здійснювали нотаріальні установи і передбачали факт посвідчення операції з фінансовими активами. Після того, як на законодавчому рівні дану функцію було передано торговцям цінними паперами, останні почали спеціалізуватись на наданні цього виду послуг. Вона не пов'язана із непрямим фінансуванням, тому брокерські послуги нами віднесено радше до агентських послуг, які надають торговці цінними паперами.

Наступним виникає питання: хто такі інституційні інвестори та як вони співвідносяться із фінансовими посередниками? Більшість учених характеризують інституційних інвесторів як фінан-

⁴³⁶ Мисник Т. Г. Теоретичні аспекти фінансового посередництва в Україні [Електронний ресурс] / Т. Г. Мисник. – Режим доступу: <https://www.pdaa.edu.ua/sites/default/files/nppdaa/4.3/133.pdf>

сових посередників⁴³⁷. Натомість визначення фінансових посередників як портфельних інвесторів, «...які формують портфель цінних паперів на підставі фундаментального прогнозу поведінки їхніх котирувань у довготерміновому і середньотерміновому періодах, а потім керують цим портфелем»⁴³⁸, є досить обмеженим, оскільки інституційні інвестори – це не лише портфельні. Зв'язок інституційних інвесторів із процесами управління колективними заощадженнями наявний у визначенні інституційних інвесторів як «спеціалізованих фінансових інституцій, які управляють колективними заощадженнями на користь дрібних інвесторів, що виражається в досягненні прийнятного рівня ризику за максимального доходу на інвестиції й узгодженості термінів виконання зобов'язань»⁴³⁹. Натомість У. Шарп відносить до інституційних інвесторів будь-яких фінансових посередників, відокремлюючи їх від індивідуальних інвесторів, котрі володіють портфелями, доходи від володіння яких належать їм самим⁴⁴⁰. Вважаємо, що спільною рисою для включення інституційних інвесторів у поняття «фінансовий посередник на ринку цінних паперів» є акумулювання фінансових ресурсів та їх подальше спрямування у фінансові активи з метою одержання прибутку. Ознаками, які дозволяють характеризувати інституційних інвесторів як фінансових посередників, є⁴⁴¹:

- акумулювання фінансових ресурсів за допомогою опосередкованого руху фінансових активів;
- діяльність фінансових установ в інтересах третіх осіб;
- наявність елементу прибуткової фінансової діяльності;

⁴³⁷ Ніколаєва А. М. Інституційні інвестори як фінансові посередники на фондовому ринку [Електронний ресурс] / А. М. Ніколаєва, Ю. В. Гаврук. - Режим доступу: www.nbuv.gov.ua/old_jrn/Soc_Gum/pprbsu/2011_2/56.pdf; Рабцун Н. В. Інституційний інвестор: сутність, поняття та класифікація / Н. В. Рабцун // Економіка, фінанси, право. – 2012. – №11. – С. 19-22.

⁴³⁸ Портфельне інвестування: навчальний посібник / А. А. Пересада [та інші]. – К.: КНЕУ, 2004. – С. 18.

⁴³⁹ Davis E.P. Institutional Investors / E. Davis, B. Steil. – MIT Press, 2001. – 524 p.

⁴⁴⁰ Шарп У. Ф. Инвестиции: учебник [пер. с англ.] / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. Б. Бейли – М.: ИНФРА-М, 1999. – 1028 с.

⁴⁴¹ Трансформація фінансового посередництва в сучасній економіці: монографія / кол. авт.; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Н. В. Ткаченко. – К.: УБС НБУ, 2015. – С. 44.

- договореність, тобто надання фінансових послуг на підставі договору, укладеного між фінансовою установою та клієнтом;
- специфічність.

Таким чином, крім торговців цінними паперами, на ринку функціонують інституційні інвестори: інституції спільного інвестування, які акумулюють кошти інвесторів та надалі вкладають їх, формуючи інвестиційні портфелі; а також обслуговуючі інституції: компанії з управління активами, фондові біржі й позабіржові установи, андерайтери; розрахунково-клірингові установи; зберігачі, реєстратори та депозитарії. Звідси до фінансових посередників на ринку цінних паперів відносять фінансові інституції, які здійснюють діяльність щодо залучення та переміщення фінансових активів між основними учасниками ринку цінних паперів: емітентами та інвесторами (рис. 4.3).

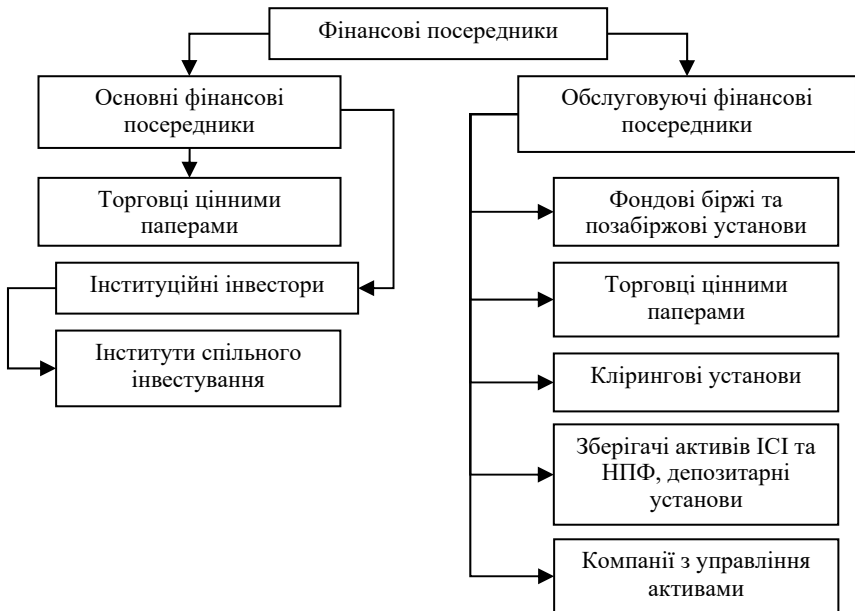


Рис. 4.3. Фінансові посередники на ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Усіх фінансових посередників на ринку цінних паперів ми умовно поділяємо на дві групи. Перша група – це основні фінансові посередники, які здійснюють акумулювання тимчасово вільних фінансових ресурсів фізичних і юридичних осіб у будь-яких обсягах з метою їх подальшого перетворення на інвестиційний капітал для емітентів – суб'єктів господарювання, місцевих органів самоврядування та уповноважених державних органів⁴⁴². Друга група – це обслуговуючі фінансові посередники, завданням яких є обслуговування обігу фінансових активів, удосконалення інфраструктури ринку цінних паперів та забезпечення його функціонування.

Кожна з виділених нами інституцій фінансового посередництва виконує окрему функцію на ринку цінних паперів, проте лише за наявності їх системності фінансове посередництво може виконувати важливе завдання розміщення фінансових ресурсів в економіку країни. Як свідчать дані рис. 4.4, системність фінансового посередництва являє собою упорядковане ціле, яке складається із основних фінансових посередників – виробників фінансових послуг, що поєднані відносинами з обслуговуваними фінансовими посередниками, які надають обслуговуючі фінансові послуги, споживачами фінансових послуг та органами державного нагляду та саморегулювальними організаціями в процесі торгівлі фінансовими активами на ринку цінних паперів.

Ринок цінних паперів пов'язаний із наявністю кваліфікованого фінансового посередника між покупцем та продавцем фінансових активів. Фінансові посередники володіють інформацією щодо кон'юнктури ринку цінних паперів, умов укладення угод, різновидів інструментів ринку цінних паперів та в максимально короткі терміни можуть реалізувати операції з фінансовими активами. Це, безумовно, прискорює рух фінансових потоків на ринку цінних паперів, забезпечує мінімізацію трансакційних витрат та сприяє загальному розвитку торгівлі фінансовими активами (рис. 4.5).

⁴⁴² Школьник І. О. Фінансові посередники та їх роль у розвитку фінансового ринку [Електронний ресурс] / І. О. Школьник. – Режим доступу: http://lib.uabs.edu.ua/library/Zbirnik/779_2008.pdf



Рис. 4.4. Взаємодія фінансових посередників на ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Наведені на рис. 4.5 дані свідчать про наявність взаємозв'язку між показниками приросту кількості фінансових посередників та динаміки ВВП. Основна умова існування фінансових посередників полягає в їх можливості вирішувати проблему «безбілетника» в процесі збору та обробки інформації. Інформація є специфічним товаром, тоді як її використання одним економічним агентом не зменшує її доступності для іншого. Завдяки сучасним інформаційним технологіям інформація поширюється досить швидко, що робить її значно дешевшою та призводить до того, що обмеження доступу до окремих блоків інформації стає дорогим задоволенням.

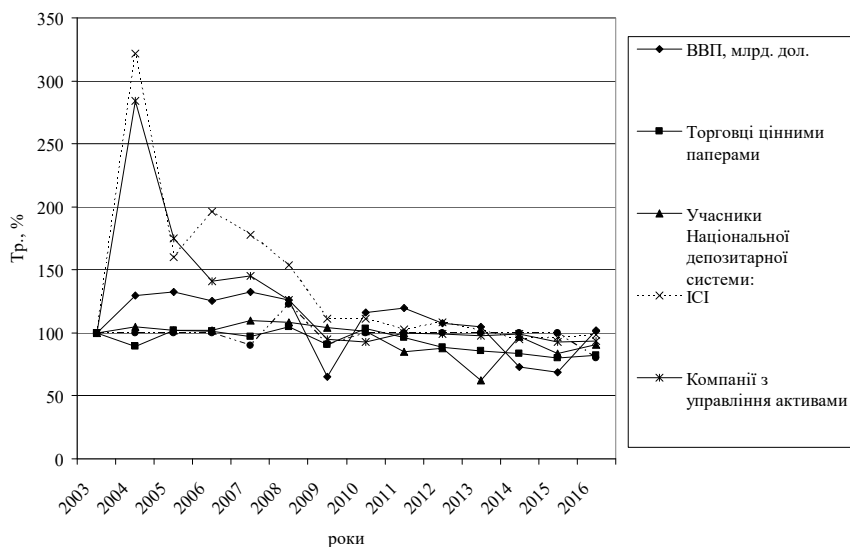


Рис. 4.5. Динаміка ВВП та кількості фінансових посередників на ринку цінних паперів України

Джерело: розроблено автором на основі даних Держкомстату України та звітів НКЦПФР

Досліджуючи особливості торгівлі фінансовими активами, слід враховувати, що основою методології інституціоналізму є взаємодія одного індивіда з іншим, тоді як одиницею виміру такої взаємодії є транзакція – відчуження та набуття прав власності на фінансові активи між індивідами. Інституційна економіка має поведінковий характер, а під поведінкою розуміється поведінка індивідів під час транзакції. Поведінка, яку обирає один учасник ринку цінних паперів, залежить від інформації, якою він володіє, та від рівня обізнаності його контрагента. Якщо вони володіють однаковою інформацією, їх поведінка буде раціональною, в іншому випадку завжди виникатиме ризик опортуністичної поведінки. Оскільки на ринку цінних паперів є асиметричність інформації, рано чи пізно у безпосередніх учасників торгівлі фінансовими

активами виникатиме бажання цим скористатись. Саме ця ситуація, на думку Т. Паєнтко, породжує проблему безбілетника та обмежує ринок в одержанні достатньої кількості інформації, необхідної для вирішення проблеми інформаційної асиметрії⁴⁴³. Проте за умови достатньо розвинуеного фінансового посередництва зробити це досить складно.

Для оцінювання впливу фінансового посередництва на торгівлю фінансовими активами та визначення його ролі як основи функціонування ринку цінних паперів доцільно провести аналіз особливостей його розвитку. Це дозволить з'ясувати, як впливають у динаміці основні показники діяльності фінансових посередників на розвиток торгівлі фінансовими активами на ринку цінних паперів. Для оцінки було обрано наступні показники: кількість фінансових посередників за видами; основні показники діяльності за видами фінансових посередників; частка активів кожного фінансового посередника в загальній сукупності всіх активів; обсяги активів, акумульованих фінансовими посередниками, які припадають на тисячу осіб працездатного віку в Україні, у порівнянні з окремими країнами Європейського Союзу тощо.

Дослідження кількісної структури фінансового посередництва на ринку цінних паперів за видами фінансових установ (рис. 1 Додаток Т) свідчить, що протягом 2005–2016 рр. найчисленнішими були інститути спільного інвестування, які на кінець 2016 року становили 1131 установи, хоча в динаміці їх кількість зменшується. Зокрема, якщо порівнювати з максимальним значенням 2013 року (1250 установ), на даний момент часу їх кількість скоротилась на 119 одиниць. Аналізуючи приріст кількості посередників протягом 20 років, зауважимо, що у більшості з них він мав додатне значення. Максимально зростала кількість інститутів спільного інвестування, компаній з управління активами та торговців цінними паперами. Така тенденція спостерігалась до початку світової фінансової кризи 2007 р. та змінилась на протилеж-

⁴⁴³ Паєнтко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Паєнтко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С. 237.

ну. Практично усі фінансові посередники відреагували на фінансову кризу скороченням чисельності установ. Вважаємо, що зменшення кількості фінансових посередників не завжди можна вважати негативним явищем для ринку цінних паперів, адже в конкурентному середовищі інституції пристосовуються до жорстких кризових умов функціонування, тому ті, що не в змозі витримати конкурентного тиску з боку суперників, виходять з ринку.

Щодо діяльності торговців цінними паперами в Україні протягом аналізованого періоду, то домінує брокерська та дилерська діяльність (рис. 4.6). Брокерська діяльність передбачає укладення фінансовим посередником цивільно-правових угод щодо фінансових активів від імені та коштом клієнта. Натомість дилерська діяльність передбачає укладення торговцем цінними паперами угод щодо фінансових активів від свого імені та власним коштом з метою подальшого перепродажу.

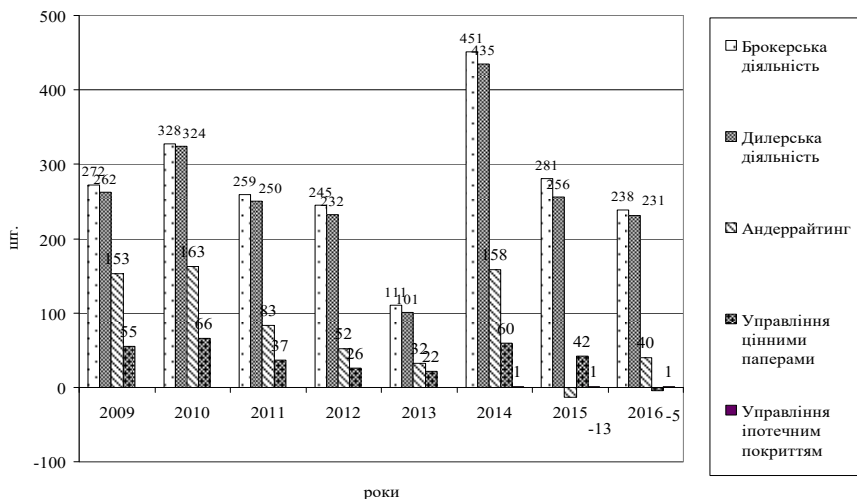


Рис. 4.6. Динаміка різниці між обсягом виданих та ліквідованих ліцензій на здійснення певних видів професійної діяльності на ринку цінних паперів України

Джерело: розраховано автором за даними звітів НКЦПФР

Роль дилерів на ринку цінних паперів полягає в тому, що вони забезпечують ліквідність та стабільність ринку. Поряд із брокерською та дилерською діяльністю торговці цінними паперами відповідно до ліцензії НКЦПФР проводять діяльність з управління цінними паперами індивідуальних інвесторів в інтересах останніх (довірче управління)⁴⁴⁴. З огляду на дані рис. 4.6 виникає питання: чому послуга довірчого управління фінансовими активами в Україні, зважаючи на наявність правового регламентування та нагляду з боку НКЦПФР, більше того, на необхідність наявності спеціальної ліцензії на дану послугу, практично не має попиту з боку торговців, а відповідно й з боку споживачів даного виду фінансових послуг? Чому, враховуючи високу популярність інститутів спільного інвестування, аналогічна тенденція розвитку відсутня в діяльності управління активами торговцями цінними паперами?

Одним із загальноприйнятих методів інвестування на розвинутих ринках цінних паперів є спільне інвестування, яке дозволяє поєднати прийнятну дохідність для інвестора з оптимальним рівнем ризику. Спільне інвестування здійснюється інвестором не самостійно, а за участі фінансових посередників – інвестиційних фондів та компаній з управління активами⁴⁴⁵. Інститути спільного інвестування відіграють значну роль на ринку цінних паперів, оскільки дозволяють домогосподарствам реалізовувати свої інвестиційні можливості, а корпораціям, уряду та органам місцевого самоврядування мобілізувати значний інвестиційний капітал. Інвестиційні фонди є одними з учасників ринку цінних паперів, що акумулюють кошти інвесторів та передають їх в управління компанії з управління активами. Інвестиційним фондам належить значна роль у міжгалузевому перерозподілі, підвищенні стабільності ринку цінних паперів, стимулюванні як внутрішнього інве-

⁴⁴⁴ Фондовий ринок: підручник: у 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К. : Знання, 2015. – С. 359.

⁴⁴⁵ Там само. – С. 363.

стиційного процесу, так і зовнішнього інвестування, сприятиме розширенню можливостей держави щодо внутрішніх запозичень⁴⁴⁶.

Для ґрунтовнішого аналізу інститутів спільного інвестування доцільно провести їх якісну оцінку на фоні ВВП країни та активів банківського сектору (рис. 4.7). Сукупні загальні активи ІСІ, що перебували в управлінні КУА та досягли нормативів у 2016 р., становили 230,19 млрд. грн. У 2016 році вони вперше скоротилися – на 2,5% (після зростання на 14,4% у 2015 р). Співвідношення активів ІСІ до ВВП України у 2016 році зменшилося другий рік поспіль – із 11,9% до 9,7% – на тлі зростання як номінального (+20,5%), так і реального (+2,3%) валового внутрішнього продукту. Відношення до активів банків України зменшилося, в умовах зростання останніх, із 19,4% до 18,5%. Таким чином, співвідношення повернулося практично до рівня 2010 року, проте залишається вищим, ніж у 2007-му (6,8%)⁴⁴⁷. Як видно з рис. 4.7, відношення активів ІСІ до активів банків є вкрай незначним (на 31.12.2016 – 18,5%), а це вказує на те, що, незважаючи на кількісну перевагу інститутів спільного інвестування, обсяги активів банківських установ є значно більшими за аналогічні дані по ІСІ.

Попри негативну динаміку останніх років, яка проявляється у скороченні кількості банківських установ на сучасному етапі функціонування фінансового ринку, банки є найчисленнішими фінансовими посередниками за обсягами залучених активів та забезпечують надання найбільшого переліку фінансових послуг, тоді як інші посередники переважно спеціалізуються лише на їх окремих видах.

Важлива роль банківських установ як фінансових посередників обумовлена історично пріоритетною роллю банків у здійсненні фінансових операцій, значними обсягами накопичених банківською системою активів, здатністю цих установ впливати на пропозицію грошового ринку, поширенням діяльності банків

⁴⁴⁶ Там само. – С. 364-365.

⁴⁴⁷ Аналітичний огляд індустрії управління активами в Україні [Електронний ресурс] // Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – 2015. – Режим доступу до ресурсу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/2385/15/Q4%202015%20&%20Full%202015_final.pdf

практично на всі сегменти фінансового ринку. Переваги діяльності банків зумовили вибір банкоцентричної моделі фінансового посередництва у більшості східноєвропейських країн, що стали на шлях ринкових перетворень. Не є винятком й Україна⁴⁴⁸.

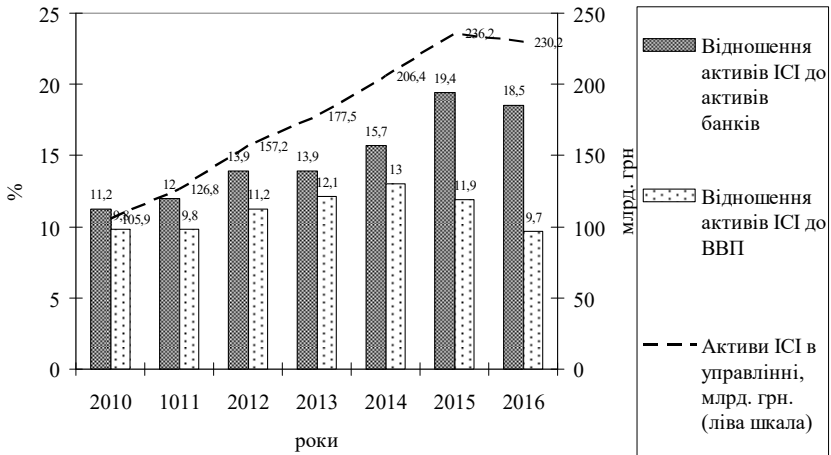


Рис. 4.7. Динаміка ІСІ на фоні ВВП та банківського сектору України у 2010–2016 рр., %

Джерело: складено автором за даними звітів УАІБ

Для ґрунтовнішого аналізу діяльності інститутів спільного інвестування слід оцінити абсолютні показники та порівняти одержані дані із показниками країн ЄС. Для цього розрахуємо обсяг сукупних активів фінансових посередників, які припадають на одну тисячу осіб працездатного віку в Україні, та порівняємо його з даними окремих країн ЄС. Цей показник є об'єктивнішим за показники кількісної структури та сукупних активів ІСІ, оскільки споживачами їхніх послуг є саме працездатне населення (табл. 4.1).

⁴⁴⁸ Рубанов П. М. Пріоритети розвитку фінансового посередництва в Україні / П. М. Рубанов, А. С. Сургучева // Економічні проблеми сталого розвитку: матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої 20-річчю наукової діяльності ф-ту економіки та менеджменту СумДУ (м. Суми, 3–5 квітня 2012). – М.: СумДУ 2012. – Т. 7. – С. 106–107.

Таблиця 4.1

Показники діяльності інвестиційних фондів у 2016 р.

Показник	Загальний обсяг, млрд.дол.	На одну особу, дол.
Загальний обсяг активів в правлінні інвестиційних фондів у світі	40 400	5611
Загальний обсяг активів в правлінні інвестиційних фондів у Америці	21 100	20 500
Загальний обсяг активів в правлінні інвестиційних фондів у Європі	14 100	19 720
Загальний обсяг активів в правлінні інвестиційних фондів у країнах Африки та Азії, Океанії	5 200	954,1

Джерело: розраховано автором за даними ⁴⁴⁹

Для України, враховуючи європейський вектор її розвитку, вкрай важливим є досвід європейських країн у сфері функціонування фінансового посередництва на ринку цінних паперів. Фінансове посередництво в країнах Європейського Союзу перебуває на різних рівнях розвитку⁴⁵⁰. Зокрема, економіки західноєвропейських країн, таких як Австрія, Бельгія, Німеччина та Нідерланди, розвивалися в умовах існування вільної конкуренції, тому нині ці країни мають одні із найвищих показників ВВП в ЄС і найбільші обсяги акумульованих фінансовими посередниками активів, тоді як країни колишнього «соціалістичного табору», такі як Естонія, Латвія, Словаччина, Словенія, проходили зовсім інший шлях розвитку, де фінансове посередництво формувалося в умовах жорсткої централізації влади та всіх фінансових потоків з боку держави. За даними табл. 4.1, за показником обсягу активів ІСІ на одну особу ми знаходимось далеко від країн Європи.

⁴⁴⁹ A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.ici.org/pdf/2017_factbook.pdf

⁴⁵⁰ Організація економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР) : офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/>; World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.data.worldbank.org/country/ukraine>

На ринку цінних паперів торгівля фінансовими активами може здійснюватись організовано та неорганізовано. В першому випадку мова йде про біржову торгівлю на основі стандартизованих угод за визначеними правилами, перевагами якої є висока ліквідність, конкурентне ціноутворення та гарантія виконання зобов'язань контрагентами. Станом на початок 2017 р. в Україні зареєстровано 9 організаторів торгів на ринку цінних паперів (рис. 4.8). За регуляторною інформацією НКЦПФР, за підсумками 2016 р. серед фондових бірж із загальним обсягом торгів лідирує ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» (58% загального обсягу біржових контрактів); друге місце посідає ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» (40%), третє місце – ПАТ «Українська біржа» (1,5%)⁴⁵¹.

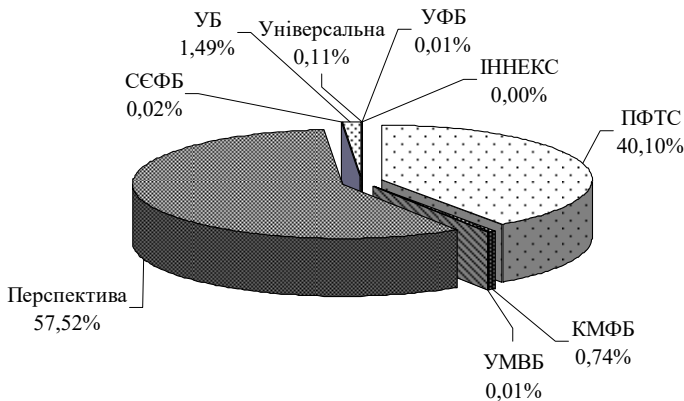


Рис. 4.8. Частка біржових контрактів з цінними паперами, що припадала на організаторів торгівлі в 2016 році

Джерело: розроблено автором за даними НКЦПФР

Таким чином, на організаційно оформленому ринку у 2016 році спостерігалась консолідація торгівлі цінними паперами на двох фондових біржах – «Перспектива» та «ПФТС» (97,62% вартості

⁴⁵¹ Річний звіт НКЦПФР за 2016 рік [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – 2016. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rchniy-zvt-nktsprf-za-2016-rk/>.

біржових контрактів), тоді як частка інших 7 бірж у загальному обсязі торгів з фінансовими активами становила лише 3%. Вважаємо, що потреба в існуванні восьми бірж є незначною, тимчасом як їх наявність ускладнює контроль та сприяє спекулятивним операціям. При цьому в Україні актуальною й надалі залишається проблема високої частки позабіржового ринку, яка, за даними НКЦПФР, становить більш як 73% усіх операцій на ринку цінних паперів (рис. 4.9).

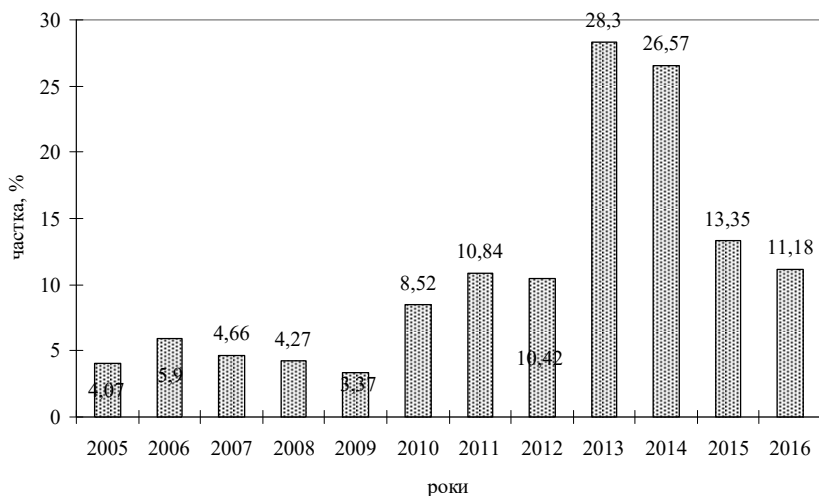


Рис. 4.9. Частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів у 2005–2016 роках, %

Джерело: розроблено автором за даними НКЦПФР

Незважаючи на зростання частки біржового сегмента ринку цінних паперів, позабіржовий ринок продовжує переважати у структурі послуг, які надаються фінансовими посередниками, що пояснюється меншими трансакційними витратами, нижчим рівнем регулювання, специфічністю потреб споживачів послуг тощо. Зростання обсягів торгів на біржах з 2013 року зумовлене розміщенням державних облігацій (рис. П.1, Додаток П).

Гарантом ефективного та прозорого обігу цінних паперів та обов'язковим елементом організації сучасного ринку цінних паперів в Україні є депозитарна система. Її ефективне функціонування є запорукою реалізації принципів справедливості щодо цін на інвестиційні ресурси. До 2013 року в Україні діяла дворівнева депозитарна система⁴⁵²:

- нижній рівень – зберігачі, що здійснюють обслуговування бездокументарної форми цінних паперів, і реєстратори, що посвідчують права власників іменних документарних цінних паперів;

- верхній рівень – Національний депозитарій і депозитарії, які ведуть розрахунки, здійснюють кліринг⁴⁵³.

Відтак відповідно до Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»⁴⁵⁴ учасники національної депозитарної системи поділялися на: прямих учасників – депозитаріїв, зберігачів, реєстраторів власників іменних цінних паперів; опосередкованих учасників – організаторів торгівлі цінними паперами, банки, торговців цінними паперами та емітентів.

У зв'язку із запровадженням нової депозитарної системи її учасниками визначені: Національний банк України (НБУ), професійні учасники депозитарної системи України (поділяються на Центральний депозитарій, депозитарні установи), депозитарії-кореспонденти, фондові біржі, клірингові установи, Розрахунковий центр, емітенти, торговці цінними паперами, компанії з управління активами, депоненти⁴⁵⁵.

Фактично законодавцем скасований інститут реєстраторів власників іменних цінних паперів, зберігачів цінних паперів та

⁴⁵² Фондовий ринок: підручник: у 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ: нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 393–394.

⁴⁵³ Там само.

⁴⁵⁴ Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР // Офіційний вісник України. – 1997. – № 52. – С. 23.

⁴⁵⁵ Про депозитарну систему в Україні: Закон України від 06.07.2012 р. № 5178-VI. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://zakon.help/law/5178-VI/nopagination>

депозитаріїв, які забезпечували первинний та вторинний облік цінних паперів і прав на ці цінні папери. Цей інститут замінено на депозитарні установи, які в більшості своїх функцій отримали повноваження ліквідованих професійних учасників фондового ринку. Натомість з'явилися нові учасники депозитарної системи, що забезпечать її функціонування. До них належать:

– Центральний депозитарій (який створюється на базі Національного депозитарію України та отримує значні повноваження щодо обліку цінних паперів і прав на цінні папери);

– депозитарії-кореспонденти;

– клірингові установи;

– Розрахунковий центр⁴⁵⁶.

Наразі відповідно до законодавства в Україні передбачені такі види депозитарної діяльності:

– депозитарна діяльність Центрального депозитарію;

– депозитарна діяльність Національного банку України;

– депозитарна діяльність депозитарної установи;

– діяльність зі зберігання активів інститутів спільного інвестування;

– діяльність зі зберігання активів пенсійних фондів⁴⁵⁷.

На кінець 2016 року 232 депозитарні установи мали ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів – депозитарної діяльності. Показники депозитарної діяльності, наведені на рис. 4.10, свідчать про постійне зменшення кількості рахунків у цінних паперах – як зберігачів, так і власне емітентів, що обслуговуються депозитарієм, а також зменшення кількості цінних паперів на цих рахунках. Це є підтвердженням загальної тенденції погіршення кількісних і якісних показників депозитарної складової вітчизняного ринку цінних паперів.

⁴⁵⁶ Бодров В. Нова депозитарна система України / В. Бодров, Л. Рудаєва // Вісник Національного банку України. – 2013. – №11. – С. 12.

⁴⁵⁷ Там само.

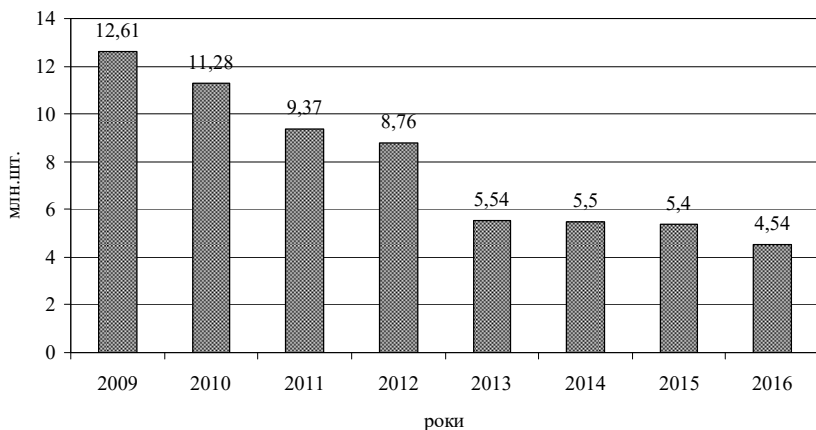


Рис. 4.10. Кількість рахунків власників цінних паперів у 2009–2016 рр., млн. шт.

Джерело: розроблено автором за даними Звітів НКЦПФР

Сьогодні наявність в Україні однорівневої депозитарної системи не є підставою вважати депозитарну систему централізованою. Історично депозитарна система, розрахункова, клірингова, як і усі інші складові інфраструктури ринку цінних паперів, повинна сформуватись як природне продовження розвитку біржових технологій. Проте в Україні все відбувалось навпаки, тому централізація депозитарної системи в умовах біржової дефрагментації не дала очікуваних позитивних наслідків. Як елементи облікової інфраструктури ринку цінних паперів в Україні існують Центральний депозитарій та клірингова установа ПАТ «Розрахунковий центр», який сьогодні не виконує клірингу у повному його розумінні, хоча єдиний в Україні має ліцензію на клірингову діяльність⁴⁵⁸.

⁴⁵⁸ Антонов С. Фінансова інфраструктура: проблеми недорозвитку [Електронний ресурс] / С. Антонов, С. Шишков // «Дзеркало тижня. Україна». – 2014. – №30. – Режим доступу до ресурсу: https://gazeta.dt.ua/finances/finansova-infrastruktura-problemi-nedorozvitku_.html.

Виникає питання: що таке кліринг? І хоча в наступних розділах нашого дослідження ми ширше зупинимось на даній проблемі, хочемо зараз зазначити, що основна функція клірингу – це забезпечення виконання розрахунків. Кліринг є обов'язковим елементом договірної процедури щодо фінансових активів, що охоплює чотири етапи: укладання угоди, звірення показників угоди, кліринг та виконання угоди⁴⁵⁹. Фактично кліринг за угодою з фінансовими активами передбачає обчислення грошових сум, що підлягають переказу, та кількості цінних паперів, які повинні бути поставлені відповідно до умов угоди⁴⁶⁰.

Проте це не повинно відбуватись шляхом 100% попереднього блокування коштів та цінних паперів, оскільки сьогодні це здійснюють біржі, тому незрозуміло, що робить розрахунковий центр. Перевіряє, чи правильно біржі провели розрахунки? Вважаємо, що ринок цінних паперів потребує інших послуг – можливості використання як забезпечення інших фінансових активів, що дозволило б частково перенести ризики з ринку та сконцентрувати їх надалі на кліринговій установі.

Як свідчить світова практика, функції клірингу ефективно реалізує клірингова установа. Так свого часу хотіли зробити й в Україні, проте наразі розрахунковий центр в Україні не виконує покладених на нього завдань. Як вирішити це питання? Передача клірингу біржам посилить дефрагментацію ринку цінних паперів та ризик торгівлі фінансовими активами. Крім цього, більшість операцій з цінними паперами (крім державних цінних паперів) проводять розрахунки як через розрахунковий центр, так і поза його межами, без дотримання принципу «постачання проти оплати». Тому перш за все слід підвищити рівень біржової діяльності.

Розвинений інститут фінансового посередництва дає можливість зменшити витрати на обіг фінансових активів, а також знизити рівень ризику з боку інвестора шляхом: забезпечення мож-

⁴⁵⁹ Фондовий ринок: підручник: в 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 395.

⁴⁶⁰ Там само.

ливості взаємодії інвестора з позичальником, що знижує рівень трансакційних витрат, пов'язаних із втратами часу, та грошових коштів в процесі пошуку емітентом та інвестором один одного; обліку, зберігання та реєстрації фінансових активів; регламентації процесу торгівлі фінансовими активами. Відтак це забезпечує виконання умов угоди учасниками, які взяли на себе ціновий ризик і отримали за це відповідну винагороду.

4.3. Тенденції та суперечності розвитку інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів

Без сумніву, в усіх сферах людського життя основне місце належить інформації. Життя стає неможливим в інформаційному вакуумі, тому ще в 60-х роках минулого століття академік А. Берг звернув увагу на поступове проникнення інформації в усі сфери життя людей та суспільства⁴⁶¹. Відтоді інформація заволоділа світом та стала одним із головних понять, які визначають специфіку та характер його цивілізаційного розвитку.

Інформація – це специфічний унікальний ресурс, який формується суспільством в процесі його буття. Індивід, як соціальна істота, акумулює, зберігає, обробляє та використовує інформацію у своїй діяльності. Практично усі технологічні, організаційні, економічні та соціальні процеси виникають та розвиваються під впливом інформаційних процесів, котрі відображають різні форми взаємодії між суб'єктами живого та неживого світу. Інформаційна взаємодія людства є однією з найважливіших форм соціальної взаємодії, рушійною силою наукового прогресу та соціально-економічного розвитку, ґрунтується на прагматичних особливостях інформації, що характеризує її якісну сторону з таких позицій як корисність, актуальність, своєчасність, новизна, безперервність, об'єктивність, систематичність, достовірність, повнота тощо.

⁴⁶¹ Бенг А. И. Кибернетика и общественные науки / А. И. Бенг // Методологические проблемы науки. – 1964. – №6. – С. 259-260.

Ринок цінних паперів, будучи складною системою, забезпечує обіг специфічних фінансових активів – цінних паперів. Незважаючи на те, що цінний папір купується та продається, покупцю зазвичай важко оцінити його якісні характеристики. Це обумовлює наявність необхідної на ринку цінних паперів інформації перш за все щодо емітента цінних паперів для можливості прийняття адекватних інвестиційних рішень. До слова, якщо інвестор має бажання та можливість придбати акції чи облігації підприємства, він потребуватиме інформації щодо фінансового стану, господарської діяльності, структури власності, менеджменту цього підприємства тощо, тоді як портфельного інвестора більше цікавити інформація щодо дохідності ex-post цінних паперів, на основі якої можна адекватно встановити та спрогнозувати майбутній рівень дохідності. Інвестора, який бажає придбати облігації, цікавить рівень забезпечення даних інструментів. Інвестори-спекулянти, які здійснюють денні торги з фінансовими активами, потребуватимуть в онлайн-режимі інформації про хід торгів та волатильність цін на фінансові активи на ринку цінних паперів.

Окрім купівлі-продажу цінних паперів, на ринку надаються фінансові послуги, що актуалізує потребу в інформаційному забезпеченні щодо учасників ринку цінних паперів, а не лише його фінансових інструментів. Сьогодні ринок цінних паперів важко уявити без фінансових посередників (інфраструктурних учасників): торговців цінними паперами (брокерів, дилерів, андерайтерів), компаній з управління активами, інвестиційних фондів тощо. Торгівля фінансовими активами може здійснюватися як на фондовій біржі, так і на позабіржовому ринку. Надзвичайно важливим є інформаційне забезпечення діяльності інституційних інвесторів, клієнтами яких є фізичні та юридичні особи з низьким рівнем фінансової грамотності та відсутністю практики торгівлі фінансовими активами. Все це актуалізує потребу у специфічному за змістом та способами реалізації інформаційному забезпеченні. Без повного та якісного інформаційного забезпечення операції з фінансовими активами будуть схожими на купівлю-продаж «кота в мішку».

Корисність інформації оцінюється за ефектом, що відображає результат прийняття на її основі певного рішення: «інформація корисна лише тоді, коли вона потрапляє туди, де в ній є потреба»⁴⁶². На практиці на ринку цінних паперів інформація може бути як надзвичайно цінною, так і зовсім непотрібною. Актуальність інформації дозволяє підвищити ймовірність досягнення цілей та виконання поставлених завдань. Для ефективної реалізації фінансових інтересів на ринку цінних паперів важливе значення має своєчасність надходження інформації. При цьому важливо зауважити, що часткова, проте вчасно одержана інформація зазвичай значно корисніша для прийняття рішень, ніж повна, проте одержана із запізненням. Одна і та сама інформація, проте оброблена та оцінена аналітиками різного рівня підготовки, може бути наділена різними змістовними ознаками. Це свідчить про те, що оброблення значного масиву вхідних даних дає можливість одержати достовірну інформацію для учасника ринку цінних паперів на виході, проте її корисність від застосування буде різною та залежатиме від суб'єкта, який її використовує. Це положення доводить той факт, що застосування сучасних інформаційних технологій є лише інструментом підготовки аналітичної інформації, все інше залежить від правильного користування нею. Інформація повинна надходити постійно, оскільки на ринку завжди виникає потреба у коригуванні інвестиційних рішень. Накладаючись на уже зафіксовану раніше, вона сприяє поступальному розвитку. В той же час зафіксовані в інформації повідомлення, відомості, знання є дискретними, тобто такими, що характеризують окремі фактичні дані, закономірності та властивості об'єктів – носіїв інформації⁴⁶³.

⁴⁶² Пильцер П. Безграничное богатство. Теория и практика «Экономической алхимии» / П. Пильцер // Новая постиндустриальная волна на Западе. Антология; под ред. В. Л. Иноземцева. – М.: Academia, 1999. – С. 417.

⁴⁶³ Ключан В. В. Система інформаційно-консультаційного забезпечення аграрної сфери: теорія, методологія, організація: дис. ... докт. екон. наук: 08.00.03 – економіка та управління національним господарством / В. В. Ключан; Миколаївський національний аграрний університет. – Миколаїв, 2012. – С. 19-21.

При дослідженні інформаційно-аналітичної складової інфраструктури ринку цінних паперів слід використовувати системний підхід та структурний аналіз та розглядати інфраструктуру ринку цінних паперів у власному розумінні слова, як функціонування інституцій ринку цінних паперів та інфраструктури, що формує навколишнє середовище його діяльності. Інформаційна складова інфраструктури ринку цінних паперів належить до другого типу і, враховуючи наявність взаємозв'язку між усіма елементами її інфраструктури, має вирішальне значення в процесі його розвитку. Таким чином, системний підхід дозволяє характеризувати інформаційну складову інфраструктури ринку цінних паперів як відносини між його учасниками з приводу інформаційних ресурсів, які оптимізують їх діяльність шляхом зниження трансакційних витрат.

Роль інформації на ринку цінних паперів визначається її функціями:

- посилення конкурентоспроможності учасників ринку цінних паперів, оскільки ті, що володіють інформацією, мають переваги в порівнянні з іншими учасниками;
- забезпечення стійкості ринку цінних паперів завдяки можливості суб'єктів ринку реагувати на зміни в часі;
- можливість завчасно вжити заходів або дій, які б оптимізували негативний вплив будь-яких явищ та процесів;
- можливість раціонального розподілу та використання фінансових ресурсів.

Відтак до основних складових інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів відносять інституції, що працюють з інформацією (генерують її, обробляють, аналізують, поширюють тощо), та інформаційні потоки. Системний підхід до дослідження інфраструктури ринку цінних паперів, запропонований нами вище, дозволяє виділити функціональну та організаційну (інституція(я)льну) складові інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів (рис. 4.12).

Функціональна складова складається переважно з мереж, що виконують різні функції: глобальні інформаційні мережі, елект-

ронна торгівля фінансовими активами, віртуальна комунікація, дистанційне навчання, системи зв'язку та телекомунікації, – та забезпечує рух інформації в процесі функціонування ринку цінних паперів і зв'язок його інфраструктури із зовнішнім середовищем. Йде безперервний обмін інформацією між усіма елементами інфраструктури ринку цінних паперів. З'являється необхідність періодичного закріплення сигналів прямого та зворотного зв'язку як для формування стійкості ринку цінних паперів, так і для встановлення досягнутого оптимуму⁴⁶⁴. Створюється організаційний (інституціональний) каркас інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів, інфраструктурні елементи якого формують інформаційні потоки. В результаті реалізується зв'язок між функціональною і організаційною складовими в межах інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів⁴⁶⁵.

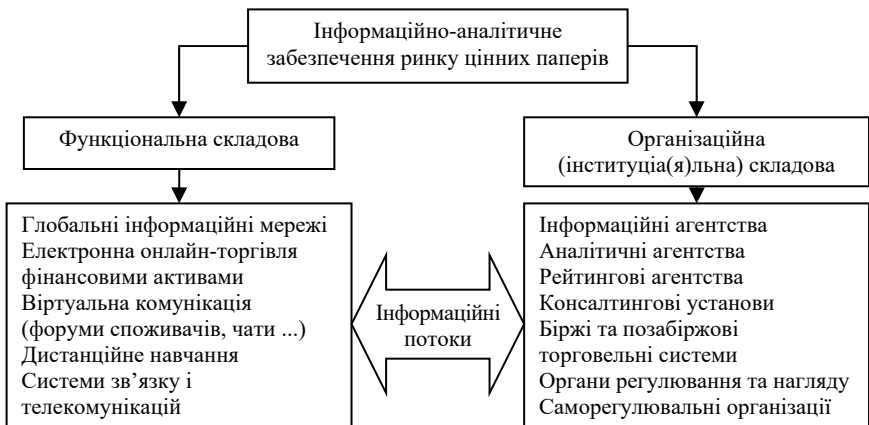


Рис. 4.11. Інформаційно-аналітичне забезпечення ринку цінних паперів: системний підхід

Джерело: розроблено автором

⁴⁶⁴ Гриценко А. Рыночная инфраструктура: сущность, функции, строение / А. Гриценко, В. Соболев // Экономика Украины. – 1998. – № 4. – С. 40.

⁴⁶⁵ Русскова Е. Г. Методология системного исследования инфраструктуры рыночной экономики: дис. ... докт. экон. наук: 08.00.01 – Экономическая теория / Е. Г. Русскова; Волгоградский государственный университет. – Волгоград, 2007. – 353 с.

Відтак інформаційне забезпечення як складна система ринку цінних паперів динамічно розвивається паралельно з розвитком інформаційних технологій. До слова, сьогодні усі ми є свідками революційних інформаційних трансформацій, як наслідок, процес збирання, систематизації та обробки фінансової інформації на ринку цінних паперів здійснюється майже миттєво.

Роль інформаційного забезпечення ринку цінних паперів може бути досліджено в теоретичному, регулятивному та практичному аспектах⁴⁶⁶. Теоретичний аспект включає дослідження основних концепцій обґрунтування ролі інформації в системі відносин на ринку цінних паперів, регулятивний – характеризує значення регуляції ринків цінних паперів у розрізі інформаційного забезпечення, тоді як практичний аспект включає реалізацію інформаційного забезпечення його функціонування у конкретних формах та змістах з урахуванням можливостей сучасних інформаційних технологій⁴⁶⁷.

В економічній теорії роль інформації обумовлюється «у концепціях асиметрії інформації, агентських відносин та ефективності ринку»⁴⁶⁸.

Однією з основних економічних концепцій є концепція асиметрії інформації, оскільки в процесі торгівлі фінансовими активами один із контрагентів переважно володіє більшим обсягом інформації, аніж інший. Вперше проблема асиметрії інформації була досліджена в працях К. Ерроу⁴⁶⁹, тоді як її фундаментальне дослідження було зроблене Дж. Акерлофом, М. Спенсом та Дж. Стігліцем, і відповідно ними запропонована модель ринку з недосконалою інформацією⁴⁷⁰.

У процесі торгівлі фінансовими активами на ринку цінних паперів асиметрія інформації виникає як результат нерівномірного

⁴⁶⁶ Фондовий ринок: підручник : в 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 191-192.

⁴⁶⁷ Там само.

⁴⁶⁸ Там само.

⁴⁶⁹ Arrow K. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care / K. Arrow // *American Economic Review*. – 1963. – № 53. – Р. 941–973.

⁴⁷⁰ Akerlof G.A. The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism / G.A. Akerlof // *Quarterly Journal of Economics*. – 1970. – V. 84 (3). – Р. 488–500.

доступу до інформації його учасників. Тому для того, щоб інвестор міг прийняти раціональне інвестиційне рішення, він повинен одержати адекватне інформаційне забезпечення: в повному обсязі та вчасно. Немає сумніву, що інституційні інвестори (фінансові посередники) на ринку цінних паперів завжди більш поінформовані, ніж безпосередні інвестори, і це зазвичай ставить їх у більш вигідне становище.

Наступною не менш важливою проблемою асиметрії інформації є наявність на ринку інсайдерської інформації – будь-якої неоприлюдненої інформації щодо емітента чи цінного паперу, публічне висвітлення якої здатне вплинути на вартість фінансового активу. Тому порядок розкриття інсайдерської інформації повинен регламентуватись державними органами, зокрема в Україні НКЦПФР.

Процес управління фінансовими активами, що реалізується компаніями з управління активами, здійснюється за принципом делегування повноважень щодо подальшого вкладення грошових ресурсів у цінні папери та породжує проблему агентських відносин. Інвестор у ролі принципала передає повноваження щодо управління його фінансовими активами інституційному інвестору, який виконує роль агента. Відтак виникає можливість «настання ризику несприятливого вибору агента (*adverse selection*) чи ризику недобросовісного ставлення агента до довірених йому в управління інвестиційних ресурсів (*moral hazard* – моральний ризик)»⁴⁷¹.

До моменту передачі фінансових активів в управління інституційним інвесторам – агентам у принципала є можливість настання ризику несприятливого вибору агента. Зазвичай принципал не володіє стовідсотково достовірною інформацією щодо самого агента, якому делегують в управління фінансові активи, тому він може помилитись у виборі та зосередити увагу на низькопрофесійному та недостатньо досвідченому інституційному інвесторі. Для нейтралізації такого ризику повинна функціонувати

⁴⁷¹ Фондовий ринок: підручник : в 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 191-192.

належна система розкриття інформації щодо інституційних інвесторів.

На відміну від «*adverse selection*», «*moral hazard*» виникає уже після вибору принципалом агента та обумовлюється тим, що фінансовий посередник може розпоряджатись фінансовими активами інвестора, враховуючи наявність власних корисних, зазвичай спекулятивних інтересів, а не фінансових інтересів інвестора. З одного боку, агент, бажаючи зберігати власну репутацію, може проводити операції з фінансовими активами, що характеризуються мінімальним рівнем ризику, цим самим знижуючи дохід інвестора, з іншого боку, здійснення агентами високоризикових операцій може призвести до максимально можливих втрат інвесторами власних фінансових активів. При взаємодії «принципал – агент» можливість виникнення асиметрії інформації визначається вибором принципалом (інвестором) власного агента (інституту спільного інвестування), який задовольняє його фінансові інтереси виходячи із збалансування показників «дохід – ризик» та рівня довіри до нього. З метою недопущення можливості девіантної поведінки фінансового посередника щодо інвестора інформаційна інфраструктура ринку цінних паперів повинна формуватись на основі ефективної регуляторної системи розкриття інформації.

Концепція інформаційної ефективності ринку (Efficient Market Hypothesis, EMH) обумовлює наступну роль інформації: «ціни активів змінюються лише тоді, коли з'являється нова інформація та поточні ринкові ціни повністю відображають всю наявну інформацію щодо активів»⁴⁷². Наявність у процесі торгівлі фінансовими активами нової інформації обумовлює формування ринкової вартості фінансових активів внаслідок зміни попиту та пропозиції на фінансові активи. Інформаційне забезпечення ринку цінних паперів складається із:

- історичної інформації про ціни цінних паперів;
- публічно доступної інформації про емітентів цінних паперів;

⁴⁷² Moles P. The Handbook of International Financial Terms / P. Moles, N. Terry. – Oxford University Press, 1999.

- інсайдерської інформації, якою володіють лише окремі особи компаній⁴⁷³.

Структура інформаційного забезпечення обумовлює наявність наступних форм «інформаційної ефективності ринку: слабка, напівсильна та сильна форми»⁴⁷⁴.

Ефективне інформаційне забезпечення ринку цінних паперів формує позитивні передумови для ефективної торгівлі фінансовими активами. Повнота, адекватність та своєчасність інформації свідчать про сильну форму інформаційної ефективності ринку цінних паперів та дозволяють його учасникам одержати фінансову інформацію без особливих зусиль та фінансових витрат. Безумовно, це сприяє зниженню рівня трансакційних витрат в процесі торгівлі фінансовими активами. «На інформаційно ефективних ринках можлива точніша оцінка співвідношення «ризик–дохід» для окремих цінних паперів та їх класів, а тому інвестори мають більше можливостей створити оптимальні інвестиційні портфелі»⁴⁷⁵. Таким чином, ринок цінних паперів має можливість функціонувати ефективно, перерозподіляючи фінансові ресурси, необхідні для економічного розвитку країни, забезпечуючи безперервний процес трансформації заощаджень в інвестиційний капітал.

Ефективна система розкриття інформації обумовлюється наявністю повної, достовірної та оперативної інформації, можливістю вільного доступу для усіх учасників ринку цінних паперів та сприяє зростанню капіталізації ринку цінних паперів, підвищенню рівня його ліквідності, оптимізації інвестиційних ризиків та зростанню рівня довіри інвесторів⁴⁷⁶.

Ми неодноразово зазначали, що одним із найважливіших чинників, які обумовлюють розвиток ринку цінних паперів, є довіра

⁴⁷³ Фондовий ринок: підручник: у 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 197.

⁴⁷⁴ Там само.

⁴⁷⁵ Там само. – С. 198.

⁴⁷⁶ Vishwanath T. Toward transparency: new approaches and their applications to financial markets / T. Vishwanath, D. Kauffman // The World Bank Research Observer. – 2001. – V. 16. – P. 41–57.

до фінансових посередників і ринку цінних паперів загалом. Довіра населення є важливою передумовою розвитку фінансових послуг на ринку цінних паперів та ключовим фактором поступального розвитку суспільства.

Проблема довіри має різні аспекти – філософський, соціологічний, психологічний, економічний. Психологічні аспекти проблеми є важливими для пізнання природи даного явища загалом, оскільки всі наступні дії людини практично пов'язані з її психологічними орієнтирами. Довіра як психологічний стан людини реалізується в її поведінці. Будь-які результати дій викликають у свідомості індивіда довіру до них і, повторюючись періодично, обумовлюють закріплення довіри в його поведінці. У разі негативного впливу того чи іншого явища на людину воно може бути нею відкинуте з подальшим закріпленням реакції недовіри до даного явища⁴⁷⁷.

Це твердження є справедливим щодо учасників ринку цінних паперів. Економічний зміст категорії довіри носить найбільш конкретний і прикладний характер. У розвинутій ринковій економіці ставлення людей до тих чи інших ринкових інститутів і механізмів управління здебільшого носить довготривалий характер, заснований на історичному досвіді. Для завоювання довіри потрібно досить багато часу, доказів щирості намірів⁴⁷⁸ та сумлінності дій.

Формування довіри між інституціями ринку цінних паперів та населенням є однією з найбільш актуальних проблем для України. Досвід проведення ринкових реформ у нашій країні свідчить про те, що проблемам довіри населення з боку держави не приділялося належної уваги. Відсутність чіткого законодавства, фінансові піраміди та «прихвати́зація» державної власності обумовили різке падіння довіри населення насамперед до держави, а відтак – до фінансових посередників та ринку цінних паперів загалом.

⁴⁷⁷ Довіра в організаціях [Електронний ресурс] // Електронна бібліотека. – Режим доступу до ресурсу: <http://bibliograph.com.ua/teoriya-organizacii/100.htm>.

⁴⁷⁸ Мильнер Б. Фактор доверия при проведении экономических реформ // Вопросы экономики. – 1998. – №4. – С. 27-38.

Довіра практично не піддається формалізації, оскільки є суб'єктивною величиною та залежить від наступних факторів:

- рівня забезпечення суб'єктів ринку цінних паперів інформацією про діяльність фінансових посередників та емітентів цінних паперів;

- рівня державного регулювання діяльності на ринку цінних паперів.

Найважливішим фактором довіри до фінансових посередників є наявність інформації про їх діяльність. Рівень інформаційного забезпечення характеризує прозорість їх бізнесу. Для пояснення прозорості використовують терміни «інформаційна відкритість» та «інформаційна прозорість». Інформаційна відкритість означає рівень розкриття учасниками ринку цінних паперів інформації про свою діяльність. Проте така інформація може бути складною для розуміння. В такому випадку використовують термін «транспарентність», що означає зрозумілість, ясність процесів, які відбуваються. Для нашої країни обмеженість доступу потенційних клієнтів до інформації про реальний фінансовий стан і політику фінансових посередників, а особливо емітентів цінних паперів; нездатність більшості приватних клієнтів адекватно оцінити доступну інформацію можна віднести до актуальних проблем розвитку фінансових послуг. Нині населення може отримати інформацію щодо емітентів цінних паперів та інституційних інвесторів з інформаційної бази, яка публікується в звітності та рейтингах КУА та ICI. Однак фінансова звітність є складною для інтерпретації клієнтами, особливо пересічними громадянами – потенційними інвесторами. У зв'язку з цим виникає потреба в результатах аналізу, проведеного компетентними фахівцями.

Потребу в повному інформаційному забезпеченні відчувають не тільки інвестори – безпосередні учасники ринку цінних паперів, а й фінансові посередники. Вкладаючи акумульовані кошти в інструменти ринку цінних паперів, вони прагнуть отримати повну і достовірну інформацію про емітентів цінних паперів. Незважаючи на те, що більшість емітентів можуть бути платоспроможними, ризик неповернення вкладених коштів (в облігації) чи

втрата в будь-якому обсязі (внаслідок знецінення акцій) досить високий. Тому всі інвестори загалом зацікавлені в отриманні точної, перевіреної і об'єктивної інформації.

Отже, довіра учасників ринку цінних паперів до процесів торгівлі фінансовими активами залежить від рівня прозорості інформації на ринку цінних паперів. Повнота інформації впливає на формування реальної ціни на фінансові активи, дає можливість інвесторам адекватно оцінювати наявні на ринку ризики та прогнозувати очікувані рівні доходності. Тим часом асиметрія інформації «відлякує» інвесторів, волатильність ринку збільшується, його інвестиційна привабливість зменшується як серед вітчизняних, так і серед іноземних інвесторів. Це негативно впливає на вартість капіталу для інвесторів та обмежує їхні можливості у залученні необхідної кількості фінансових ресурсів шляхом емісії цінних паперів. Тож «у належному інформаційному забезпеченні ринку цінних паперів зацікавлені як інвестори, котрі при цьому можуть зробити оптимальний вибір, так і емітенти, які простіше можуть залучати капітал для розвитку компаній»⁴⁷⁹.

Торгівля фінансовими активами може бути ефективною лише за умови доступності інформації для усіх суб'єктів ринку цінних паперів. Це актуалізує вирішення проблеми адекватних меж його інформаційного поля та забезпечення інформаційної підтримки його учасникам. Регулювання процесів розкриття інформації здійснюється НКЦПФР на основі законів та нормативно-правових актів щодо діяльності на ринку цінних паперів.

НКЦПФР здійснює правове регламентування діяльності щодо публічного розміщення інформації на ринку цінних паперів. Законодавство України обумовлює необхідність формування інформаційної бази даних щодо його учасників згідно із законодавством, здійснює моніторинг достовірності інформації, яка розкривається та загалом «формує систему розкриття інформації відповідно до рекомендацій Міжнародної організації комісій з

⁴⁷⁹ Фондовий ринок: підручник: в 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ: нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 199.

цінних паперів (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*)»⁴⁸⁰. В Концепції розкриття інформації на ринку цінних паперів зафіксовано основні принципи інформації: своєчасного, достовірного та повного розкриття інформації; вільного доступу до інформації; зацікавленості емітентів цінних паперів у покращенні інформаційної прозорості; впровадження Міжнародних стандартів фінансової звітності⁴⁸¹.

Публічна інформація щодо ринку цінних паперів (про діяльність емітентів цінних паперів) розміщується на інтернет-сайті <https://stockmarket.gov.ua/>⁴⁸² за сприянням та фінансової підтримки державної установи «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» (АРІФРУ: <https://smida.gov.ua/>⁴⁸³). На цьому сайті оприлюднюється інформація щодо власників значних пакетів акцій (<https://smida.gov.ua/db/owners>); державного реєстру випусків цінних паперів (<https://smida.gov.ua/db/papers>) та дані щодо правопорушень на ринку цінних паперів (<https://smida.gov.ua/db/offence>)⁴⁸⁴.

Необхідна інформаційна база щодо емітентів ринку цінних паперів та його професійних учасників формується АРІФРУ з 2010 року. Крім систематизації інформації та формування більш як 20 баз даних, АРІФРУ видає спеціалізовану літературу – бюлетень «Відомості Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку», який виходить щоденно в електронному та друкованому форматах. Проте інформація, яка міститься в цьому інформаційному масиві, в більшості випадків є застарілою, і не кожен може скористатися нею, оскільки це вимагає спеціального

⁴⁸⁰ Там само. – С. 201.

⁴⁸¹ Концепція розкриття інформації на фондовому ринку України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/kontseptsya-rozkrittya-informatsiya-na-fondovomu-rinku-ukrani/>

⁴⁸² Загальнодоступна інформаційна база даних [Електронний ресурс] // НКЦПФР. – Режим доступу до ресурсу: <https://stockmarket.gov.ua/>.

⁴⁸³ Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу до ресурсу: <https://smida.gov.ua/about>.

⁴⁸⁴ Фондовий ринок: підручник: в 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ: нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 202.

реєстрування на сайті. Існуюча форма розкриття інформації про емітентів значною мірою ускладнює її узагальнення, тоді як її обробка є практично неможливою, оскільки з сайта важко згенерувати дані і обробити їх, використовуючи спеціальне програмне забезпечення.

Пріоритетним для НКЦПФР є формування системи моніторингу ринку цінних паперів. Наразі перші кроки в цьому напрямі зроблено. Зокрема, за допомогою відповідного програмного забезпечення та інтернет-сайта <https://smfr.nssmc.gov.ua/>⁴⁸⁵ Комісія має намір моніторити оперативну інформацію на ринку цінних паперів та налагодити діалог з його учасниками.

Інформація про ІСІ та КУА відповідно до законодавства України, а саме Закону України «Про інститути спільного інвестування»⁴⁸⁶, підлягає публічному розкриттю на сайтах фінансових посередників та в автоматичному режимі подана до бази даних НКЦПФР, де проводиться її перевірка на відповідність затвердженим нормам, а також до Української асоціації інвестиційного бізнесу (УАІБ: <http://www.uaib.com.ua/>⁴⁸⁷). Особливо важливим є інформаційне забезпечення учасників недержавних пенсійних фондів, яке відповідно до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення»⁴⁸⁸ оприлюднює інформацію щодо вартості чистих активів фондів. На сьогодні процес розкриття ними інформації моніториться Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (<https://nfp.gov.ua/>⁴⁸⁹).

⁴⁸⁵ Система моніторингу фондового ринку [Електронний ресурс] // НКЦПФР. – Режим доступу до ресурсу: <https://smfr.nssmc.gov.ua/>.

⁴⁸⁶ Про інститути спільного інвестування: Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України. – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/5080-17>

⁴⁸⁷ Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.uaib.com.ua/>

⁴⁸⁸ Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України [Електронний ресурс] // Верховна Рада України – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1057-15>

⁴⁸⁹ Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://nfp.gov.ua/>

Відтак система інформаційного забезпечення ринку цінних паперів передбачає обов'язкове (затверджене на рівні Закону) оприлюднення інформації під час випуску цінних паперів; постійне оновлення даних щодо їх подальшого обігу; публічність інформації про діяльність емітентів акцій та облігацій; а також моніторинг з боку державних регуляторів щодо використання інсайдерської інформації.

Регулювання процесу розкриття інформації зорієнтоване на захист прав інвесторів, тоді як добровільне розкриття інформації забезпечує економічні переваги емітента⁴⁹⁰; добровільне розкриття інформації емітентом впливає на зниження вартості залученого капіталу, та відповідно в перспективі сприяє зростанню економічної доданої вартості компанії⁴⁹¹, тоді як збільшення компанією рівня розкриття інформації призводить до зменшення вартості інвестиційних ресурсів⁴⁹².

Світова практика свідчить про те, що компанії добровільно розкривають на власних сайтах усю інформацію, яка стосується їх безпосередньої діяльності⁴⁹³. Відтак інвестори вчасно володіють необхідним обсягом інформації ще до моменту прийняття ними інвестиційних рішень. Особливо актуальним є розкриття інформації про діяльність ІСІ, оскільки вони переважно працюють із фінансовими активами фізичних осіб.

Сьогодні стоїть питання меж інформаційного забезпечення, який обсяг інформації повинен бути вільнодоступним для формування ефективних інвестиційних відносин учасників торгівлі фінансовими активами. Відтак, на увагу заслуговує модель розкриття інформації (агентство Standart&Poor's) *Transparency and*

⁴⁹⁰ Diamond D. Disclosure, liquidity and the cost of capital / D. Diamond, R. Verrecchia // Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46. – P. 1325–1360.

⁴⁹¹ Easley D. Information and the cost of capital / D. Easley, M. O'Hara // Journal of Finance. – 2004. – Vol. 52. – P. 1553–1583.

⁴⁹² Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry? / M. Chang, G. D'Anna, I. Watson, M. Wee // Australian Journal of Management. – 2008. – V. 33, Issue 2. – P. 375–390.

⁴⁹³ Deller D. A survey on the use of the Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany / D. Deller, M. Stubenrath, C. Weber // European Accounting Review. – 1999. – Vol. 8. – P. 351–364.

Disclosure. Її інформаційне забезпечення формується із «трьох блоків інформації – структура власності та права акціонерів; фінансова та операційна інформація; склад та процедури Наглядової ради та менеджменту»⁴⁹⁴ – та дозволяє визначити рівень інформаційної публічності фінансових установ.

Питання адаптації даної моделі до вітчизняних фондів колективного інвестування, а саме ІСІ, порушуються у праці дослідників А. Б. Камінського та Я. В. Соломки⁴⁹⁵. Після низки апробацій ними пропонується удосконалена модель добровільного розкриття інформації, адаптована під діяльність вітчизняних фондів колективного інвестування (рис. 4.12).

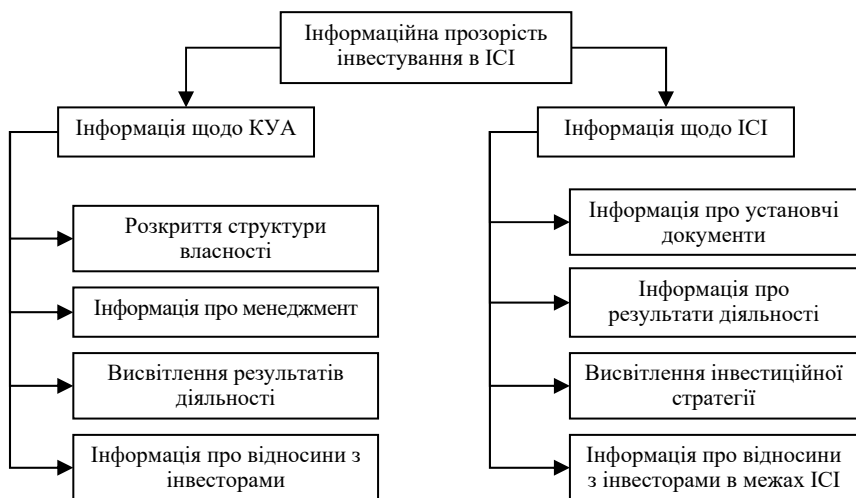


Рис. 4.12. Модель інформаційної прозорості інституту спільного інвестування⁴⁹⁶

⁴⁹⁴ Фондовий ринок: підручник: у 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ: нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 201.

⁴⁹⁵ Камінський А. Б. Інформаційна прозорість у діяльності ІСІ: теоретичне обґрунтування та практика реалізації / А. Б. Камінський // Фінанси України. – 2010. – № 10. – С. 60–70; Камінський А. Б. Дослідження інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування / А. Б. Камінський, Я. В. Соломка // Фінанси України. – 2010. – № 3. – С. 74–91.

⁴⁹⁶ Камінський А. Б. Дослідження інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування / А. Б. Камінський, Я. В. Соломка // Фінанси України. – 2010. – № 3. – С. 74–91.

Дана модель складається із двох частин: перша – розкриття повної інформації про ІСІ задля оптимізації ризику несприятливого вибору (*adverse selection*); друга – повна інформація про КУА задля оптимізації морального ризику (*moral hazard*)⁴⁹⁷.

Торгівля фінансовими активами обумовлюється численними ризиками і саме тому в більшості країн цей вид діяльності є найбільш регульованим видом підприємництва. Наука зазначає, а практика підтверджує, що ринок цінних паперів характеризується високим рівнем фінансової взаємозалежності, в основі якого є мобільні грошові кошти. Саме ці характерні особливості визначають нестійкість ринку цінних паперів і його вразливість у кризових ситуаціях. Фінансові посередники працюють переважно із фінансовими коштами інвесторів. Величина активів у багато разів перевищує розмір власних коштів, і саме цим можна пояснити те, що будь-який фінансовий посередник є «умовно платоспроможним». Так, у разі колективного вилучення вкладниками своїх коштів у ІСІ може виникнути проблема ліквідності, яка легко трансформується в кризу платоспроможності. Вивід коштів з одного ІСІ, аналогічно як їх вивід з одного фінансового інструменту, може спричинити ланцюгову реакцію і призвести до виникнення системної кризи на ринку цінних паперів. Це кожен з інституційних інвесторів спостерігав на власні очі під час світової фінансової кризи.

У зв'язку з цим діяльність на ринку цінних паперів в усіх країнах жорстко регулюється державними регуляторами. В Україні діяльність НКЦПФР спрямована на підвищення вимог щодо фінансових посередників, особливо в частині збільшення розміру власних коштів. Крім того, необхідним є використання інструментів і методів, що підвищують прозорість посередницького та інвестиційного бізнесу. Це має сприяти підвищенню надійності ІСІ та КУА, а також зростанню рівня довіри до них. Революційний вплив на сферу фінансових послуг на ринку цінних паперів обумовлює розвиток інформаційних технологій, застосування яких у

⁴⁹⁷ Там само.

процесі торгівлі фінансовими активами сприяє виникненню нових продуктів та каналів збуту фінансових послуг.

Сучасний ринок цінних паперів – це складна система із власною розгалуженою інформаційною базою, яка дозволяє акумулювати, обробляти та поширювати інформаційні дані, необхідні в процесі торгівлі фінансовими активами на ринку цінних паперів. Бурхливий ріст капіталізації фондових ринків та розвиток інформаційного бізнесу збільшують масштаби інформаційних потоків та час інвесторів для їх обробки для прийняття адекватних інвестиційних рішень. Це зумовлює необхідність систематизації та структуризації фінансових показників на ринку цінних паперів. Зокрема, «сучасна система статистичних показників ринку цінних паперів може бути структурована таким чином: статистика курсів цінних паперів; статистика обсягів операцій з цінними паперами; статистика дохідності, ризику, ліквідності, інших показників інвестиційної якості цінних паперів»⁴⁹⁸.

Базовою інформацією, яка є основою технічного та частково фундаментального аналізу, є інформація про курси цінних паперів та обсяги операцій з ними. Досліджуючи взаємозалежність між курсами цінних паперів, обсягами їх операцій за допомогою показників кореляції, інвестори приймають рішення щодо горизонтів інвестування та формують портфель цінних паперів. Інформаційне забезпечення фондової біржі становлять дані щодо ринкової капіталізації кожного з цінних паперів (їх ринкового обігу протягом певного періоду часу) та показник загальної капіталізації ринку цінних паперів. Цей показник дозволяє виділити оборотність конкретних цінних паперів, визначити рівень ліквідності ринку цінних паперів.

Статистична база ринку цінних паперів постійно доповнюється новими показниками паралельно з розвитком торгівлі фінансовими активами: пропонуються нові індикатори дохідності, визначення рівня інвестиційної привабливості, критерії ефективності

⁴⁹⁸ Фондовий ринок: підручник: в 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 261-262.

процесів управління портфелями фінансових активів тощо. В різних країнах інформаційне забезпечення ринку цінних паперів різне, проте з розвитком інформаційних систем та комп'ютерних технологій інформаційна база щодо цінних паперів стала більш деталізованою та доступною для розуміння широкого кола користувачів. Зокрема, зведена інформація про ринкову вартість цінного паперу містить дані щодо назви цінного паперу, емітента, поточної ринкової ціни та цінових змін порівняно з попереднім днем.

Важливе значення в інформаційному забезпеченні ринку цінних паперів мають *фондові індекси* – показники біржової активності, які розраховуються фондовими біржами в реальному часі та характеризують зміни в рівні цін за певний час (кількісні зміни акцій), що використовуються для аналізу динаміки ринку цінних паперів та є важливим показником у системі моніторингу стану його кон'юнктури та прогнозування тенденцій його розвитку. Для інвесторів інтерес становить динаміка зміни індексів, що дає можливість визначати напрям руху ринку цінних паперів. Оприлюднюються фондові індекси фондовими біржами, а також рейтинговими агентствами та інформаційними компаніями.

Ринок цінних паперів є надзвичайно складною системою як за структурою, так і за змістом. Ефективність його функціонування залежить від великої кількості системоутворюючих факторів – політичних, соціально-економічних, технічних, організаційних, інформаційних, знанневих тощо. В сучасних умовах ефективність торговельної діяльності з фінансовими активами все більше й більше залежить від інформаційного та знанневого чинників, тому саме інформація та знання є фундаментом для формування системи інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів.

Бурхливий розвиток ринку цінних паперів збільшив потоки інформації при прийнятті рішень щодо інвестування, розвиток інформаційних технологій зменшив час доступу інвестора до даної інформації, тоді як необхідність негайного прийняття інвестиційних рішень потребувала наявності спеціальних сигналів щодо доцільності прийняття того чи іншого інвестиційного рі-

шення. Сьогодні масштабні обсяги інформації обмежують час детального його аналізу, тому все більше інвесторів довіряють аналітичній інформації, яка здійснюється спеціальними інституціями ринку цінних паперів. Однією з таких інформацій є кредитний рейтинг – інструмент для оцінювання кредитоспроможності позичальника та надійності його боргових зобов'язань, що є основою формування плати за кредитний ризик. Кредитний рейтинг надає учасникам ринку цінних паперів інформацію про кредитоспроможність емітентів та сприяє формуванню максимально прозорих та ефективних відносин між інвестором та позичальником, оскільки свідчить про інформаційну прозорість, надійність і фінансову стабільність компанії-емітента цінних паперів. Високий рівень кредитного рейтингу позитивно впливає на можливість інвестора залучити ресурси на більш вигідних для нього умовах та збільшує шанси залучити ресурси за нижчою ставкою. На практиці рейтинги надаються рейтинговими агентствами.

Будучи комерційною інституцією, рейтингове агентство проводить аналіз фінансового стану емітента та оцінює рівень його платоспроможності. Рейтингові агентства пропонують рейтинги фінансових інструментів та емітентів на ринку цінних паперів і, таким чином, інформують клієнтів про їхню діяльність. Рейтинги допомагають орієнтуватися і вибрати об'єкт інвестування, вони є інструментом підтримки прийняття інвестиційного рішення. Залежно від місця в рейтингу формується суб'єктивна думка клієнта про надійність емітента. Проте і самі рейтинги повинні користуватися довірою користувачів.

Кредитні рейтинги є основою при прийнятті інвестиційних рішень для безпосередніх інвесторів, фінансових посередників та органів управління та нагляду. Важливою проблемою ефективної системи рейтингування є формування довіри до них. Отже, рейтингова оцінка повинна користуватись довірою серед учасників ринку, а для цього рейтингове агентство повинно мати якісну історію оцінювання та бути неупередженим у процесі рейтингування.

Рейтингові послуги користуються популярністю, незважаючи на нарікання на рейтингові інституції щодо присвоєння рейтингу.

Працівниками рейтингових агентств є фахівці з досвідом практичної роботи у відповідних сферах економіки та теоретичними знаннями. Рейтингове агентство, на відміну від інформаційних агентств, має доступ до інсайдерської інформації, оскільки в процесі аналітичного дослідження має можливість ознайомитись із «внутрішньою» звітністю компаній, планами їх розвитку на перспективу, оцінити рівень компетентності керівництва компанії.

Результати рейтингової оцінки повинні бути об'єктивними, оскільки формують репутацію рейтингового агентства. Присвоєння відповідного рівня рейтингу супроводжується наданням стислого рейтингового звіту з інформацією, яка використовувалася для визначення рейтингу. Слід пам'ятати про необхідність постійного оновлення кредитного рейтингу враховуючи зміну стану справ у компанії.

Сьогодні в Україні офіційно зареєстровані та функціонують 5 вітчизняних рейтингових агентств, діяльність яких регламентується Законами України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та «Про цінні папери та фондовий ринок»: ТОВ «Рейтингове агентство «ІВІ-Рейтинг»; ТОВ «Рюрік»; ТОВ «Рейтингове агентство «Експерт-рейтинг»; ТОВ «Кредит-Рейтинг»; ТОВ «Рейтингове агентство «Стандарт-рейтинг») та три визнані міжнародні структури (Fitch Ratings; Moody's Investors Service; Standard and Poor's)⁴⁹⁹. Міжнародні рейтингові агентства не зацікавлені у веденні бізнесу на території України через недостатність та непрозорість інформації, яка може в майбутньому призвести до формування їхнього хибного рейтингу та втрати репутації, тоді як вітчизняні рейтингові агентства пропонують консалтингові та аналітичні послуги, а інфраструктурні рейтинги КУА здійснює лише одне рейтингове агентство (табл. 4.2)

Інформація щодо чинних рейтингів вітчизняних рейтингових агентств (8 чинних рейтингів з інвестиційної привабливості у «ІВІ-Рейтинг» та 3 інфраструктурні рейтинги КУА в «Експерт-

⁴⁹⁹ Фондовий ринок: підручник: в 2 кн. – Кн. 1 / В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015 – С. 317-319

Рейтинг») говорить про те, що вітчизняні та зарубіжні рейтингові агентства, які діють на ринку цінних паперів, не є прямими конкурентами, оскільки працюють у різних сегментах та у різному ціновому діапазоні на свої послуги: приблизна річна оплата місцевих рейтингових агентств за підтримку рейтингу коливається в межах 10-60 тис. грн., у той час як ціна міжнародних рейтингових послуг знаходиться в межах 23-75 тис. грн.⁵⁰⁰.

Таблиця 4.2

Типи рейтингів, які надаються національними рейтинговими агентствами на ринку цінних паперів (станом на 31.12.2016 р.)

Рейтингові агентства	Рік заснування	№ включення до держ. реєстру	Рейтинг інвестиційної привабливості	Рейтинг корпоративного управління	Інфраструктурні рейтинги КУА
ІВІ-Рейтинг	2005	№3 від 12.04.2010	+	+	
Рюрик	2004	№4 від 12.04.2010			
Експерт-Рейтинг	2007	№5 від 09.06.2010	+	+	+
Кредит-Рейтинг	2001	№6 від 10.04.2012		+	
Стандарт-Рейтинг	2010	№8 від 10.04.2012			

Джерело: складено автором на основі інформації з офіційних сайтів рейтингових агентств⁵⁰¹

На нашу думку, сьогодні в Україні на ринку цінних паперів налічується доволі значна кількість рейтингових агентств – «незалежних експертів». Загальна їх кількість практично дорівнює кількості рейтингових інституцій США, проте якість наданих ними рейтингових послуг на вітчизняному ринку залишає бажати

⁵⁰⁰ Брус С. І. Ринок рейтингових послуг в Україні: реалії і вектори розвитку [Електронний ресурс] / С. І. Брус. – 2014. – Режим доступу до ресурсу: [file:///C:/Users/Andrv/Downloads/vier 2014 2014 13.pdf](file:///C:/Users/Andrv/Downloads/vier%202014%202014%2013.pdf).

⁵⁰¹ <http://ibi.com.ua/> ; <http://rurik.com.ua/> ; <http://www.expert-rating.com/> ; <http://www.credit-rating.ua/ua/> ; <http://standard-rating.biz/?page=all>

кращого. У Росії вісім рейтингових агентств, у тому числі міжнародні, хоча капіталізація ринку цінних паперів в рази більша. З одного боку, значна кількість рейтингових агентств на вітчизняному ринку цінних паперів є корисною для споживача фінансової послуги, оскільки він має вибір щодо цінової пропозиції, що впливає на стабілізацію цін на рейтингові послуги, проте, з іншого боку, попит на послуги рейтингових агентств незначний, тому боротьба за клієнта між рейтинговими компаніями призводить до зменшення кредитної якості оцінки емітентів цінних паперів. Безсумнівно, висока конкуренція паралельно з низьким попитом на рейтингові послуги збільшує ризики зниження якості рейтингових досліджень. Деякі компанії намагаються конкурувати шляхом невинновданого прискорення рейтингових процедур, зменшення обсягу даних, які вимагаються у клієнтів при процедурі рейтингування, а в деяких випадках і за рахунок завищення рівня кредитного рейтингу. Наступна проблема полягає в низькій якості клієнтів рейтингових агентств, особливо за контрактними рейтингами, котрі намагаються збільшити привабливість свого бізнесу завдяки отриманню високого рейтингу⁵⁰².

Якщо показники рейтингового оцінювання не відповідають реальному фінансовому стану емітента чи «відсоток дефолтів за високими кредитними рейтингами є більшим, ніж у нижчих рейтингових категоріях, імовірно, це свідчить про неякісну рейтингову оцінку»⁵⁰³. У вітчизняних реаліях оцінити рівень точності рейтингів надзвичайно складно через відсутність на ринку цінних паперів дефолтів, які б припадали на некризовий період розвитку економіки України. Окрім цього, немає законодавчо закріпленого визначення поняття «технічний дефолт», в якому опинилася значна кількість емітентів облігацій у 2008-2009 роках. Як наслідок, куди слід відносити таку категорію клієнтів, остаточно незрозуміло»⁵⁰⁴.

⁵⁰² Брус С. І. Ринок рейтингових послуг в Україні: реалії та вектори розвитку / С. І. Брус // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2014. – С. 85-87.

⁵⁰³ Перерва Г. Точність оцінок рейтингових агентств [Електронний ресурс] / Г. Перерва // Незалежний аудитор. – Режим доступу до ресурсу: http://n-auditor.com.ua/uk/component/na_archive/606?view=material

⁵⁰⁴ Там само.

Ситуація з міжнародними рейтинговими агентствами теж не є позитивною. Сьогодні на світовому ринку цінних паперів працює більш як 100 рейтингових агентств, проте лише декілька з них мають всесвітнє визнання. Це Fitch Ratings (Велика Британія), Moody's (США), Standard & Poor's (США). Після кризи 2008–2009 рр. якість рейтингового оцінювання та відповідно попит на послуги рейтингових агентств сильно похитнулися. Варто згадати, як за місяць до дефолту рейтингове агентство Standard & Poor's присвоїло найвищий рейтинг надійності одному з найбільших американських інвестиційних банків Lehman Brothers Holdings, а також гучне банкрутство найбільшої за обсягом ринкової капіталізації в історії бізнесу компанії Enron. Після того, як ринкова вартість активів впала на мільярди доларів, виникло питання, якою ж вона була насправді. Наслідки виявились катастрофічними: скорочення кількості робочих місць, завдані збитки, втрата пенсій та зіпсована репутація маси людей, основна провина яких полягала в тому, що вони працювали на Enron чи мали з нею ділові відносини. Якщо «копнути глибше», тривожні сигнали надходили на ринок ще до того: банкрутство компаній у декількох країнах, ситуація з «мильними бульбашками» інтернет-буму, падіння світової економіки та значна волатильність ринків цінних паперів. Критика рейтингових агентств дійшла піку у зв'язку з кризою суверенного боргу в ЄС. Після зниження рейтингу Португалії світовим рейтинговим агентством Moody's до рівня спекулятивного ЄС звинуватив світові рейтингові агентства в тому, що вони заангажовані, працюють проти Європи, і оголосив про намір створити власне рейтингове агентство, що остаточно підірвало довіру до рейтингів як інструменту оцінки ризиків.

Інформацію щодо моніторингу стану ринку цінних паперів поширюють інформаційні агентства – юридичні особи, спеціалізовані суб'єкти інформаційної діяльності, – основна мета яких – забезпечення своїх клієнтів оперативною політичною, економічною, соціальною та культурною інформацією. В Україні діяльність інформаційних агентств регулюється Законом України

«Про інформаційні агентства»⁵⁰⁵ та охоплює збирання, обробку, створення, зберігання, підготовку інформації до поширення, випуск та розповсюдження інформаційної продукції. Основна мета інформаційного агентства полягає в наданні своєчасної інформації своїм клієнтам: підприємствам, організаціям, державним установам та приватним особам. Сьогодні провідними міжнародними інформаційними агентствами, які спеціалізуються на новинах щодо ринку цінних паперів, є Bloomberg, Thomson Reuters та ін. Вони надають інформацію щодо стану ринків, аналітичні огляди економічних тенденцій, трендів на міжнародних та національних фондових ринках у режимі онлайн: дані про курси валют, фондові індекси, кредитні рейтинги, корпоративні звіти, огляди економік країн світу, динаміку цін товарів, якими торгують на біржах, тощо⁵⁰⁶.

Використовуючи сервіси Bloomberg <https://www.bloomberg.com/europe>, клієнт може ознайомлюватись з актуальною для нього інформацією про останні події у фінансовому секторі економіки, ринкові вартості фінансових активів та динаміку їх змін на світових фондових майданчиках, самостійно проводити онлайн-торгівлю з фінансовими активами через ТІС тощо. До слова, сьогодні Thomson Reuters дає можливість своїм клієнтам проводити операції з купівлі-продажу фінансових активів, самостійно приймати інвестиційні рішення та оптимізувати рівень фінансового ризику. Окрім можливості одержання доступу до торгів на ринку цінних паперів, торговельний модуль Thomson Reuters <https://www.thomsonreuters.com/en.html> надає можливість клієнтам комбінувати власні рішення паралельно в різних сегментах ринку: фондовому, сировинному, енергетичному тощо.

Значна роль у формуванні інформаційного забезпечення ринку цінних паперів в Україні належить чотирьом інформаційним агентствам: УКРІНФОРМ, УНІАН, «Інтерфакс-Україна» та «РБК-Україна».

⁵⁰⁵ Про інформаційні агентства: Закон України про інформаційні агентства // Відомості Верховної Ради України. – 1995. – № 13. – С. 83.

⁵⁰⁶ Фондовий ринок: підручник: в 2 кн. – Кн. 1 / В. Л. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.: за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – С. 330.

УКРІНФОРМ – інформаційне агентство державної форми власності, послугами якого користуються центральні та місцеві органи влади, друковані видання та телерадіокомпанії України, вітчизняні й зарубіжні підприємства та організації⁵⁰⁷. У вільному доступі на Інтернет-сайті агентства <https://www.ukrinform.ua/> є розділ «Ділова Україна», в якому висвітлюються бізнес-новини, короткі огляди діяльності підприємств України та інших країн світу, характеризується їх продукція тощо. УНІАН – українське незалежне інформаційне агентство новин – є одним із найбільших у країні інформаційних агентств, яке для своїх клієнтів на платній основі на Інтернет-сайті <https://www.unian.ua/> формує добірку бізнес-новин, новини фінансів і банків, фондового ринку та компаній тощо. Сьогодні інформацією УНІАН користуються засоби масової інформації, органи державної влади, вітчизняні підприємства та представництва іноземних компаній⁵⁰⁸. «Інтерфакс-Україна» – інформаційне агентство міжнародної інформаційної групи Interfax Information Services, до основних інформаційних продуктів ринку цінних паперів якого належать такі (<http://ua.interfax.com.ua/>): ділові новини / економіка, бізнес-панорама, огляд законодавства, фондовий ринок, страхування, статистика страхових компаній, фондова статистика, фінанси, банки України тощо. Послугами агентства користуються засоби масової інформації та корпорації, інвестиційні фонди, банківські й фінансові установи, органи державної влади⁵⁰⁹. Діяльність інформаційного агентства «РБК-Україна» (<https://www.rbc.ua/ukr>) зосереджена на наданні фінансової, економічної та політичної інформації в Україні й за її межами. Зокрема, для учасників ринку цінних паперів поширюються новини економіки, компаній, дослідження ринків, довідники з курсів валют, депозитів, фореक्स, нафти, золота, світові індекси тощо⁵¹⁰.

⁵⁰⁷ Там само.

⁵⁰⁸ Там само. – С. 331-332.

⁵⁰⁹ Там само. – С.332.

⁵¹⁰ Там само. – С. 332-333.

Відтак ефективна торгівля фінансовими активами на ринку цінних паперів обумовлюється продукуванням інформаційними агентствами повної і своєчасної актуальної політичної та соціально-економічної інформації.

Поширення новин та імпульсів, що дозволяють прийняти рішення щодо торгівлі фінансовими активами, породжує ефект «стадної» поведінки на ринках цінних паперів. Значна частина інвесторів приймають рішення щодо купівлі чи продажу фінансових активів на основі аналітичних звітів. Як наслідок, зміни цін на ринку відбуваються під впливом значної кількості одновекторних («стадних») дій учасників. Тому досить часто метою інвестиційних компаній є не максимально правильне прогнозування напрямів і величини зміни вартості фінансових активів у майбутньому та допомога клієнту в реалізації його фінансових інтересів, а задоволення власних фінансових інтересів. Це призводить до маніпулювання ринком, збільшення оборотів за клієнтськими операціями, отримання замовлень щодо надання консультаційних послуг тощо.

Якщо подивитися на доходи інвестиційних компаній від інформаційно-аналітичних послуг, то вони є досить мізерними ($<0,1\%$) у порівнянні з доходами від інших видів діяльності. Однак провідні аналітики таких компаній одержують великі гонорари, їх річний оклад може досягати декількох мільйонів доларів, а кількість штатних одиниць перевищувати 200 осіб. Звідси логічно виникає запитання: за що найбільші в світі інвестиційні компанії платять великі гроші такій кількості фінансових аналітиків? Мабуть, за те, що їх щоденна діяльність якимось чином пов'язана з основними джерелами доходів інвестиційних компаній.

Таким чином, проведене дослідження дозволяє визначити поняття *інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів як складної багаторівневої системи, яка охоплює значну кількість аспектів розкриття та подання інформації її учасникам: сукупність соціально-економічних та техніко-організаційних складових, єдність яких забезпечує акумулювання, обробку та передачу інформації учасникам ринку цінних паперів*

про процеси та явища, які відбуваються на ринку цінних паперів, для подальшого прийняття ними адекватних рішень в процесі торгівлі фінансовими активами. Особливості інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів безпосередньо залежать від специфіки його розвитку та включають: інформацію про емітентів цінних паперів (регуляторна та добровільна інформація), інформаційні бази даних про цінні папери, інформацію про фондові індекси та інформаційно-аналітичні дані рейтингових та інформаційних агентств (рис. 4.13).

Процеси становлення та розвитку інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів проходять і в Україні, проте для їх успішного впровадження необхідне виконання трьох базових умов: по-перше, повинно визріти «ринкове замовлення»; по-друге, слід забезпечити відповідний технічний рівень та, по-третє, повинен бути створений належний освітньо-кваліфікаційний рівень учасників ринку цінних паперів.

Інформація – джерело діяльності ринку цінних паперів. Інвестори, вкладаючи фінансові ресурси, ризикують капіталом, використовуючи в основному інформацію, яку надають компанії – потенційні об'єкти фінансування.

Враховуючи це, інформація повинна бути своєчасною та достовірною, а стиль її подання – зрозумілим для пересічного громадянина. Інвестори повинні бути впевненими в тому, що інформація, яка надходить від компанії, є повною, точною та заслуговує на довіру. Керівництво компаній, рада директорів та незалежні аудиторські фірми (за підтримки органів регулювання) мають цілком конкретні та взаємопов'язані обов'язки щодо забезпечення суб'єктів ринку цінних паперів інформацією найвищого рівня, тоді як діяльність аналітичних центрів полягатиме в здійсненні якісного аналізу наявної на ринку інформації.

Інвестори адекватно оцінюють як можливість одержання прибутку, так і можливість збитку від торговельних операцій з фінансовими активами, проте вони безумовно повинні бути впевненими в тому, що результати їх діяльності, якими б вони не були, є наслідком прийнятих ними рішень, а не вад інформації.

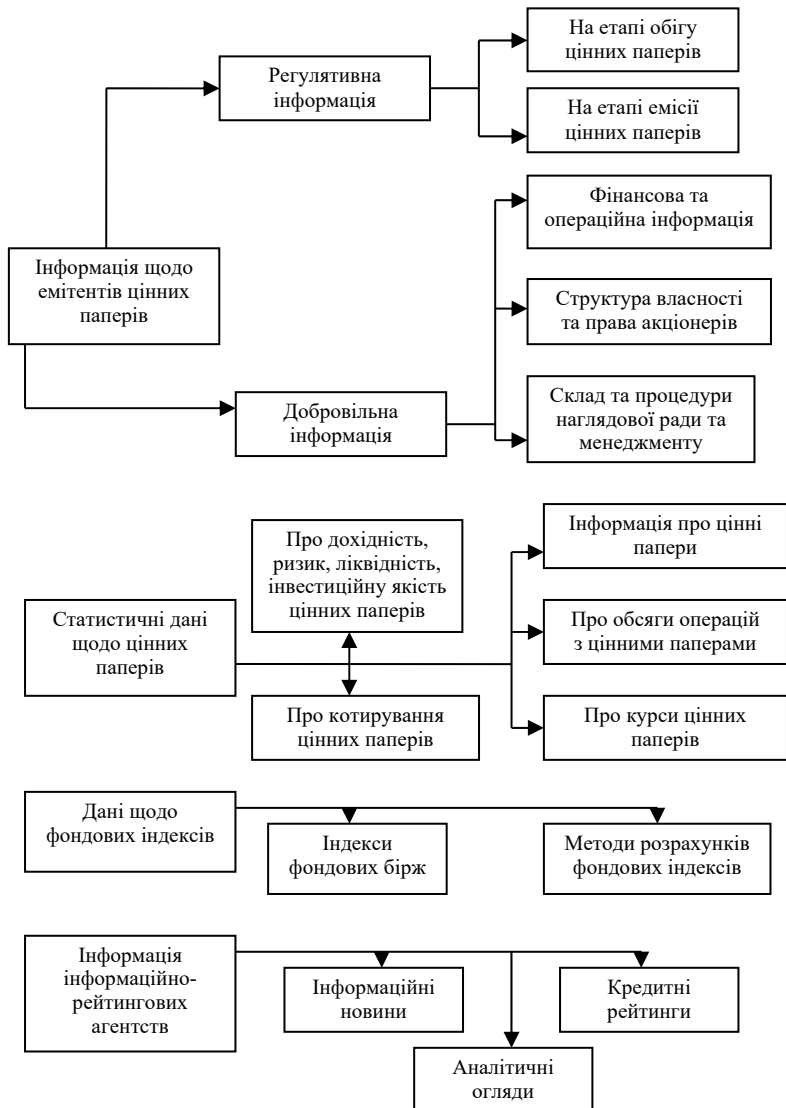


Рис. 4.13. Інформаційно-аналітичне забезпечення ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

ПІСЛЯСЛОВО

Методологічні засади дослідження фінансових послуг на ринку цінних паперів передбачають: 1) розгляд історичної лінії розвитку фінансової послуги як економічного явища; 2) дослідження внутрішніх джерел розвитку фінансових послуг, їх історичної трансформації за допомогою сформульованих Гегелем законів діалектики; 3) урахування специфіки інституційного забезпечення торгівлі фінансовими активами; 4) застосування принципів і законів архітекtonіки в процесі розроблення практичних рекомендацій щодо розвитку фінансових послуг на ринку цінних паперів.

Фінансова послуга та ринок цінних паперів є явищами похідними від торгівлі фінансовими активами. Це обумовило необхідність дослідження автором теоретичних засад основ торгівлі фінансовими активами. Саме сутність торгівлі на ринку цінних паперів дозволила побачити та виділити ті особливі характеристики, якими фінансова послуга відрізняється від інших видів товарів та послуг. Відтак ґрунтовне вивчення теоретико-методологічних засад щодо економічної сутності торгівлі фінансовими активами дозволило повною мірою інтерпретувати явища та процеси, котрі відбуваються на ринку цінних паперів, та проблеми, що супроводжують його розвиток. А використання діалектичного методу пізнання дозволило дослідити та зрозуміти тенденції розвитку фінансових відносин у процесі торгівлі фінансовими активами та їх еволюційного видозмінення, процес історичного розвитку поняття «торгівля фінансовими активами», формування та розвиток торгівлі фінансовими активами як складової фінансової науки, як фінансової послуги, яка дозволяє опосередкувати відносини виробника та споживача фінансових благ (покупця та продавця фінансового активу), сформулювати предмет теорії торгівлі фінансовими активами.

Фінансова послуга є однією із форм прояву об'єктивної категорії «торгівля фінансовими активами». Потреба в ній, як у специфічній послугі, обумовлюється забезпеченням можливості реалізації фінансових інтересів членів суспільства та оптимізацією дій фінансових ризиків. У сучасних умовах на фінансовому рин-

ку потребу в такій реалізації можна задовольними шляхом проведення безпосередньої операції з фінансовими активами між учасниками ринку, а також через операцію за дорученням та одержання послуг у сфері торгівлі фінансовими активами.

Отже, фінансові послуги – це: операції з торгівлі фінансовими активами, які здійснюються безпосередньо учасниками ринку у власних інтересах та за власний рахунок (первинна фінансова послуга), інституційними учасниками ринку в інтересах третіх осіб і за їх рахунок (вторинна фінансова послуга), а також послуги у сфері торгівлі фінансовими активами з метою реалізації фінансових інтересів та оптимізації впливу фінансових ризиків у процесі здійснення такої операції (допоміжна фінансова послуга). Усі ці послуги формують сферу фінансових послуг – систему із задоволення фінансових потреб виробників та споживачів фінансових послуг.

З одного боку, фінансові послуги є об'єктивним явищем. Без них на ринку цінних паперів неможливі процеси обміну правами власності. З іншого ж боку, реалізація фінансових послуг не відбувається автоматично, а забезпечується відповідною інфраструктурою, яка є суб'єктивною основою. Суб'єкти ринку цінних паперів вступають в економічні відносини, реалізація яких здійснюється в процесі руху фінансових активів на ринку цінних паперів, а обслуговування потоків фінансових активів у межах ринку цінних паперів – забезпечення руху капіталу, його накопичення та мобілізація – є метою функціонування інфраструктури ринку цінних паперів.

Інфраструктура ринку цінних паперів є явищем, похідним від її структури, тому інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів обумовлюється його дієвою структурою. За економічним змістом фінансові послуги надаються інфраструктурними учасниками ринку цінних паперів, інституціями внутрішньої та зовнішньої інфраструктури. Внутрішня інфраструктура виступає внутрішнім організаційним середовищем, що забезпечує процес укладання угод з фінансовими активами та здійснення операцій на основі розмежування функцій і спеціалізації діяльності, тоді як зовнішня інфраструктура формує зовнішнє середовище, що забезпечує нормальне функціонування ринку цінних паперів.

Системність інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів обумовлює реалізацію основної мети – формування організаційно-економічних умов для ефективного розвитку ринку. Як результат утворюється ефект – оптимізація руху фінансових ресурсів для досягнення відповідності між суспільними потребами у фінансових ресурсах та здатністю ринку цінних паперів задовольнити їх у необхідних масштабах. Це, в свою чергу, сприяє мінімізації витрат, завдяки чому інфраструктура забезпечує ефективність ринку цінних паперів, причому через конкретні механізми та визначеною мірою, які властиві лише йому. Надалі зменшенню трансакційних витрат при обігу фінансових активів та оптимальному розподілу ризиків між його учасниками.

Наукові праці зарубіжних дослідників – представників інституційних течій та вітчизняних науковців – їх послідовників свідчать про необхідність застосування методології інституціоналізму при дослідженні ринку цінних паперів. Інституціоналізм – це не лише теорія ринків, а й аналіз не завжди раціональної людської поведінки в процесі торгівлі фінансовими активами. Тож, інститути враховують вплив неекономічних чинників на розвиток ринку цінних паперів.

Поглиблення ринкових трансформацій та постійна зміна пріоритетів розвитку ринку цінних паперів обумовлюють потребу в подальшому впровадженні інституційних змін, які прямо чи опосередковано стосуються діяльності на ринку. Сьогодні його інституційно-інфраструктурне забезпечення гальмує позитивні зрушення та посилює деформаційні тенденції у структурі нагромадження й інвестування. В результаті інститути не виконують своєї основної ролі, а саме – не забезпечують справедливих правил гри учасників ринку цінних паперів, посилюють численні антагонізми, що викликані майновим розшаруванням та розбалансованістю фінансової системи. Чинне інституційне поле не сприяє формуванню прогресивної моделі економічних відносин на ринку, яка б ґрунтувалась на принципах інноваційності та демократизму. А це відповідно перешкоджає інтеграції вітчизняного ринку цінних паперів у світовий фінансовий простір.

Продовження табл. А.1

1	2	3	4
Залучення фінансових активів із зовнішнім ринком	Послуги з фінансового посередництва, окрім інвестиційних послуг банків, послуг зі страхування і пенсійного забезпечення	Банківські та інші фінансові послуги (за винятком страхування)	Банківські та інші фінансові послуги (крім страхування)
Надання коштів у позичку, в тому числі і на умовах фінансового кредиту	Інвестиційні послуги банків	Видача позик усіх видів	Приймання вкладів та інших виплачуваних коштів від населення
Факторинг	Послуги зі злиття-поглинання	Фінансовий лізинг	Усі види кредитування
Фінансовий лізинг	Послуги, пов'язані з корпоративними фінансами і венчурним капіталом	Усі види послуг щодо платежів і грошових переказів	Усі послуги щодо розрахунків та переказів
Надання гарантій і поручителств	Інші банківські інвестиційні послуги	Гарантії та зобов'язання	Гарантії та зобов'язання
Торгівля цінними паперами	Послуги за брокерськими операціями з цінними паперами	Торгівля за власний рахунок чи за рахунок клієнтів або на валютній біржі чи на позабіржовому ринку	Продаж за свій рахунок або за рахунок клієнтів на біржі або поза біржею
Діяльність з обміну валют	Послуги за брокерськими операціями з то-варами	Участь в емісіях усіх видів цінних паперів та надання послуг, що відносяться до таких емісій	Участь у випуску всіх видів цінних паперів, та надання послуг, що стосуються такого випуску
	Послуги зі здійснення і реєстрації угод з цінними паперами	Брокерські операції на грошовому ринку	Брокерські операції з грошима
	Послуги з управління портфелем фінансових ринків	Управління активами	Управління активами
		Розрахункові та клірингові послуги щодо фінансових активів	Розрахункові та клірингові послуги щодо фінансових активів

Закінчення табл. А.1

1	2		3		4	
Довічне управління фінансовими активами		Послуги з довірного управління Послуги зі зберігання Оперативні послуги, що пов'язані з фінансовими ринками	Ліквідаційні та клірингові послуги щодо фінансових активів Забезпечення і передача постачальникам інших фінансових послуг			Надання та передача фінансової інформації, обробка фінансових даних та надання відповідного програмного забезпечення установам, які надають інші фінансові послуги
Інші операції		Послуги, що пов'язані з регулюванням діяльності фінансових ринків Інші послуги, що пов'язані з організацією Послуги з фінансових консультацій		Забезпечення для обробки фінансових даних та іншого відповідного програмного забезпечення Консультаційні, посередницькі та інші допоміжні фінансові послуги з усіх видів діяльності		

Джерело: складено автором за матеріалами⁵¹¹

⁵¹¹ Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]: ЗУ від 12.07.01 р. № 2664. – Режим доступу: www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14;; руководство по статистике международной торговли услугами: [статистические документы]. – Женева, Люксембург, Нью-Йорк, Париж, Вашингтон: О.К., 2004. – 200 с.; Генеральна угода про торгівлю послугами (ГАТС). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=981_017; Угода про партнерство та співробітництво між Україною та європейськими співтовариствами та їх державами-членами. [Електронний ресурс]: Угода ратифікована ЗУ від 10.11.94 р. № 237/94-ВР-У. – Режим доступу: www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=998_012.

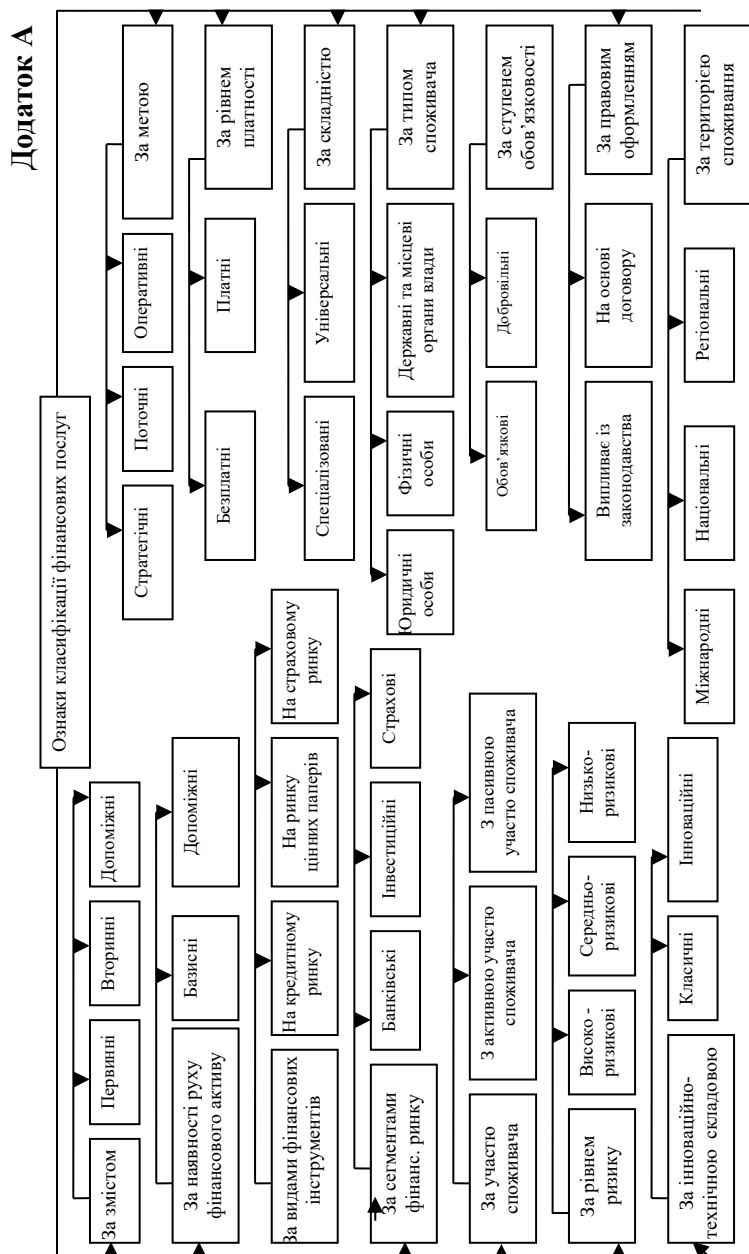


Рис. А.1. Класифікація фінансових послуг

Джерело: розроблено автором

Додаток Б

Таблиця Б.1. Узагальнення підходів до структурування фінансового ринку вітчизняними ученими

Автори	Визначення	
Дорошенко І. В. ⁵¹²	Ринок грошей	Кредитний ринок
	Ринок капіталів	Ринок акцій; Середньо- та довгостроковий кредитний ринок
Мозговий О. М. ⁵¹³	Грошовий ринок	Ринок грошей; Ринок короткострокових цінних паперів
	Фондовий ринок	Ринок середньо- та довгострокових цінних паперів
Бобров Є. А. ⁵¹⁴	Фондовий ринок	
	Кредитний ринок	
	Валютний ринок	
Опарін В. М. ⁵¹⁵	Ринок грошей	Ринок короткострокових боргових зобов'язань
	Ринок капіталів	Ринок інструментів власності; Ринок довгострокових боргових зобов'язань
Василик О. Д. ⁵¹⁶	Валютний ринок	
	Ринок кредитів	
	Ринок цінних паперів	
	Ринок фінансових послуг	
Шелудько В. Д. ⁵¹⁷	Грошовий ринок	Ринок короткострокових фінансових активів
	Ринок капіталів	Середньо- та довгострокові кредити та боргові цінні папери; інструменти власності

⁵¹² Дорошенко І. В. Структуризація фінансових ринків у контексті сучасних глобалізаційних процесів // Бюлетень Міністерства юстиції України. – 2009. – №1. – С. 127-134.

⁵¹³ Мозговий О. М. Фондовий ринок: навч. посібник / О. М. Мозговий. – К.: КНЕУ, 2004. – 420 с.

⁵¹⁴ Бобров Є. А. Роль та місце ринку фінансових послуг у структурі фінансового ринку / Є. А. Бобров // Фінанси України. – 2007. – №4. – С. 88-94.

⁵¹⁵ Опарін В. М. Фінанси (загальна теорія): навч. посібник / В. М. Опарін. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К.: КНЕУ, 2001. – 240 с.

⁵¹⁶ Василик О. Д. Теорія фінансів: підручник / О. Д. Василик. – К.: НІОС, 2003. – 416 с.

⁵¹⁷ Шелудько В. М. Фінансовий ринок: навч. посібник / В. М. Шелудько. – К.: Знання-прес, 2002. – 535 с.

Продовження табл. Б.1

Автори	Визначення	
Маслова С. О., Опалов О. А. ⁵¹⁸ , Іванов В. М. ⁵¹⁹	Грошовий ринок	Обліковий ринок Міжбанківський ринок Валютний ринок
	Ринок капіталів	Кредитний ринок Ринок цінних паперів
Корнєєв В. В., Глушенко С. В. ⁵²⁰	Ринок запозиченого капіталу (кредитний)	Ринок грошей Ринок боргових зобов'язань
	Ринок залученого капіталу (ринок акцій)	Ринок похідних фінансових інструментів
	Валютний ринок	
Іваницька О. М. ⁵²¹	Грошовий ринок	Обліковий ринок Міжбанківський ринок Валютний ринок
	Ринок капіталів	Ринок цінних паперів Кредитний ринок
	Строкові ринки	
Смолянська О. Ю. ⁵²²	Ринок власних капіталів (ринок акцій)	
	Ринок позикових капіталів	Ринок цінних паперів Кредитний ринок
Васильєва В. В. ⁵²³	Грошовий ринок	Ринок грошей Валютний ринок Ринок короткострокових кредитів
	Ринок капіталів	Ринок цінних паперів Ринок середньо- та довгострокових банківських кредитів

⁵¹⁸ Маслова С. О. Фінансовий ринок: навч. посібник. Друге видання, виправлене / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К.: Каравелла, 2003. – 344 с.

⁵¹⁹ Іванов В. М. Финансовый рынок: конспект лекций / В. М. Иванов. – К.: МАУП, 1999. – 112 с.

⁵²⁰ Корнєєв В. В. Цінні папери в системі фінансового ринку: фінансовий ринок та ринок цінних паперів. Операції з цінними паперами: інформ.-довід. посібник / В. В. Корнєєв, С. В. Глушенко. – К.: НДФІ, 1999. – 68 с.

⁵²¹ Іваницька О. М. Фінансові ринки: навч. посібник / О. М. Іваницька. – К.: Вид.-во УАДУ, 1999. – 96 с.

⁵²² Смолянська О. Ю. Фінансовий ринок: навч. посібник / О. Ю. Смолянська. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 384 с.

⁵²³ Васильєва В. В. Фінансовий ринок: навч. посібник / В. В. Васильєва, О. Р. Васильченко. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 368 с.

Закінчення табл. Б.1

Автори	Визначення	
Буднік М. М. ⁵²⁴	Валютний ринок	
	Кредитний ринок	Грошовий ринок
	Ринок цінних паперів	Ринок інструментів позики Ринок інструментів власності
Савлук М. І. ⁵²⁵	Ринок грошей	Ринок короткострокових позичок і короткострокових фінансових активів Валютний ринок
	Ринок капіталів (фінансовий)	Ринок цінних паперів Ринок середньо- і довгострокових банківських позичок
Івасів Б. І. ⁵²⁶	Ринок грошей	Ринки короткострокових позик, короткострокових фінансових активів
	Ринок капіталів	Ринок цінних паперів Ринок середньо- і довгострокових позик

⁵²⁴ Буднік М. М. Фінансовий ринок: навч. посібник / М. М. Буднік, Л. С. Мартюшева, Н. В. Сабіна. – К: Центр учбової літератури, 2009. – 334 с.

⁵²⁵ Вступ до банківської справи / За ред. М. І. Савлука. – К.: Лібра, 1998. – С. 60.

⁵²⁶ Гроші та кредит: підручник / За ред. Б. С. Івасіва. – К.: КНЕУ, 1999. – С. 77.

Додаток В

Таблиця В.1. Частка операцій, здійснених організаторами торгів, у загальному обсязі операцій на ринку цінних паперів, %

Роки	Акції	Державні облигації	Облігації підприємств	Облігації місцевих позик	Цінні папери ІСІ	Деривативи	Інші	Всього
2005	2,49	14,20	20,05	30,04	3,15	0,51	0,00	4,07
2006	3,08	20,83	19,45	34,74	2,32	0,06	19,23	5,90
2007	4,80	4,68	12,89	18,33	1,06	0,02	86,67	4,66
2008	3,35	13,68	8,09	20,91	0,46	0,06	0,00	4,27
2009	2,88	8,26	8,71	4,55	9,36	0,02	0,00	3,37
2010	7,87	17,19	9,65	28,00	13,94	1,18	0,00	8,52
2011	10,78	11,59	20,66	27,54	19,25	6,65	0,00	10,84
2012	3,64	14,69	21,10	85,43	4,24	6,01	0,00	10,42
2013	2,68	20,62	2,83	0,05	0,37	1,07	0,67	28,30
2014	1,05	23,40	1,41	0,02	0,23	0,40	0,06	26,57
2015	0,27	11,51	0,62	0,00	0,24	0,24	1,83	13,35
2016	0,10	9,98	0,44	0,00	0,02	0,04	0,11	11,18

Джерело: складено автором за даними ⁵²⁷

⁵²⁷ Річні звіти НКЦПФР протягом 2001–2016 рр. [Електронний ресурс]. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://old.nssmc.gov.ua/activities/annual>

Додаток Д

Таблиця Д.1. Узагальнення підходів до трактування категорій «інститут», «інституція», «організація»

Автори	Визначення
В. Найшуль ⁵²⁸	Інституція як функціональні органи суспільства, такі як держава, судова система самоврядування, а також система формальних юридичних норм
R. Nelson ⁵²⁹	Інституції як сукупність формальних та неформальних правил, норм, обмежень, цінностей, які чинні у суспільстві та якими більшість керується у своїх діях
А. Прохоров, Н. Байков, А. Благонравов ⁵³⁰	Інституція як будь-яке стійке об'єднання людей для досягнення певної мети; інститут як сукупність норм права, котрі охоплюють певне коло суспільних установ
В. Гриценко ⁵³¹	Інституції – це звичаї, норми, правила, постулати, які підкріплені юридичною документацією. Головне призначення інституцій – це ознайомлення з психологією різноманітних професійних груп індивідів інших груп населення
С. Сорокіна ⁵³²	«Інституція» – настанова, звичай, порядок, прийнятний у суспільстві, та «інститут» – закріплення звичаїв і порядків у вигляді закону чи закладу
Т. Веблен ⁵³³	Інституції – це результати прогресів, які відбувались у минулому, вони пристосовані до обставин минулого і, таким чином, не зовсім відповідають вимогам теперішнього часу; Інституції – це «усталені навички мислення, що характерні для великої спільноти людей»
Г. Колодко ⁵³⁴	Інституція як система культури та менталітету

⁵²⁸ Найшуль В. А. Либерализм и экономические реформы / В. Найшуль // МЭ и МО. – 1992. – №8. – С. 24–26.

⁵²⁹ Nelson R. R. Bringing institutions into evolutionary growth theory / R. R. Nelson // Journal of Evolutionary Economics. – 2002. – №12. – Р. 22.

⁵³⁰ Большая советская энциклопедия: В 30 томах; ред. Прохоров А. М.; Байбаков Н. К.; Благонравов А. А. и др.; – М.: Советская Энциклопедия, 1972. – Т 9. – С. 293, 296.

⁵³¹ Гриценко В. В. Сутність і категоріальна відмінність понять «інститут» та «інституція» / В. В. Гриценко // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі імені Михайла Туган-Барановського. – 2009. - №4. – С.38. (Серія «Економічні науки»).

⁵³² Сорокіна С. Предисловие. В кн. Веблен Т. Теория праздного класса / Веблен Т. – М.: Прогресс, 1984. – С. 6.

⁵³³ Веблен Т. Теория праздного класса / Веблен Т.; [пер. с англ.]. – М.: Прогресс, 1984. – С. 202; Veblen T. The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays / Veblen T. – №3. – Huesch, 1919. – Р. 365.

Продовження табл. Д.1

Автори	Визначення
W. Hamilton ⁵³⁵	Інституції для кращого опису групи суспільних звичаїв. Вони означають переважний та постійний спосіб мислення, який став звичкою для групи або звичаєм для народу. У повсякденній мові це слово вживається для позначення «процедури», «загальної згоди чи домовленості»
D. Nort ⁵³⁶	Інституції, як «правила гри у суспільстві ... сформовані людиною обмежувальні рамки, які організовують взаємовідносини між людьми ... вони задають структуру спонукальних мотивів людської взаємодії» та спершу виділяють формальні рамки (конституції, закони, норми, правила і звичаї) та неформальні рамки (внутрішні принципи, норми поведінки), потім – механізми, що дозволяють контролювати їх дотримання
Д. Фролов ⁵³⁷	Інститути не зводяться до норм і правил, вони їх формують, визначаючи водночас можливості та обмеження, права і обов'язки, ролі і статуси
O. Williamson ⁵³⁸	Інституції є сукупністю формальних та неформальних правил, створених людьми, та механізмів, які забезпечують їх дотримання
W. Kasper ⁵³⁹	Інституції – це правила людської поведінки, які по можливості обмежують безладну індивідуальну поведінку, роблячи її прогнозованою і таким чином полегшуючи поділ праці та формування багатства
Р. Пустовійт ⁵⁴⁰	Інститут як сукупність формальних та неформальних меж, які структурують дії підприємців в інституційному середовищі

⁵³⁴ Колодко Г. Институты, политика и экономический рост / Г. Колодко // Вопросы экономики. – 2004. – №7. – С. 35-50.

⁵³⁵ Hamilton W. H. Institutions / W. Hamilton // Encyclopedia of the Social Science. – 1932. – Vol. 73. – №4. – Р. 565.

⁵³⁶ Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Норт Д.; [пер. с англ. А. Н. Нестеренко]. – М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. – С. 18; North D. Economic Performance through Time / D. North // The American Economic Review. – 1994. – №3. – Р. 360.

⁵³⁷ Фролов Д. Как учет институционализма в России / Д. Фролов // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2007. – Т.5. – №3. – С. 157.

⁵³⁸ Williamson O. Mechanisms of Governance / Williamson O. – New York: Oxford University Press, 1996. – 429 p.

⁵³⁹ Kasper W. Institutional Economics: Social Order and Public Policy / W. Kasper, M.E. Steit. – Edward Elgar Publishing, 1998. – Р. 30.

⁵⁴⁰ Пустовійт Р. Ф. Інституційне середовище підприємництва в трансформаційній економіці / Р. Ф. Пустовійт. – Черкаси: Брама-Україна, 2006. – С. 11

Продовження табл. Д.1

Автори	Визначення
Т. Косова, О. Покатаєва ⁵⁴¹	До системи інституту включені правила в певних ситуаціях, санкції за порушення приписів, адресати обмежень, зміст дій у певних обмеженнях та гарантії реалізації обмежень
А. Новицький ⁵⁴²	Інститут як складна система, що потребує відповідного регулювання певними формальними правилами, які, в свою чергу, можуть бути і нормативно правовими правилами, і неформальними правилами
Д. Соколовський ⁵⁴³	Інституція є агрегатом норм, а норма – базовим, неділимим елементом інституції та називає неділимі правила нормами, а складні – інституціями
І. Мітюков, В. Александров, О. Ворона, С. Недбаєва ⁵⁴⁴	Під інститутом розуміють порядок, що набуває форми встановленої сукупності законів, або узагальнену назву установ, які належать до певної сфери діяльності
А. Чухно ⁵⁴⁵	Інститути «як правила економічної гри, встановлені законом та організаціями, які забезпечують дотримання даних правил усіма економічними суб'єктами, використовуючи стимули, винагороди та покарання. Це власне державні та недержавні структури, підприємства державного та приватного секторів, внутрішні та зовнішні агентства, фінансові посередники та брокери, а також домашні домогосподарства»
А. Гриценко ⁵⁴⁶	Структура інститутів, яку становлять правила, норми, стереотипи, традиції, заклади та інші соціальні утворення в їх співвідношенні із сутністю і загальним естетичним планом побудови цілісної соціальної системи

⁵⁴¹ Косова Т. Д. Інструментарій дослідження інституційних змін національної економіки / Т. Д. Косова, О. В. Покатаєва // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. – 2008. – №4. – С. 66-76. – (Серія «Економічні науки»).

⁵⁴² Новицький А. М. Правове регулювання інституціоналізації інформаційного суспільства в Україні: монографія / А. М. Новицький – Ірпінь: НУ ДПС України, 2011. – С. 85.

⁵⁴³ Соколовський Д. Б. Підхід до визначення базових понять інституційного дискурсу / Д. Б. Соколовський // Научные труды ДонНТУ. – 2007. – Вип. 31-1. – С. 92. – (Серія «Економіческая»).

⁵⁴⁴ Фінансові послуги України: Енциклопедичний довідник: у 6 т. / [І. О. Мітюков, В. Т. Александров, О. І. Ворона, С. М. Недбаєва]. – К.: Укрбланковидав, 2001. – Т.1. – 2001. – С. 30.

⁵⁴⁵ Чухно А. А. Сучасні економічні теорії: підруч. / А. А. Чухно, П. І. Юхименко, П. М. Леоненко, за ред. А. А. Чухна. – К.: Знання, 2007. – С. 537.

⁵⁴⁶ Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / [под. ред. д-ра экон. наук А. А. Гриценко]. – Х.: Форт, 2008. – 928 с.; Гриценко А. А. Институциональная архитектура: предмет, основные законы, методология / А. А. Гриценко // Наукові праці ДонНТУ. – 2006. – Вип. 103-1. – С. 31-37. – (Серія «Економічна»).

Закінчення табл. Д.1

Автори	Визначення
А. Грейф ⁵⁴⁷	Інституція – це система правил, уявлень, норм і організацій, які спільно породжують регулярність (соціальної) поведінки
Н. Мільчакова ⁵⁴⁸	Інститути ринку – усі види комерційних та некомерційних організацій – учасників ринку; інститути регулювання – система формальних правил та неформальних обмежень, в межах яких діють інститути ринку
В. Дементьєв ⁵⁴⁹	Інститути ... відносини, на одному боці яких колективні дії з контрольною поведінкою (включаючи «вигадані» людьми правила і характеристики примусу), а на іншому – реальна поведінка, що дотримується встановлених правил.
Ю. Коваленко ⁵⁵⁰	Інституції – більше правила, аніж формат поведінки, оскільки основне призначення інституції – не бути виключно «нормами гри», а виступати у формах організації функціональних відносин людей, їх груп і співтовариств, що ведуть господарську діяльність.

⁵⁴⁷ Institutions and the Path to the Modern Economy: Lessons from Medieval Trade. / Avner Greif. – Stanford University: Cambridge University Press, 2006. – 503 p.

⁵⁴⁸ Мильчакова Н. Российский фондовый рынок: институты, операции, регулирование / Н. Мильчакова – М.: Институт экономики РАН, 1996. – 325 с.; Мильчакова Н. Эффективность фондового рынка: институциональный подход / Н. Мильчакова // Вопросы экономики. – 2004. - №5. – С. 97-110.

⁵⁴⁹ Дементьев В. В. Что мы исследуем, коли досліджуємо інститути? / В. В. Дементьев // Економічна теорія. – 2009. – №3 – С. 91.

⁵⁵⁰ Коваленко Ю. М. Інституціоналізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПСУ України, 2013. – С. 171.

Додаток Е

Таблиця Е.1 Індекс економічної свободи в Україні протягом 1995–2017 рр.

Рік	Загалом	Свобода бізнесу	Свобода торгівлі	Податкова свобода	Державні витрати	Грошова свобода	Свобода інвестицій	Фінансова свобода	Захист прав власності	Свобода від корупції	Свобода трудових стосунків
2017	48,1	62,1	85,9	78,6	38,2	47,4	25,0	30,0	41,1	29,2	48,8
2016	46,8	56,8	85,8	78,6	30,6	66,9	20,0	30,0	25,0	26,0	47,9
2015	46,9	59,3	85,8	78,7	28,0	78,6	15,0	30,0	20,0	25,0	48,2
2014	49,3	59,8	86,2	79,1	37,5	78,7	20,0	30,0	30,0	21,9	49,8
2013	46,3	47,6	84,4	78,2	29,4	71,0	20,0	30,0	30,0	23,0	49,9
2012	46,1	46,2	84,4	78,2	29,4	67,7	20,0	30,0	30,0	24,0	51,2
2011	45,8	47,1	85,2	77,3	32,9	63,2	20,0	30,0	30,0	22,0	50,0
2010	46,4	38,7	82,6	77,9	41,1	61,2	20,0	30,0	30,0	25,0	57,7
2009	48,8	40,5	84,0	77,0	39,0	68,1	30,0	40,0	30,0	27,0	52,4
2008	51,0	44,4	82,2	79,0	43,0	69,9	30,0	50,0	30,0	28,0	53,1
2007	51,5	43,6	77,2	83,6	53,2	68,4	30,0	50,0	30,0	26,0	52,8
2006	54,4	43,1	77,2	90,2	75,8	72,9	30,0	50,0	30,0	22,0	53,2
2005	55,8	55,0	76,2	83,0	78,6	76,2	30,0	50,0	30,0	23,0	55,8
2004	53,7	55,0	74,4	67,5	77,8	74,5	30,0	50,0	30,0	24,0	N/A
2003	51,1	55,0	74,6	67,1	68,1	64,0	30,0	50,0	30,0	21,0	N/A
2002	48,2	55,0	71,0	66,1	58,9	58,2	50,0	30,0	30,0	15,0	N/A
2001	48,5	55,0	70,0	63,8	49,6	62,3	50,0	30,0	30,0	26,0	N/A
2000	47,8	55,0	70,0	62,3	41,9	63,0	50,0	30,0	30,0	28,0	N/A
1999	43,7	55,0	53,0	63,0	43,0	39,3	50,0	30,0	30,0	30,0	N/A
1998	40,4	55,0	53,0	64,4	51,0	0,0	50,0	30,0	30,0	30,0	N/A
1997	43,5	55,0	66,0	61,1	49,1	0,0	50,0	30,0	50,0	30,0	N/A
1996	40,6	55,0	66,0	57,7	47,1	0,0	50,0	30,0	30,0	30,0	N/A
1995	39,9	55,0	55,0	61,8	47,1	0,0	50,0	50,0	30,0	10,0	N/A

Джерело: складено автором за даними⁵⁵¹

⁵⁵¹ Індекс економічної свободи. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.heritage.org/index/country/ukraine>

Додаток Є

Таблиця Є.1. Характеристики показників ментальності за Г. Хофстеде

Показник	Характеристика
Power Distance – PDI	Визначає ступінь нерівності в розподілі влади між людьми, який для населення країни є прийнятним. Показник у своєму крайньому високому значенні припускає можливість установавання авторитарного управління економікою, розвитку корупційних схем. Українські показники призводять до абсолютної децентралізації економіки, анархії виробництва, глибоких криз. Відтак кожен зі світових культур можна оцінити як культуру з більшою або меншою дистанцією влади ⁵⁵²
Individualism – IDV	Вказує на те, як саме люди даної країни переважно діють: як індивіди чи як члени певної групи. При цьому індивідуалізм є системою цінностей, в якій домінує особистість окремої людини; в ній люди мають право критикувати співробітників і керівництво; кар'єрне зростання пов'язане лише з якостями та досягненнями цієї особистості. На противагу індивідуалізму, колективізм виступає як система цінностей, в якій окрема людина є перш за все частиною групи, а вже потім – особистістю ⁵⁵³
Masculinity – MAS	Прихильність людей даної культури до таких цінностей, як наполегливість, самовпевненість, рекорди, героїзм, що притаманні переважно чоловікам. «Жіночність» відповідає прагненням людей налагодити рівні відносини, їхній схильності до компромісів, скромності, турботі про ближніх, якості життя тощо. У країнах з високим рівнем мужності перевага віддається незалежному індивідуальному типу ухвалення рішень, а не груповому. Крім того, в цих країнах існує сильна мотивація досягнення цілей, робота вимагає більшої напруги і посідає важливе місце в житті людей. У суспільствах, де переважає жіночність, соціальні ролі чоловіків і жінок у більшості випадків збігаються. У керівникові цінують уміння організувати безконфліктну командну роботу, досягти консенсусу, розробити справедливую мотивацію тощо ⁵⁵⁴ .

⁵⁵² Корженко В. Вплив національної культури на формування моделі управління: методика крос-культурного менеджменту / В. Корженко, Ж. Писаренко // Актуальні проблеми державного управління: зб. наук. праць. – 2009. – Вип. 1 (35). – С. 16–26.

⁵⁵³ Латов Ю. Открытия и парадоксы этнометрического анализа российской хозяйственной культуры по методике Г. Хофстеда / Ю. Латов, Н. Латова // Мир России. – 2007. – №4. – С. 43–72.

⁵⁵⁴ The Hofstede Centre. National cultural dimensions. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://geert-hofstede.com/national-culture.html>.

Закінчення табл. Є.1

Показник	Характеристика
Uncertainty Avoidance – UAI	Ступінь соціальної нестабільності, який у даній культурі сприймається як норма. Значення індексу уникнення невизначеності обумовлює вибір стратегії участі працівників у змінах. Чим нижчим є цей індекс, тим більше шансів, що буде обрано демократичну стратегію організаційних змін і активне залучення працівників в організаційні зміни. Люди в країнах із слабким уникненням невизначеності ставляться до усього більш безтурботно в порівнянні з країнами з високим рівнем уникнення невизначеності ⁵⁵⁵
Long-Term Orientation – LTO	Характеризує погляд в майбутнє та наполегливість у досягненні цілей. Короткотривала орієнтація характеризується поглядом у минуле та сучасне, проявляється через повагу до традицій та виконання соціальних зобов'язань. Отже, за довготривалої орієнтації проявляються цінності, спрямовані в майбутнє, – ощадливість, накопичення, завзятість, натомість за короткотривалої орієнтації проявляються цінності, спрямовані в сьогодення або минуле, – пошана традицій і виконання боргу перед суспільством ⁵⁵⁶
Indulgence versus Restraint – IND	Індульгенція означає суспільство, яке дозволяє відносно вільно задовольнити основні та природні потреби людини, пов'язані з насолодою життям та веселощами. Обмежене суспільство – це суспільство, яке пригнічує задоволення потреб і регулює його за допомогою суворих соціальних норм ⁵⁵⁷ .

⁵⁵⁵ Галан Н. І. Інноваційна динаміка глобальної економіки / Н. І. Галан // Економічний простір. – 2008. – №9. – С. 69-76.

⁵⁵⁶ Данилова Е. Российская производственная культура в параметрах Г. Хофстеде / Е. Данилова, М. Тарабукина // Мониторинг общественного мнения. – 2003. – №3(65). – С. 53-64; Ляшенко Л. І. Господарська етика як фактор формування цивілізаційного розвитку / Л. І. Ляшенко // Проблеми матеріальної культури. Серія: Економічні науки. – 2007. – №2. – С. 25-28; Шатровский А. Г. Социально-экономический механизм формирования ментальности, или Ключ к разгадке славянской души / А. Г. Шатровский // Социальная экономика. – 2009. – №2. – С. 160-166.

⁵⁵⁷ The Hofstede Centre. National cultural dimensions. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://geert-hofstede.com/national-culture.html>.

Додаток Ж

Таблиця Ж.1. Розрахунок щільності зв'язку між Україною та іншими країнами світу за показниками ментальності за Г. Хофстеде

№ п/п	Країна	Щільність зв'язку	№ п/п	Країна	Щільність зв'язку
1	Україна	1,00	23	Норвегія	-0,12
2	Австралія	-0,63	24	Пакистан	0,81
3	Австрія	-0,48	25	Перу	0,74
4	Арабські країни	0,76	26	Південна Корея	0,70
5	Аргентина	0,26	27	Польща	0,67
6	Бельгія	0,59	28	Португалія	0,85
7	Бразилія	0,74	29	Росія	0,96
8	Великобританія	-0,91	30	США	-0,67
9	Венесуела	0,16	31	Таїланд	0,80
10	Греція	0,71	32	Туреччина	0,87
11	Ізраїль	0,29	33	Угорщина	0,03
12	Індія	0,47	34	Чехія	0,62
13	Індонезія	0,68	35	Швеція	-0,43
14	Іспанія	0,77	36	Японія	0,31
15	Італія	0,19	37	Болгарія	0,93
16	Канада	-0,71	38	Естонія	0,37
17	Колумбія	0,25	39	Франція	0,73
18	Марокко	0,60	40	Латвія	0,44
19	Мексика	0,19	41	Румунія	0,98
20	Нідерланди	-0,20	42	Словаччина	0,31
21	Німеччина	-0,12	43	Словенія	0,88
22	Нова Зеландія	-0,78			

Джерело: розраховано автором на основі даних⁵⁵⁸

⁵⁵⁸ The Hofstede Centre. National cultural dimensions. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://geert-hofstede.com/national-culture.html>.

Додаток II

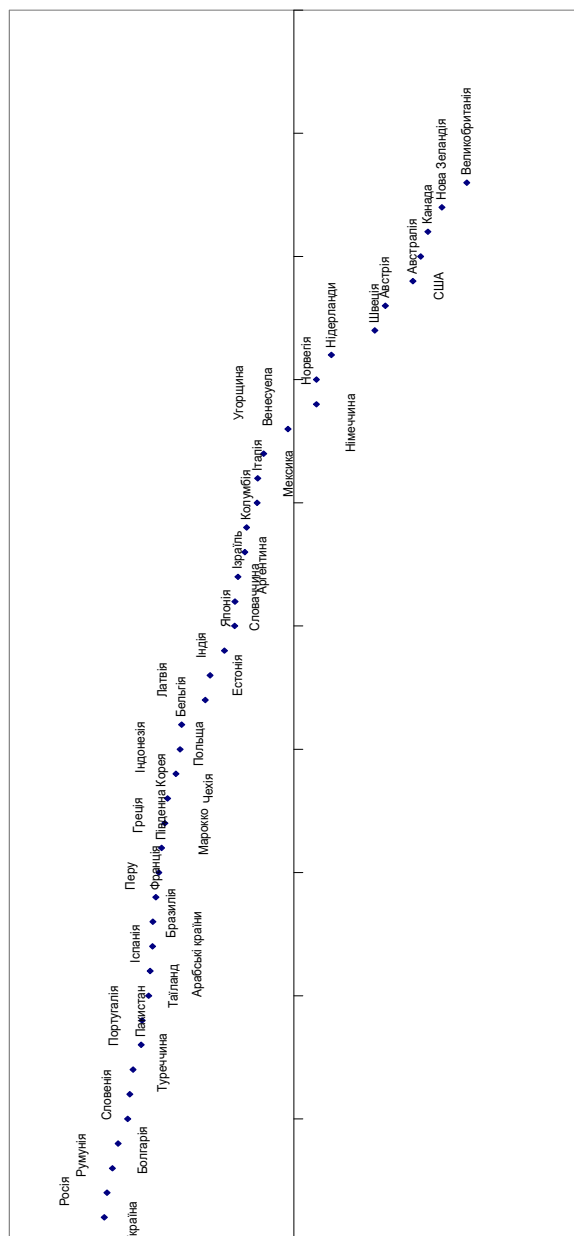


Рис. II.1. Місце України на карті ментальних відмінностей за Г. Хофстеде

Джерело: Розраховано та розроблено автором на основі даних⁵⁵⁹

⁵⁵⁹ The Hofstede Centre. National cultural dimensions. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://geert-hofstede.com/national-culture.html>

Додаток К

Таблиця К.1. Характеристики міжнародних показників ефективності ринку цінних паперів⁵⁶⁰

Показник	Характеристика
gross capital formation - GCF	Співвідношення загального валового капіталу у поточній місцевій валюті до ВВП у поточній місцевій валюті.
easy of protecting minority investors - EPMI	Ранжування – це просте середнє значення відстані до показників кордонів за рівнем індексу регулювання конфлікту інтересів та ступенем індексу управління акціонерами.
market capitalization - MC	Ринкова капіталізація (також відома як "ринкова вартість") – це вартість акцій, що дорівнює кількості випущених акцій.
venture capital deals - VCD	Дані Thomson Reuters стосовно операцій з приватними акціями, за угодою, з інформацією про місце розташування інвестицій, інвестиційну компанію, фірми-інвестори та фонди серед інших деталей.

⁵⁶⁰ Indicator Rankings & Analysis. [Електронний ресурс]. Global Innovation Index. – Режим доступу: <https://www.globalinnovationindex.org/analysis-indicator>

Додаток Л

Таблиця Л.1. Морально-етичні та соціально-психологічні принципи учасника фондового ринку⁵⁶¹

Принцип	Коротка характеристика
біологічної та соціальної єдності	у своїй поведінці та звичках учасник ринку запрограмований навколишнім фінансовим середовищем, культурними стандартами, тому дії суб'єкта фондового ринку визначаються не лише поточними стимулами, а й усім досвідом його попереднього життя;
еволюції	зміна розвитку технологій та механізмів роботи на фондовому ринку відбувається після виникнення відповідних передумов;
зростання ентропії	учасники ринку мимовільно прагнуть перейти від стану менш можливого ризику (менша дохідність) до більш можливого (більший рівень дохідності) за відсутності бар'єрів з боку внутрішнього та зовнішнього середовища;
відносної поведінки	у різних умовах одні й ті самі чинники сприймаються по-різному та викликають різні реакції;
кумулятивного впливу зовнішніх факторів	причиною поведінкових дій є не одна попередня подія, а ряд їх, тому доцільно врахувати сукупність соціальних, економічних, політичних та психологічних явищ у різних ситуаціях, а також той факт, що кожен учасник фондового ринку має власну мету;
загальної інерції	працюючи в одному напрямі, людський мозок зазвичай працює в тому ж напрямі і за інших обставин;
установки	діяльність учасника фондового ринку визначається системою цінностей, які характеризують стан його готовності до видів діяльності на ринку та ступінь їх активності;
домінанти	закріплені в процесі діяльності на фондовому ринку доміанти не можуть трансформуватись логікою, допоки не з'явиться інший досвід застосування нових методик регулювання роботи на фондовому ринку, що сьогодні є досить складно, оскільки правила та норми командно-адміністративної економіки, які діяли за радянських часів, зазнали краху через їх неефективність, а нові правила фінансової поведінки учасника як суб'єкта фондового ринку ще не зовсім визначені;

⁵⁶¹ Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко; Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2013. – 606 с.

Закінчення табл. Л.1

Принцип	Коротка характеристика
відповідності вимогам середовища	рівень прояву особистих якостей та реалізація можливостей людини визначаються впливом навколишнього середовища, зокрема численними нормативно-правовими актами, що не сприяють підвищенню довіри населення до фондового ринку загалом;
адаптації	посилення державного регулювання змушує учасників фондового ринку витрачати зусилля на адаптацію до чинної системи регулювання;
впливу норм та регламентів	чинні формальні норми діяльності на фондовому ринку охоплюють типові соціальні зв'язки та відносини для більшості учасників ринку, а їх дотримання – це обов'язок учасника ринку, проте додаткове регламентування придушує активність особистості та її самостійність;
рефлекторного характеру діяльності	умовні та безумовні рефлекси, які забезпечують біологічне та соціальне виживання учасника на ринку, його саморозвиток;
традиції та звичаїв	в даному аспекті визначальною є інформаційна реформа НКЦПФР, спрямована на підвищення рівня фінансової грамотності та фінансової культури на фондовому ринку;
попередньої дії дійсності	економічне та політико-правове середовище прогнозує настання події в динаміці та розвитку, тобто свідомість учасника фондового ринку приймає рішення з наперед визначеним часово-просторовим випередженням майбутніх подій, де усі її реакції та дії залежать від минулого та не відбуваються без зв'язку з майбутнім;
очікуваного корисного ефекту	усі учасники фондового ринку приймають рішення, що передбачають одержання корисного ефекту у формі доходу, тому, регулюючи їх діяльність, регулятор повинен враховувати їхні потреби та інтереси.

Додаток Н

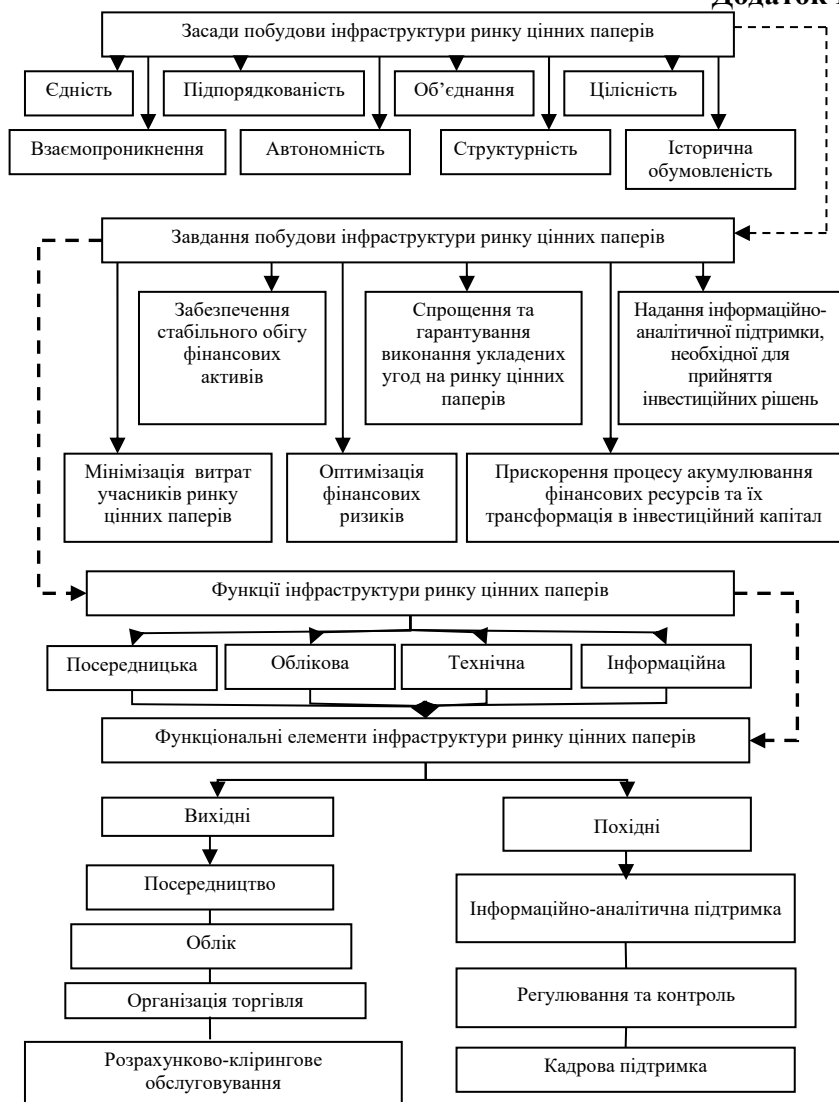


Рис. Н.1. Декомпозиція вихідних ознак та завдань інфраструктури ринку цінних паперів з ієрархією підпорядкування її функціональним елементам

Джерело: розроблено автором

Додаток О

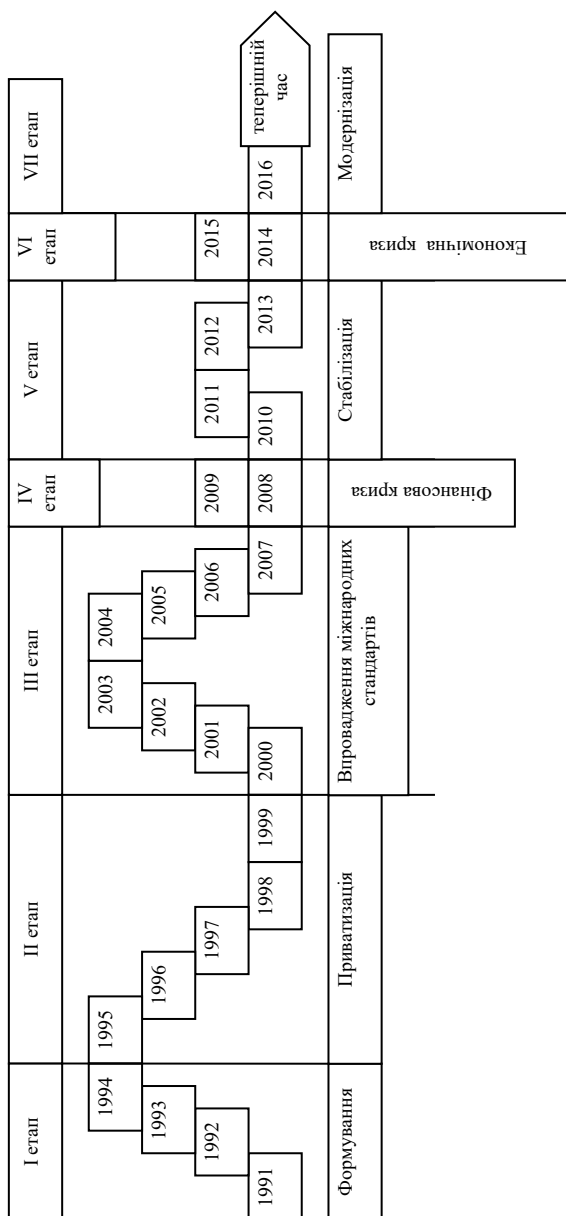


Рис. О.1. Етапи розвитку інфраструктури ринку цінних паперів України

Джерело: розроблено автором на основі⁵⁶³

⁵⁶³ Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія // І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – С. 108.

Додаток II

Таблиця II.1. Інфраструктурні суб'єкти ринку цінних паперів України

Назва	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Торгові цінніми паперами	1	78	180	230	851	704	874	881	836	839	859	860	871	780	795	805	779	815	737	763	733	647	554	462	369	302
Учасники ДС:	-	-	-	-	7	225	418	461	435	444	455	474	489	514	526	538	590	641	670	678	577	507	317	307	256	233
зберігачі	-	-	-	-	-	1	29	61	75	84	86	106	122	140	161	180	214	256	297	375	384	369	-	-	-	-
реєстратори	-	-	-	-	7	223	387	398	357	357	366	365	364	371	361	354	372	380	367	297	188	134	-	-	-	-
депозитарні установи	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	316	306	255	232
депозитарії	-	-	-	-	-	1	2	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	4	3	2	-	-	-	-
клірингові депозитарії	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1	2	3	2	2	-	-	-	-
особи, що провадять клірингову діяльність	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	1	1	1
Довірчі товариства	-	-	-	120	366	580	380	704	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	316	85	1	1	1	1	2	2	2	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
ІСІ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	6	32	103	165	324	577	888	985	1095	1125	1222	1250	1188	1147	1131
Компанії з управління активами	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5	32	91	159	224	326	411	389	361	360	358	349	345	320	300
Фондові біржі	1	1	2	2	4	5	5	7	8	9	9	9	10	10	10	10	9	11	10	10	10	10	10	10	10	8
Рейтингові агентства	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	4	5	6	7	7	7	6	6	6	6	6
Саморегулювальні організації	-	-	-	-	-	-	3	6	10	10	11	11	11	14	14	12	11	10	3	3	3	3	3	5	5	5

Джерело: розраховано автором за даними⁵⁶⁴

⁵⁶⁴ Інформаційні довідки щодо розвитку фондового ринку України протягом 1991–2016 рр. [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу до ресурсу: <http://old.nssmc.gov.ua/fund/analitics>

Додаток П

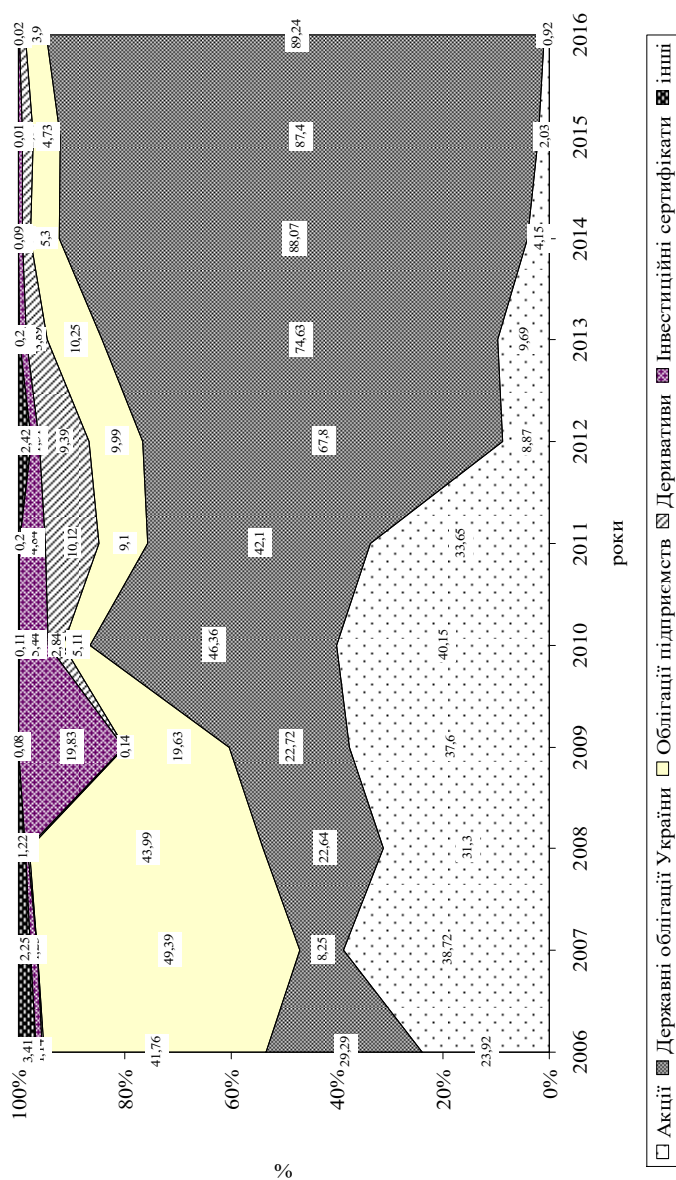


Рис. П.1. Структура обсягу біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі (з розподілом за фінансовими інструментами) у 2006–2016 роках, %

Джерело: складено автором за даними Звітів НКЦПФР

Додаток П

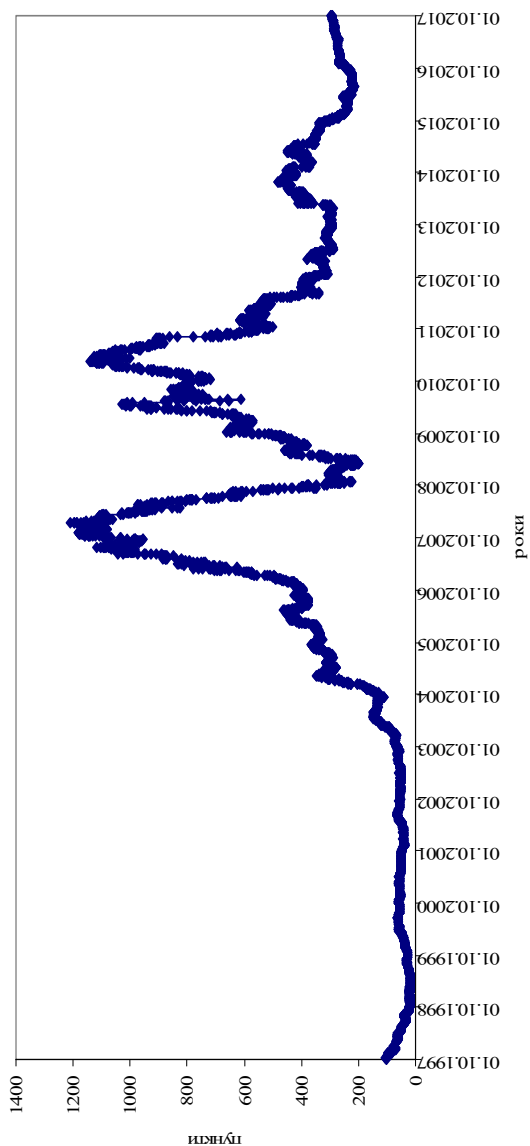
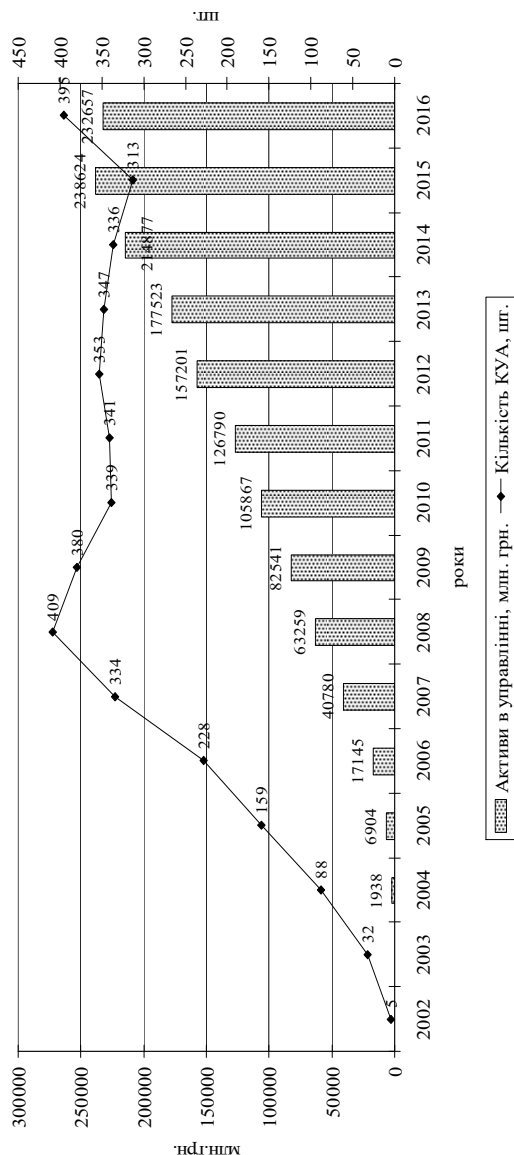


Рис. П.2. Індекс ПФТС протягом 1997–2017 рр.

Джерело: розроблено автором за даними <http://pfts.ua/trade-info/indices/shares-indices>

Додаток Р

Рис. Р.1. Кількість КУА та активи в управлінні протягом 2002–2016 рр.⁵⁶⁵

⁵⁶⁵ Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом 2016 року [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/analitics>; Ринок у цифрах. [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу: <http://www.uaib.com.ua/analituaib.html>; Аналітичний огляд ринку ІСІ в Україні. 4 квартал та 2016 рік. [Електронний ресурс] / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/2561/48/Q4%202016%20&%20Fu1%202016_final.pdf

Додаток С

Таблиця С.1. Тлумачення сутності фінансового посередництва

Автор, джерело	Визначення
Функціональний підхід	
Господарський кодекс України ⁵⁶⁶	діяльність, пов'язана з одержанням та перерозподілом фінансових коштів, окрім випадків, передбачених законодавством;
Орлюк О. П. ⁵⁶⁷	система опосередкованого фінансування, яка полягає в залученні фінансових ресурсів з метою їх подальшого розміщення у фінансові активи;
Мишкин Ф. С. ⁵⁶⁸	процес непрямого фінансування, за якого зв'язок між кредиторами та позичальниками здійснюється фінансовими посередниками;
Пилипенко І. І., Жук О. П. ⁵⁶⁹	перерозподіл вільних грошових ресурсів на основі залучення їх у влади та інші види фінансових зобов'язань з одночасним спрямуванням даних ресурсів на кредитування, інвестування та інші об'єкти вкладень;
Маловидов В. Д. ⁵⁷⁰	діяльність щодо переміщення грошових ресурсів із традиційних чи малоефективних сфер використання в нові, більш ефективні сфери шляхом: залучення нових грошових ресурсів з урахуванням пріоритетів власників заощаджень і створення «вторинних зобов'язань», інформування інвесторів про методи ефективного використання ресурсів; управління ризиками, які притаманні різним активам; страхування різних видів ризику; спеціалізації операцій;
Черкасова С. В. ⁵⁷¹	діяльність з акумулювання та перерозподілу наявного у суспільстві вільного капіталу та реалізації фінансових операцій, що супроводжують ці процеси.

⁵⁶⁶ Господарський кодекс України: від 16.01.2003 № 436-IV [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=436-15>

⁵⁶⁷ Фінансова енциклопедія / [Орлюк О. П., Воронова Л. К., Заверуха І. Б. та ін.]; за ред. О. П. Орлюка. – К.: Юрінком Інтер, 2008. – С. 433.

⁵⁶⁸ Мишкин Ф. С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков / Ф. С. Мишкин; [7-е издание]: пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2006. – С. 825.

⁵⁶⁹ Пилипенко І. І. Фінанси: навч. посіб. / І. І. Пилипенко, О. П. Жук – К.: ІВЦ Держкомстату України. – 2004. – 266 с.

⁵⁷⁰ Миловидов В. Д. Управление инвестиционными фондами / В. Д. Миловидов. – М.: Анкил, 1993. – 184 с.

⁵⁷¹ Черкасова С. В. Ринок фінансових послуг: навч. посіб. / С. В. Черкасова. – Львів: Магнолія-2006, 2008. – 496 с.

Продовження табл. С.1

Автор, джерело	Визначення
Інституційний підхід	
Васенко В. К. ⁵⁷²	професійна діяльність на фінансовому ринку, яка потребує отримання ліцензії і спрямована на залучення коштів клієнтів на добровільних засадах на комісійній, інвестиційній чи іншій основі, передбачає їх інвестування у фінансові активи з метою одержання прибутку та виплати його обумовленої частини клієнту;
Савлук М. І. ⁵⁷³	специфічний вид діяльності на грошовому ринку, що полягає в акумуляції його суб'єктами в обмін на свої зобов'язання вільних грошових коштів і розміщення їх від свого імені в дохідні активи;
Корнєєв В. В. ⁵⁷⁴	професійна діяльність банківських та небанківських фінансових установ щодо задоволення економічних потреб клієнтів шляхом надання їм відповідних фінансових послуг;
Зимовець В. В. ⁵⁷⁵	діяльність із залучення та розміщення коштів індивідуальних інвесторів, яка передбачає тривалі відносини між індивідуальними інвесторами та фінансовими посередниками і, відповідно, нагромадження активів на балансах цих посередників;
Капракулова І.С. ⁵⁷⁶	законодавчо врегульована діяльність фінансових установ на ринку фінансових послуг, спрямована на трансформацію власних, залучених та запозичених грошових коштів у різні фінансові активи та надання інших фінансових послуг з метою одержання прибутку;
Гайдукович Д. С. ⁵⁷⁷	опосередкована професійна діяльність фінансових інститутів щодо ефективного акумулювання, розподілу фінансових ресурсів та їх управління шляхом надання фінансових послуг з метою формування стійких позицій розвитку фінансового ринку та забезпечення економічного зростання держави.

⁵⁷² Фінансове посередництво: проблеми та перспективи розвитку: колективна монографія / В. К. Васенко [та ін.]. – Черкаси: Вид-во ПП Чабаненко Ю. А., 2009. – С. 21.

⁵⁷³ Гроші та кредит: підручник / [Савлук М. І., Мороз А. М., Лазепко І. М. та ін.]; за наук. ред. М. І. Савлука. – 6-те вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2011. – 589 с.

⁵⁷⁴ Корнєєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку: монографія. – К.: Основа, 2007. – С. 12.

⁵⁷⁵ Зимовець В. В. Фінансове посередництво: навчальний посібник / В. В. Зимовець, С. П. Зубик. – К.: КНЕУ, 2004. – С. 5-6.

⁵⁷⁶ Капракулова І. С. Небанківські фінансові інститути на ринку фінансових послуг України: дис. ... канд. екон. наук: 08.00.08 / Ірина Станіславівна Капракулова; Київський національний ун-т ім. Т. Шевченка. – К., 2008. – 238 с.

⁵⁷⁷ Гайдукович Д. С. Фінансове посередництво та його вплив на розвиток фінансового ринку / Д. С. Гайдукович // Економічний простір. – 2014. – № 84. – С. 127.

Продовження табл. С.1

Автор, джерело	Визначення
Інфраструктурний підхід	
Мочерний С. В. ⁵⁷⁸	інфраструктурні учасники ринку цінних паперів – це учасники, які допомагають та сприяють взаємодії основних учасників ринку цінних паперів (довірчі товариства (трасти); депозитарії; реєстратори; агенти з трансферту; клірингово-розрахункові установи; спеціальні страхові фонди; торговці інформацією про ринок цінних паперів тощо);
Мочерний С. В. ⁵⁷⁹	інфраструктура ринкова – це система підприємств, організацій та закладів, що обслуговують ринок та допомагають йому нормально функціонувати (товарні, фондові біржі, біржі праці, банки та інші комерційні організації, окремі складові ринку (наприклад, ринок товарів, ринок цінних паперів, ринок праці);
Іфтемчук В. С., Григорьев М. І., Маниліч Г. Д. та ін. ⁵⁸⁰	інфраструктура ринку – це система установ та організацій, які обслуговують та забезпечують злагоджену та ефективну роботу суб'єктів ринкових відносин. Вона включає такі елементи: аукціони, банки, брокерські компанії, товарні, фондові та валютні біржі, торгові дома і торгові палати, інвестиційні компанії, інформаційно-консультативні та розрахункові фірми, наукові інститути та інші спеціальні навчальні заклади, інжинірингові фірми, інвестиційні та страхові компанії, холдингові, транспортні компанії, засоби оперативного зв'язку, різні фонди, ярмарки тощо;
Башнянін Г. І. ⁵⁸¹	елементи інфраструктури: кредитна система і комерційні банки, організаційно оформлене посередництво на товарних, сировинних, фондових і валютних біржах; аукціони, ярмарки та інші форми організованого позабіржового посередництва; страхові компанії; консалтингові й аудиторські компанії тощо;

⁵⁷⁸ Економічний словник-довідник / за ред. С.В. Мочерного. – К.: Феміна, 1995. – С. 286-287.

⁵⁷⁹ Там само. – С. 154.

⁵⁸⁰ Генеза ринкової економіки (політекономія, мікроекономіка, макроекономіка, економічний аналіз, економіка підприємства, менеджмент, маркетинг, фінанси, банки, інвестиції, біржова діяльність): Терміни, поняття, персоналії / [уклад В. С. Іфтемчук, В. А. Григорьев, М. І. Маниліч, Г. Д. Башняніна і В. С. Іфтемчука]. – К.: «Магнолія плюс», 2004. – С. 238-240.

⁵⁸¹ Башнянін Г. І. Політична економія: підручник / Г. І. Башнянін, П. Ю. Лазур, В. С. Медведєв. – К.: Ніка-центр, Ельга, 2000. – С. 172-173.

Закінчення табл. С.1

Автор, джерело	Визначення
Опарін В. М., Федосов В. М. ⁵⁸²	інституційна фінансова інфраструктура – це сукупність фінансових інституцій, які функціонують на фінансовому ринку й ринку фінансових послуг, виконуючи функції з мобілізації, переміщення й інвестування грошових ресурсів.

Джерело: складено автором

⁵⁸² Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія / [В. Опарін, В. Федосов, С. Львовчкін та ін.]; за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2016. – 695 с.

Додаток Т

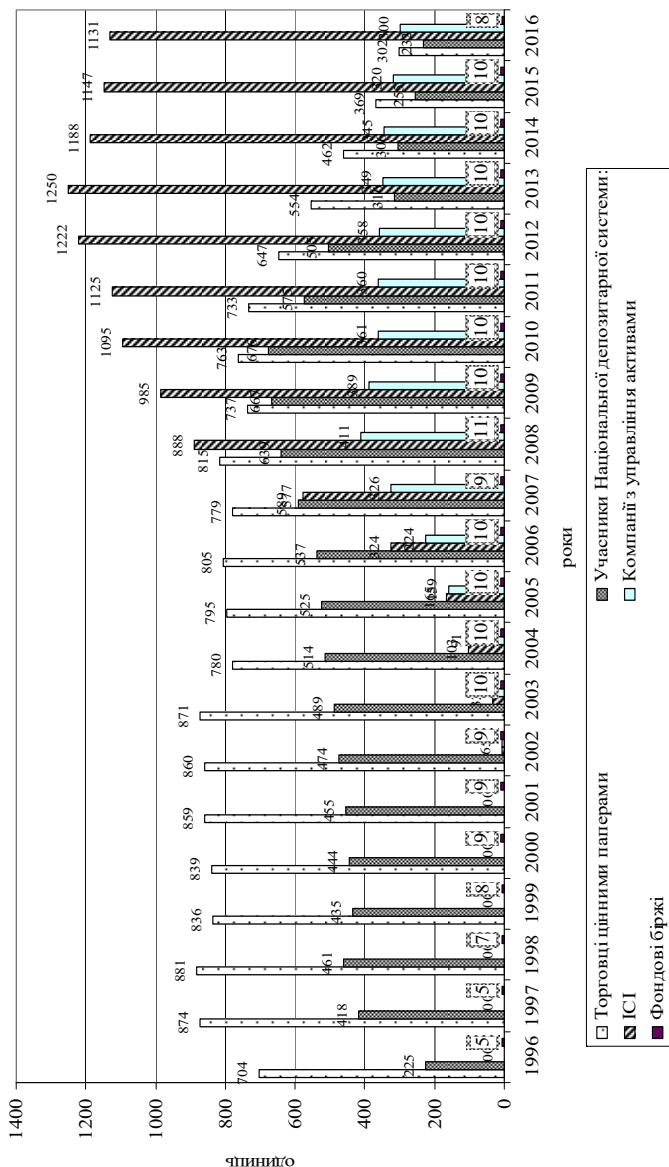


Рис. Т.1.1. Кількість фінансових посередників на ринку цінних паперів протягом 1996–2016 рр., од.

Джерело: складено автором за даними звітів НКЦПФР

СПИСОК використаних джерел

1. Абрамов С. И. Инвестирование. – М.: Центр экономики и маркетинга, 2000. – 440 с.
2. Аванесова Г. А. Сервисная деятельность: историческая и современная практика, предпринимательство, менеджмент: [учебное пособие для студентов вузов] / Г. А. Аванесова. – М.: Аспект Пресс, 2007. – 319 с.
3. Агафонова Л. Г. Туризм, готельний та ресторанний бізнес: Ціно у творення, конкуренція, державне регулювання:[навч. посібник] / Л. Г. Агафонова, О. Є. Агафонова. – К.: Знання України, 2002. – 358 с.
4. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.nssmc.gov.ua/about/organizations/smda>
5. Академічне підприємство: моногр. [за наук. ред. К. Матусяка, К. Засядли]. – Лодзь; Познань; Львів, 2006. – 165 с.
6. Алексеев С. С. Механизм правового регулирования в социалистическом государстве / С. С. Алексеев. – М.: Юрид. лит., 1966. – 188 с.
7. Алехин Б. И. Рынок ценных бумаг: введение в фондовые операции. – Самара: СамВен, 1992. – 160 с.
8. Алленых М. А. Роль неформальных институтов в становлении банковских систем / М. А. Алленых. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://econ-old.asu.ru/lib/sborn/iimer2007/pdf/stat17.pdf>
9. Анненков И. В. Совершенствование долгосрочного кредитования промышленных предприятий: институциональный аспект : монография / И. В. Анненков, А. В. Матюшин, А. В. Половян, А. А. Охтенъ; Ин-т экономики пром-сти НАН Украины. – Донецк, 2008. – 142 с.
10. Антонов С. Фінансова інфраструктура: проблеми недорозвитку [Електронний ресурс] / С. Антонов, С. Шишков // «Дзеркало тижня. Україна». – 2014. – №30. – Режим доступу до ресурсу: https://gazeta.dt.ua/finances/finansova-infrastruktura-problemi-nedorozvitku_.html.
11. Базилевич В. Д. Сучасна парадигма страхування: суть та протиріччя // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка, серія «Економіка». – 2006. – №81-82. – С. 6-9.
12. Базилевич В. Д. Страхова справа / В. Д. Базилевич, К. С. Базилевич. – 5-те видання, стер. – К.: Знання, 2006. – 351 с.
13. Барановський О. Недокапіталізована економіка / О. Барановський // Дзеркало тижня. – 2003. – № 42 (1-7 листопада). [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.dt.ua/2000/2675/43456>

14. Басовский Л. Е. Маркетинг: [курс лекций] / Л. Е. Басовский – М.: ИНФРА-М., 1999. – 219 с.
15. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учеб. пособ. / Т. Б. Бердникова. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 270 с.
16. Бобров Є. А. Роль та місце ринку фінансових послуг у структурі фінансового ринку / Є. А. Бобров // Фінанси України. – 2007. – №4. – С. 88-94
17. Боди З. Финансы: учебное пособие. [пер. с англ.] / З. Боди, Р. К. Мертон – М.: Вильямс, 2013. – 592 с.
18. Большая экономическая энциклопедия. – М.: Эксмо, 2007. – 816 с.
19. Большая советская энциклопедия: в 30 томах. Ред. Прохоров А. М.; Байбаков Н. К.; Благонравов А. А. и др. – М.: Советская Энциклопедия, 1972. – Т. 9.
20. Большой энциклопедический словарь / Под ред. А. Н. Азриляна. – 4-е изд., доп. и перераб. – М.: Институт новой экономики, 1999. – 1096 с.
21. Бондаренко О. В. Українська національна економічна ментальність і дух «капіталізму» / О. В. Бондаренко // Гуманітарний вісник ЗДІА. – 2009. – Вип. 37. – С. 167-179.
22. Бороздин П. Ю. Ценные бумаги и фондовый рынок / П. Ю. Бороздин. – М.: УОП ИПАРАН, 1994.
23. Брус С. І. Ринок рейтингових послуг в Україні: реалії та вектори розвитку / С. І. Брус // Вісник Інституту економіки та прогнозування. – 2014. – 2014. – С. 83-87.
24. Буднік М. М. Фінансовий ринок: навч. посібник / М. М. Буднік, Л. С. Мартюшева, Н. В. Сабіна. – К: Центр учбової літератури, 2009. – 334 с.
25. Бурмака М. Саморегулювання на фондовому ринку: суперечливість концепцій та адаптація до міжнародних стандартів в Україні / М. Бурмака // Ринок цінних паперів. – 2007. – № 11-12. – С. 11-18.
26. Бюджетний менеджмент: підручник / В. Федосов, В. Опарін, Л. Сафонова та ін.; за заг. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2004. – 864 с.
27. Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии. – М.: Изограф, 2000. – 448 с.
28. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 800 с.
29. Василик О. Д. Теорія фінансів: підручник / О. Д. Василик. – К.: НІОС, 2003. – 416 с.
30. Васильєва В. В. Фінансовий ринок: навч. посібник / В. В. Васильєва, О. Р. Васильченко. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 368 с.

31. Веблен Т. Теория праздного класса / Т. Веблен; [пер. с англ.]. – М.: Прогресс, 1984. – 367 с.
32. Великий тлумачний словник сучасної української мови / [гол. ред. В. Т. Бусел]. – К.; Ірпінь: ВТФ «Перун», 2005. – 1728 с.
33. Вильямс Б. Новые правила в биржевой торговле. Как извлечь прибыль из хаоса: рынки акций, облигаций и фьючерсов / Б. Вильямс; [пер. с англ.]. – М.: ИК Аналитика, 2000. – 156 с.
34. Вильямс Б. Торговый хаос. Экспертные методики максимизации прибыли / Б. Вильямс; [пер. с англ.]. – М.: ИК Аналитика, 2005. – 237 с.
35. Витанович І. Історія українського кооперативного руху. Із праць Історико-філософської секції НТШ. – Нью-Йорк: Товариство Української кооперації, 1964. – 624 с.
36. Воблый К. Г. Рецензия на книгу М. И. Тугана-Барановского «Очерки из новейшей истории политической экономии» / К. Г. Воблый // Народное хозяйство. – 1904. - №1. – С. 185-195.
37. Вступ до банківської справи / М. І. Савлук [та ін.]; Українська фінансово-банківська школа. – К.: Лібра, 1998. – 342 с.
38. Гайдай Т. В. Парадигма інституціоналізму: методологічний аспект: монографія / Т. В. Гайдай. – К.: Видавничо-поліграфічний центр «Київський університет», 2008. – 296 с.
39. Галкин И. В. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование / И. В. Галкин, А. В. Комов, Ю. С. Сизов, С. Д. Чижов. – М.: Экономика, 1998. – 358 с.
40. Гальчинський А. ЄС–за межами тупої апологетики [Електронний ресурс] / А. Гальчинський // Дзеркало тижня. Україна. – 2015. – №33. – 11 верес. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yes-zamezhami-tupoyi-apologetiki-> html
41. Гаманкова О. Страхова послуга як продукт діяльності страхових компаній в умовах ринку // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка: [зб. наук. праць] / [відп. ред. В. Д. Базилевич]. – К.: ВПЦ «Київський ун-т». – Вип. 104. – 2008. – С. 16-19.
42. Гаманкова О. О. Класифікація страхування // Страхування: підручник / керівник авт. кол. і наук. ред. С. С. Осадець. – Вид. 3-тє, без змін. – К.: КНЕУ, 2006. – 604 с.
43. Гаманкова О. О. Ринок страхових послуг України: теорія, методологія, практика: монографія / О. О. Гаманкова. – К.: КНЕУ, 2009. – 283 с.
44. 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.

45. Генеральна угода про торгівлю послугами. СОТ; Угода, Міжнародний документ від 15.04.1994 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/981_017/page

46. Гитман Л. Основы инвестирования: пер. с англ. / Л. Гитман, М. Джонк. – М.: Дело, 1997. – 1008 с.

47. Гілл В. Чарльз. Міжнародний бізнес: конкуренція на глобальному ринку: [пер. з англ.] / Чарльз В. Гілл. – К.: Основи, 2001. – 854 с.

48. Головка А. Т. Інфраструктура фондового ринку і тенденції її розвитку / А. Т. Головка // Фінанси України. – 1996. – № 10. – С. 82–86.

49. Гопкало Л. М. Організація готельного господарства [Опорний конспект лекцій] / Л. М. Гопкало – К.: КНТЕУ, 2002. – 196 с.

50. Григорьев Л. Финансовый кризис–2008: вхождение в мировую рецессию / Л. Григорьев, М. Салихов // Вопросы экономики. – 2008. – №12. – С. 27–45.

51. Гриценко А. А. Институциональная архитектура: предмет, основные законы, методология / А. А. Гриценко // Наукові праці ДонНТУ. – 2006. – Вип. 103-1. – С. 31–37. – (Серія «Економічна»).

52. Гриценко В. В. Сутність і категоріальна відмінність понять «інститут» та «інституція» [Електронний ресурс] / В. В. Гриценко. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/Vdnuet/econ/2009_4/6.pdf

53. Гриценко І. Формування конкурентного середовища на ринку послуг України / І. Гриценко // Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. – 2007. – № 5. – С. 163–166.

54. Гроші та кредит: підручник / за ред. проф. Б. С. Івасіва. — Тернопіль: Карт-бланш, 2000. – 510 с.

55. Даль В. И. Толковый словарь живого великорусского языка: Современное написание: В 4 т. – Т.4. О-Я / В. И. Даль. – М.: ООО «Издательство АСТ»; ООО «Издательство Астроль», 2003. – 1144 с.

56. Дегтярева И. В. Развитие институциональной структуры российского рынка ценных бумаг / И. В. Дегтярева, А. В. Марьина // Финансы и кредит. – 2010. – №1(385). – С. 2–9.

57. Дорошенко І. В. Структуризація фінансових ринків у контексті сучасних глобалізаційних процесів // Бюлетень Міністерства юстиції України. – 2009. – №1. – С. 127–134

58. Драган О. В. Правові наслідки діяльності фінансових посередників на вітчизняних ринках фінансових послуг / О. В. Драган // Університетські наукові записки. – 2009. – №1(29). – С. 226–229.

59. Економічна енциклопедія: у 3 т. – Т. 3 / Редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2002. – 952 с.

60. Економічна енциклопедія [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://enbv.narod.ru/text/Econom/encyclo/index.html>
61. Єфименко Т. І. Актуальні проблеми трансформації економічних теорій в умовах глобальних змін / Т. І. Єфименко // Фінанси України. – 2013. – №5. – С. 7-18.
62. Жамс Э. История экономической мысли XX века. – М.: Планета, 1959.
63. Жуков Н. Собственность, интеграция, управление / Н. Жуков, В. Еремеев // Экономист. – 2011. – №5. – С. 67-75.
64. Зимовець В. В. Місце фінансового сектора в сучасних концепціях інституціональної організації економіки / В. В. Зимовець // Економіка України. – 2004. – № 11. – С. 15-26.
65. Иванов В.М. Финансовый рынок: Конспект лекций./ В. М. Иванов. – К.: МАУП, 1999. – 112 с.
66. Иванова Т. Б. Становление, особенности и совершенствование финансовой инфраструктуры в экономике России: дисс. д-ра экон. наук: 08.00.10 / Т. Б. Иванова. – Москва, 2005. – 322 с.
67. Инвестиционная деятельность банков в Украине / А. И. Амоша, Н. И. Иванов, Т. Д. Косова и др. – Донецк: ИЭП НАН Украины, 1999. – 52 с.
68. Иноземцев В.Л. Структурирование общественного производства в системе постиндустриальных координат (методолого-теоретические аспекты) / В. Л. Иноземцев // Российский экономический журнал: Ун-т менеджмента и бизнес-администрирования. – 1997. – №11. – С. 59–68.
69. Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / [под. ред. д-ра экон. наук А. А. Грицинка]. – Х.: Форт, 2008. – 928 с.
70. Иншаков О. В. Факторы и функции человеческого бытия: обретение новой меры: Препринт # WR / 2001/01 / О. В. Иншаков. Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2001. – 70 с.
71. Іваницька О. М. Фінансові ринки: навч.посібник / О. М. Іваницька. – К.: Вид.-во УАДУ, 1999. – 96 с.
72. Индекс економічної свободи. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.heritage.org/index/country/ukraine>
73. Інституційні чинники розвитку фінансового сектору економіки в умовах ринкової трансформації: монографія / В. М. Соболев, М. В. Олійник, О. Л. Яременко, І. В. Шкодін, М. В. Іващенко; ред.: В. М. Соболев; Нац. банк України, Ун-т банк. справи. – К.: УБС НБУ, 2010. – 350 с.

74. Інновації у фінансовій сфері: монографія [В. М. Опарін, Т. В. Пасентко, В. М. Федосов та ін.]; за заг. ред. В. М. Опаріна. – К.: КНЕУ, 2013. – 444 с.

75. Історія економічних учень: підручник / за ред. В. Д. Базилевича. – К.: Знання, 2004. – 1300 с.

76. Калач Г. М. Роль фондового ринку в акумуляції й перерозподілі фінансових ресурсів у реальний сектор економіки / Г. М. Калач // Фінанси України: науково-теоретичний та інформаційно-практичний журнал. – 2008. – №9. – С.62-69.

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

78. Калюжнова Н. Я. Экономика недоверия: роль социального капитала в России // Journal of institutional studies: журнал институциональных исследований. – 2012. – Т. 4. – №2. – С. 74-82.

79. Камінський А. Б. Інформаційна прозорість у діяльності ІСІ: теоретичне обґрунтування та практика реалізації / А. Б. Камінський // Фінанси України. – 2010. – № 10. – С. 60–70.

80. Камінський А. Б. Дослідження інформаційної прозорості інститутів спільного інвестування / А. Б. Камінський, Я. В. Соломка // Фінанси України. – 2010. – № 3. – С. 74–91.

81. Капелюшников Р. «Где начало того конца?..» (заметки об институциональной природе переходных обществ) / Р. Капелюшников // Вопросы экономики. – 2001. – №1.

82. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Кейнс Дж. М. [пер. с англ.]. – М.: Эксмо, 2007. – 960 с. – (Антология экономической мысли).

83. Класифікація видів економічної діяльності (ДК 009:2010) [Електронний ресурс]. Наказ Держспоживстандарту України від 11.10.10 р. № 457. – Режим доступу: www.search.ligazakon.ua/1_doc2.nsl/.../FIN61334.ht...

84. Клейнер Б.Г. Экономика России и кризис взаимных ожиданий / Б. Г. Клейнер // Общественные науки и современность. – 1997. – №3. – С. 15-29.

85. Клейнер Г. Б. Особенности процессов формирования и эволюции социально-экономических институтов в России / Г. Б. Клейнер. – М.: ЦЭМИ РАН, 2001. – 65 с.

86. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки: монографія / Ю. М. Коваленко. Нац. ун-т держ. податк. служби України. – Ірпінь: Нац. ун-т ДПС України, 2013. – 606 с.

87. Колесник В. В. Введение в рынок ценных бумаг / В. В. Колесник. – К.: А.Л.Д., 1995. – 176 с.

88. Колесова И. В. Фондовый рынок и депозитарная система Украины / И. В. Колесова. – К., 2000. – 99 с.

89. Комаринський Я. Фінансово-інвестиційний аналіз: навч. посібник / Я. Комаринський, І. Яремчук. – К.: Українська енциклопедія, 1996. – 300 с.

90. Корнєєв В. В. Поведінкові фінанси та інвестування в експлояційній економіці / В. В. Корнєєв // Економічна теорія. – 07/2009. – №3. – С. 40-49.

91. Корнєєв В. В. Модифікація форм фінансового посередництва в Україні / В. В. Корнєєв // Фінанси України. – 2008. – №1. – С. 77-85.

92. Корнєєв В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. – К.: НДФІ, 2003. – 376 с.

93. Корнєєв В. В. Передумови інституціоналізації фінансового ринку: інституційна архітектура та механізми економічного розвитку: матеріали наукового симпозиуму. – Х.: ХНУ, 2005. – 238 с.

94. Корнєєв В. В. Фінансові посередники як інститути розвитку: монографія. – К.: Основа, 2007. – 192 с.

95. Корнєєв В. В. Цінні папери в системі фінансового ринку: фінансовий ринок та ринок цінних паперів. Операції з цінними паперами: інформ.-довід.посібник / В. В. Корнєєв, С. В. Глущенко. – К.: НДФІ, 1999. – 68 с.

96. Корнівська В. О. Якість інформації як чинник довіри / В. О. Корнівська // Екон. теорія. – 2009. – № 4. – С. 16-23.

97. Коробка Р. В. Розвиток інфраструктури фондового ринку як складової фінансової системи України: дис. на здобуття наук. ступеня канд. економ. наук зі спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / Р. В. Коробка; ДВНЗ «Українська академія банківської справи НБУ». – Суми, 2013. – 189 с.

98. Косова Т. Д. Інструментарій дослідження інституційних змін національної економіки / Т. Д. Косова, О. В. Покатаєва // Вісник Донецького національного університету економіки і торгівлі ім. М. Туган-Барановського. – 2008. – №4. – С. 66-76. – (Серія «Економічні науки»).

99. Котлер Ф. Основы маркетинга: пер. с англ. – М.: Ростинтер, 1996. – 704 с.

100. Кохен Д. Психология фондового рынка: страх, алчность и паника / Д. Кохен. – М.: Интернет-трейдинг, 2004. – 364 с.

101. 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.

102. Кравченко Ю. Я. Фондовый рынок: учеб. пособие / Ю. Я. Кравченко. – К.: КНТ: Дакор, 2008. – 733 с.

103. Краснова І. В. Зміст та місце інформації в системі фінансового ринку / І. В. Краснова // Фінанси, облік і аудит. – 2011. – Вип. 17. – С. 114-121.
104. Красовский В. Инфраструктура и интенсификация экономики: моногр. / В. Красовский. – М. : Экономика, 1980. – 195 с.
105. Кузина О. Е. Доверие к финансовым институтам: опыт эмпирического исследования / О. Е. Кузина, Д. Х. Ибрагимова // Мониторинг общественного мнения. – 2010. – №4 (98). – С. 26-39.
106. Кузнєцова Н. С. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування / Н. С. Кузнєцова, І. Р. Назарчук. – К. : Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.
107. Лавлок К. Маркетинг услуг: персонал, технология, стратегия / К. Лавлок; [пер. с англ.]. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2005. – 1008 с.
108. Лазарев В. В. Сфера и пределы правового регулирования / В. В. Лазарев // Советское государство и право. – 1970. – № 11. – С. 38–44.
109. Лазарев В. В. Теория государства и права: учебник / В. В. Лазарев. – М.: Право и Закон, 1996. – 424 с.
110. Леонов В. Криза довіри, або Чому потрібна рекапіталізація [Електронний ресурс]. / В. Леонов // Дзеркало тижня. – 2009. – № 13. – 20 квітня. – Режим доступу: https://dt.ua/ECONOMICS/kriza_doviri,_abo_chomu_potribna_rekapitalizatsiya.html
111. Леонов Д. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: [монографія] / Д. Леонов, С. Львовчкін, С. Хоружий; за наук. ред. В. М. Федосова. – К.: УІРФР, 2008. – 848 с.
112. Лопатинський Ю. М. Трансформація інституту власності [Електронний ресурс] / Ю. М. Лопатинський. – Режим доступу: www.nbuv.gov.ua/old_jrn/Soc_Gum/Dtr_ep/2009_4/files/EC409_08.pdf
113. Луцишин З. О. Ринок цінних паперів в Україні в контексті євроінтеграції: проблеми забезпечення фінансової безпеки України / З. О. Луцишин, Н. Я Кравчук // Національна безпека: український вимір: шокв. наук. зб. / Рада нац. безпеки і оборони України; Ін-т проблем нац. безпеки; редкол.: В. П. Горбулін (гол. ред.) [та ін.]. – К., 2008. – Вип. 1 (20-21). – С. 47-57
114. Львовчкін С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи / С. Львовчкін, В. Опарін, В. Федосов // Економіка України. – 2008. – №11. – С. 57-71.
115. Любашиц В. Я. Теория государства и права : практикум / В. Я. Любашиц, А. Ю. Мордовцев, А. Ю. Мамычев. – Изд. 2-е, доп. и перераб. – Ростов н/Д.: Феникс, 2010. – 604 с.

116. Майорова Т. В. Інвестиційна діяльність: підручн. [для студ. вищ. навч. закл.] / Т. В. Майорова. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 472 с.
117. Макконнелл К. Р., Брю С. Л., Флінн Ш. М. Экономикс : принципы, проблемы и политика; пер. 18-го англ. изд. – М. : ИНФРА-М, 2011. – XXX, 1010 с.
118. Максимчук М. В. Проблеми інституційного забезпечення інтелектуально-інноваційного розвитку регіону. – Львів: ІРД НАН України, 2008. – 61 с.
119. Малий І. Й. Інститут довіри та конкурентоспроможність національної економіки / І. Й. Малий // Теоретичні та прикладні питання економіки: зб. наук. праць / Київ. нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. – 2009. – №19.
120. Мальська М. П. Просторові системи послуг (теорія, методологія, практика): монографія / М. П. Мальська. – К.: Знання, 2009. – 363 с.
121. Манакова Т. А. Становление региональной инфраструктуры финансового рынка в переходной экономике: дисс. канд. экон. наук: 08.00.10, 08.00.04 / Т. А. Манакова. – Кемерово, 1999. – 224 с.
122. Маркс К. Морализирующая критика и критицизирующая мораль // К. Маркс, Ф. Энгельс. Соч. – 2-е изд. – Т. 4.
123. Маркс К. Полное собрание сочинений: в 50 т. / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М. : Политиздат, 1962. — Т. 26. Ч. 2. – 1962. – 551 с.
124. Маркс К., Энгельс Ф. Соч. – Т. 25. Ч. 1. – М., 1961.
125. Маршалл А. Принципы экономической науки: в 3 т. / А. Маршалл; пер. с англ. – М.: Прогресс, 1993. – Т. 3. – 350 с.
126. Маслова С. О. Фінансовий ринок: навч. посібник. Друге видання, виправлене / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К.: Каравелла, 2003. – 344 с.
127. Мацкайлова Е. В. Развитие инфраструктуры фондового рынка в России: дисс. канд. экон. наук: 08.00.10 / Е. В. Мацкайлова. – Волгоград, 2005. – 178 с.
128. Мацук З. А. Модель оптимізації витрат на інноваційну діяльність фінансової установи на ринку фінансових послуг / З. А. Мацук // Фінанси, облік і аудит : зб. наук. пр. / [відп. ред. А. М. Мороз]. – КНЕУ. – 2015. – Випуск 1 (25). – С. 89-100.
129. Мацук З. А. Реформування структури державного регулювання ринку фінансових послуг в Україні / З. А. Мацук // Страховий ринок України в умовах фінансової глобалізації: Збірник матеріалів II Міжнародної науково-практичної конференції (10-11 квітня 2014 р., м. Київ). – К.: Лазурит Поліграф, 2014. – С. 209-211.
130. Мацук З. А. Фінансова послуга як економічна категорія / З. А. Мацук // БизнесИнформ. – 2017. – № 3. – С. 267-273.

131. Мацук З.А. Аналітична оцінка інноваційної діяльності фінансових установ на ринку фінансових послуг / З.А. Мацук, Л.Т. Гораль // Фінанси України. – 2015. – № 6. – С. 72-82.

132. Мацук З. А. Аналітична оцінка фінансування підприємств малого бізнесу в Західному регіоні України: переваги корпоративного інвестування / З. А. Мацук // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – № 19. – С. 19-23.

133. Мацук З. А. Вплив банківських інвестиційних послуг на економічний розвиток України / З. А. Мацук // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. – ПНУ. – 2015. – Випуск 11. Том 1. – С. 112-119.

134. Мацук З. А. Вплив інституційних трансформацій на розвиток фондового ринку / З. А. Мацук // Теорія і практика стратегічного управління розвитком галузевих і регіональних суспільних систем (Івано-Франківськ, 20-22 травня 2015 р.): Матеріали V Міжнародної науково-практичної конференції. – Івано-Франківськ: Територія друку, 2015. – С. 185-187.

135. Мацук З. А. Державне регулювання ринку фінансових послуг: регіональні аспекти / З. А. Мацук // Актуальні проблеми економіки. – 2014. – № 9(159). – С. 410-416.

136. Мацук З. А. Європейський вибір – можливість для покращення фінансової грамотності населення щодо фондового ринку / З. А. Мацук // Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання фінансової системи: зб. матер. Всеукраїнської наук.-практ. конференції, 24 квітня 2015 р. / Аргар Медіа Груп – Київ, 2015. – С. 214-216

137. Мацук З. А. Закони діалектики в дослідженні розвитку фінансових послуг на ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Фінанси, облік і аудит: зб. наук. пр. / [відп. ред. В. М. Федосов]. – КНЕУ. – 2017. – Випуск 1 (29). – С. 163-174.

138. Мацук З. А. Засади класифікації фінансових послуг / З. А. Мацук // Збірник наукових праць Національного університету Державної податкової служби України: електронне наукове видання [Електронний ресурс] / Університет Державної фіскальної служби України; гол. ред. Л. Л. Тарангул. – 2016. – № 2. – Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua/e-journals/Znpnudps/index.html>. – С. 172-192.

139. Мацук З. А. Інноваційна взаємодія фінансових посередників та суб'єктів господарювання на ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Теоретична та практична концептуалізація розвитку фінансово-кредитних механізмів в умовах нової соціально-економічної реальності: збірник матеріалів Міжнародної науково-практичної конференції, 25 березня 2016 р. / Національний університет ДПС України, Навчально-науковий інститут фінансів, банківської справи. – Ірпінь: Видавництво Національного університету ДПС України, 2016. – С. 267-269.

140. Мацук З. А. Інноваційна складова розвитку ринку банківських послуг / З. А. Мацук // Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: зб. матер. X Міжн. наук.-практ. конференції, 30-31 жовтня 2014 р. / Київський національний університет імені Тараса Шевченка – Київ, 2014. – С. 123-125.

141. Мацук З. А. Інсайдерська інформація на фондовому ринку: спекулятивний ефект / З. А. Мацук // Економічний часопис. – 2015. – №7-8(1). – С. 90-93.

142. Мацук З. А. Інститути та їх роль в організації торгівлі фінансовими активами / З. А. Мацук // Теорія та практика стратегічного управління розвитком галузевих і регіональних суспільних систем (Івано-Франківськ, 11-12 жовтня 2017 року): Матеріали VI Міжнародної науково-практичної конференції, м. Івано-Франківськ, 2017. – 423 с. – С. 241-244.

143. Мацук З. А. Інституційне поле ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Фінансова децентралізація та сталий розвиток: зб. матер. II Міжнародного науково-практичного семінару студентів і молодих учених. Київ, 23-24 березня 2017 р. – К.: Аграр Медіа, 2017. – С. 141-142.

144. Мацук З. А. Інституціоналізм в теорії ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: зб. матер. XII Міжн. наук.-практ. конференції, 27-28 жовтня 2016 р. / Київський національний університет імені Тараса Шевченка – Київ, 2016. – С. 169-171.

145. Мацук З. А. Інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів: організаційний аспект / З. А. Мацук // Економічний розвиток і спадщина Семена Кузнеця: зб. матер. Міжнародної наукової конференції. ХНУ, 1-2 червня 2017 р. – С. 305-308.

146. Мацук З. А. Необхідність інституційних трансформацій фінансового забезпечення інноваційної взаємодії суб'єктів господарювання нафтогазового та фінансового секторів економіки / З. А. Мацук // Економіка та управління в нафтогазовому комплексі України: актуальні проблеми, реалії та перспективи (Івано-Франківськ, 21-23 вересня 2016 року): Матеріали науково-практичної конференції, Івано-Франківськ, 2016. – С. 119-120.

147. Мацук З. А. Оптимізація інвестиційного портфеля за допомогою моделі GO-GARCH: на матеріалах Української фондової біржі / З. А. Мацук, F. Deary, В. Лакшина // Економічний часопис. – 2016. – №7-8(1). – С. 116-120.

148. Мацук З. А. Оцінка фінансової грамотності населення Західного регіону / З. А. Мацук // Вісник ЛДФА. – Л. – 2014. – № 26. – С. 251-258.

149. Мацук З. А. Реалізація концепції фінансового омбудсмена на фондовому ринку України / З. А. Мацук // Світові тенденції та перспек-

тиви розвитку фінансової системи України: зб. матер. XII Міжн. наук.-практ. конференції, 29-30 жовтня 2015 р. / Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – Київ, 2015. – С.154-157.

150. Мацук З. А. Розбудова інституційної інфраструктури фондового ринку / З. А. Мацук // Сучасні проблеми і перспективи економічної динаміки: зб. матер. II Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих учених та студентів, 26 березня 2015 р. / Уманський державний педагогічний університет імені Павла Тичини. – Умань, 2015. – С. 132-133.

151. Мацук З. А. Теоретичні аспекти дослідження послуги як економічної категорії / З. А. Мацук // Наукові записки Національного університету «Острозька академія», серія «Економіка». – Випуск 2(30). – Острого: Вид-во Національного університету «Острозька академія», 2016. – С. 4-8.

152. Мацук З. А. Економічна природа та сутність торгівлі фінансовими активами / З. А. Мацук // Науково-практичний збірник «Финансовые услуги». – 2017. – №5. – С. 3-6.

153. Мацук З. А. Види фінансових послуг з огляду на методологію дослідження сутності ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Наукововиробничий журнал «Облік і фінанси». – 2017. – №4(78).

154. Мацук З. А. Торгівля фінансовими активами як основа дослідження фінансової послуги на ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Вісник Дніпропетровського університету. Серія «Економіка». – Дніпропетровськ: ДНУ, 2016. – Випуск 10(2). – С. 53-58.

155. Мацук З. А. Фінансово-кредитне забезпечення реального сектору економіки / З. А. Мацук // Ринок цінних паперів України. – К.: УІРФР, 2016. – №3-4.

156. Мацук З. А. Фондовий ринок України на сучасному етапі: аналіз стану та перспективи розвитку / З. А. Мацук // Вісник соціально-економічних досліджень/ Одеський державний економічний університет. – 2015. – №4 (59). – С. 101-107.

157. Мацук З. А. Формування мегарегулятора українського ринку фінансових послуг / З. А. Мацук // Ринок цінних паперів України. – К.: УІРФР, 2014. – №3-4. – С. 15-21.

158. Мацук З. А. Довіра серед неформальних норм ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Сучасні проблеми економіки та фінансів: збірник матеріалів Міжнародного науково-практичного семінару. Київ, 07 листопада 2017 р. – К.: Аграр Медіа, 2017. – С. 313-314.

159. Мацук З. А. Інституційне забезпечення фінансових послуг на ринку цінних паперів / З. А. Мацук // Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу: зб. матер. III Міжнародної науково-

практичної конференції. Київ, 10 листопада 2017 р. [Електронний ресурс]. – Київ: КНЕУ. – С. 253-256.

160. Мильчакова Н. Российский фондовый рынок: институты, операции, регулирование / Н. Мильчакова. – М.: Институт экономики РАН, 1996. – 325 с.

161. Мильчакова Н. Эффективность фондового рынка: институциональный подход / Н. Мильчакова // Вопросы экономики. – 2004. – №5. – С. 97-110.

162. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 532 с.

163. Мисник Т. Г. Теоретичні аспекти фінансового посередництва в Україні [Електронний ресурс] / Т. Г. Мисник. – Режим доступу: <https://www.pdaa.edu.ua/sites/default/files/nppdaa/4.3/133.pdf>

164. Міщенко С. В. Проблеми вдосконалення системи саморегулювання на фінансовому ринку / С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – №9. – С. 43-53.

165. Модернизация экономики и выращивание институтов: в 2 кн. – Кн. 2: Институты: от заимствования к выращиванию. Опыт российских реформ и возможности культивирования институциональных изменений / Я. И. Кузьминов, В. В. Радаев, А. А. Яковлев, Е. Г. Ясин; отв. ред. Е.Г. Ясин; Гос. ун-т «Высшая школа экономики». – М.: Изд. Дом ГУ ВШЭ, 2005.

166. Мозговий О. М. Фондовий ринок: навч. посібник / О. М. Мозговий. – К.: КНЕУ, 2004. – 420 с.

167. Мочерний С. В. Основи економічних знань: підручник / С. В. Мочерний. – К.: Видавничий центр «Академія», 2002. – 312 с.

168. Муханова Е. Б. Теоретические основы и пути формирования рыночной инфраструктуры: монография / Е. Б. Муханова. – М.: ИЭРАН, 1994. – 162 с.

169. Назарчук М. Середньостроковий прогноз розвитку фондового ринку України // Економіка України. – 2008. – №2. – С. 47-62.

170. Найшуль В. А. Либерализм и экономические реформы / В. Найшуль // МЭ и МО. – 1992. – №8. – С. 24-26.

171. Народний рейтинг компаній з управління активами [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://finance.ua/ru/ratings/customer_services/-/amc

172. Ніколаєва А. М. Інституційні інвестори як фінансові посередники на фондовому ринку [Електронний ресурс] / А. М. Ніколаєва, Ю. В. Гаврук. – Режим доступу: www.nbuv.gov.ua/old_jrn/Soc_Gum/pprsu/2011_2/56.pdf

173. Новицький А. М. Правове регулювання інституціоналізації інформаційного суспільства в Україні: монографія / А. М. Новицький. – Ірпінь: НУ ДПС України, 2011. – 444 с.

174. Норт Д. Институты и экономический рост: историческое введение // THESIS. – 1993. – Т 1. – Вып. 2. – С. 69-91.

175. Норт Д. Институты, идеология и эффективность экономики // От плана к рынку. Будущее посткоммунистических республик / Под ред. Л. И. Пияшевой, Дж. А. Дорна. – М.: Gatallaxy, 1993. – С. 307-319.

176. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д. Норт; пер. с англ. А. Н. Нестеренко; предисл. и науч. ред. Б. З. Мильнера. – М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. – 180 с.

177. Норт Д. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Пер. з англ. – К.: Основи, 2000. – 198 с.

178. Нуреев Р. М. Курс микроэкономики: учебник для вузов / Р. М. Нуреев. – М.: Норма, 2007. – 572 с.

179. Олейник А.Н. Институциональная экономика: учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 416 с.

180. Опарін В. М. Фінанси: загальна теорія / В. М. Опарін. – К.: КНЕУ, 2007. – 240 с.

181. Організація економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР): офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.oecd.org/>

182. Пасентко Т. В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т. В. Пасентко. – К.: «ДКС-центр», 2013. – 294 с.

183. Парена В. А. Сфера послуг в умовах переходу до ринкової економіки України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. ек. наук: спец. 08.01.01 «Економічна теорія» / В. А. Парена. – Дніпропетровськ, 2005. – 20 с.

184. Пашутін В. В. Межі правового регулювання: поняття та види / В. В. Пашутін // Проблеми правознавства та правоохоронної діяльності – 2012. – №2. – С. 3-8.

185. Перерва Г. Точність оцінок рейтингових агентств [Електронний ресурс] / Г. Перерва // Незалежний аудитор. – Режим доступу до ресурсу: http://n-auditor.com.ua/uk/component/na_archive/606?view=material.

186. Песоцкая Е. В. Маркетинг / Е. В. Песоцкая. – СПб.: Питер, 2000. – 160 с.

187. Пилипенко Г. М. Економічна ментальність українців та проблеми її діагностики у трансформаційній економіці / Г. М. Пилипенко, Н. І. Литвиненко // Науковий вісник НГУ. – 2009. – №10. – С. 94-98.

188. Пікус Р. Специфіка страхового попиту та пропозиції на сучасному етапі розвитку страхового ринку України // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Серія «Економіка». – 2006. – №81-82. – С. 38-41.

189. Податкова політика: теорія, методологія, інструментарій: навчальний посібник / за ред. д-ра екон. наук, проф. Ю. Б. Іванова, д-ра екон. наук, проф. І. А. Майбурова. – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2010. – 492 с.

190. Податковий кодекс України [Електронний ресурс]: Кодекс: від 02.12.10 р. № 2755-VI. – Режим доступу: http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2755_17

191. Полетаєв О. О. Економічна сутність фінансового посередництва / О. О. Полетаєв // [Наукові праці: Науково-методичний журнал]. – Миколаїв: Вид-во ЧДУ ім. П. Могили, 2010. (Економічні науки). Т. 126. – Вип. 113. – 2010. – С. 39-47.

192. Полетаєв О. О. Послуги фінансових посередників в умовах сталого розвитку / О. О. Полетаєв // [Наукові праці: Науково-методичний журнал]. – Миколаїв: Вид-во ЧДУ ім. П. Могили, 2008. (Економічні науки). Т. 89. – Вип. 76. – 2008. – С. 56-63.

193. Поплавська Ж. В. Сектор трансакцій в Україні: проблеми оцінки і розвитку / Ж. В. Поплавська // Научные труды ДОНТУ. Серия: экономическая, 2006. – Выпуск 103-1. – С. 89-94.

194. Портфельне інвестування: навчальний посібник / А. А. Пересяда [та інші]. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.

195. Про банки і банківську діяльність [Електронний ресурс]: Закон України від 07.12.2000 № 2121-III. – Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>

196. Про затвердження Положення про об'єднання професійних учасників фондового ринку: Рішення НКЦПФР від 27.12.2012 № 1925. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z0182-13>

197. Про захист прав споживачів [Електронний ресурс]: ЗУ від 12.05.91 р. №1023-XII. – Режим доступу: http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1023_12

198. Про інформаційні агентства: Закон України // Відомості Верховної Ради України. – 1995. – № 13. – С. 83.

199. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс]: Закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III. – Верховна Рада України. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2664-14>

200. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс]: Закон України від 23.02.06 р. №3480-IV. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

201. Пустовійт Р. Ф. Інституціональне середовище підприємництва в трансформаційній економіці / Національний банк України; Черкаський банківський інститут УАБС НБУ. – Черкаси: Брама-Україна, 2006. – 372 с.

202. Пятенко С. В. Экономический кризис и личные финансы / С. В. Пятенко, Т. Сапрыкина. – М.: КНОРУС, 2009. – 313 с.

203. Рабцун Н. В. Інституційний інвестор: сутність, поняття та класифікація / Н. В. Рабцун // Економіка, фінанси, право. – 2012. – №11. – С. 19-22.

204. Рассолов М. М. Проблемы теории государства и права: учеб. пособие / М. М. Рассолов. – М. : ЮНИТИ-ДАНА – Закон и право, 2007. – 431 с.

205. Рекуненко І. І. Особливості правового регулювання інфраструктури фінансового ринку України в сучасних умовах/ І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2009. – №2. – С. 13-17

206. Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія / І. І. Рекуненко. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. – 411 с.

207. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія / за ред. І. О. Лютого. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.

208. Розвиток фінансового ринку в Україні: проблеми та перспективи [Колективна монографія] / за ред. д.е.н. проф. В. О. Онищенко. – Полтава: ПолтНТУ, 2013. – 366 с. (авт. Розділ 2. Фінансовий потенціал інноваційно-інвестиційного розвитку України. п. 2.3. Мацук З. А. Місцеві запозичення в системі фінансового регулювання розвитку регіонів в Україні. – С. 114-124.

209. Розмаинский И. Дехристианизация и экономические институты современного капитализма / И. Розмаинский // Сборник докладов Международной научной конференции «Экономика и религия», 6–7 июня 2014 года. – Санкт-Петербург, 2014. – 119 с.

210. Рубанов П. М. Пріоритети розвитку фінансового посередництва в Україні / П. М. Рубанов, А. С. Сургучева // Економічні проблеми сталого розвитку : матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції, присвяченої 20-річчю наукової діяльності ф-ту економіки та менеджменту СумДУ, (м Суми, 3–5 квітня 2012). – М.: СумДУ 2012. – Т. 7. – С. 106–107.

211. Рудык Н. Б. Поведенческие финансы, или Между страхом и алчностью / Н. Б. Рудык. – М.: Дело, 2004. – 272 с.

212. Савчук Л. І. Світовий ринок товарів і послуг / Л. І. Савчук. – Тернопіль: Економічна думка, 2005. – 252 с.

213. Сидорова А. В. Экономико-статистические методы в управлении сферой услуг: моногр. / А. В. Сидорова – Донецк: ДонНУ, 2002. – 239 с.
214. Система світової торгівлі: ГАТТ/СОР в документах. – К.: УАЗТ, 2000. – 598 с.
215. Скоробогатов А. С. Изучение доиндустриального и индустриального обществ методами неоклассической теории / А. С. Скоробогатов // Журнал Journal of institutional studies: журнал інституціональних досліджень. – 2011. – Т. 3. – №4. – С. 71-92.
216. Словарь русского языка: в 4-х т. / АН СССР, Ин-т рус. яз.; [под ред. А. П. Евгеньевой]. – М.: Русский язык, 1985 – 1988. – Т.4. С.- Я. 1988 – 800 с.
217. Словарь русского языка / С. И. Ожегов; под ред. Н. Ю. Шведовой. – 23-е изд., исправл. – М.: Русский язык, 1999. – 917 с.
218. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов: в 2-х т. / А. Смит. – Л.: Госссоцэкгиз, 1935. – Т. 2. – 475 с.
219. Смолянська О. Ю. Фінансовий ринок: навч. посібник / О. Ю. Смолянська. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 384 с.
220. Соколовський Д. Б. Підхід до визначення базових понять інституційного дискурсу / Д. Б. Соколовський // Научные труды ДонНТУ. – 2007. – Вып. 31 – 1. – С. 87-93. – (Серия «Экономическая»).
221. Сорокина С. Предисловие. в кн. Веблен Т. Теория праздного класса / Т. Веблен. – М.: Прогресс, 1984. – 367 с.
222. Страхування: підручник / В. Д. Базилевич, О. Ф. Філонюк, К. С. Базилевич [та ін.]; за ред. В. Д. Базилевич. – Київ : Знання, 2008. – 1019 с.
223. Структурна гармонізація економіки України як чинник економічного зростання: монографія / за ред. д-ра екон. наук І.В.Крючкової. – К.: Експрес, 2007. – 520 с.
224. Сфера услуг: менеджмент : учебное пособие / кол. авторов под ред. Т. Д. Бурменко. – М.: КНОРУС, 2007. – 416 с.
225. Трансформація фінансового посередництва в сучасній економіці: монографія / кол. авт.; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. Н. В. Ткаченко. – К.: УБС НБУ, 2015. – 667 с.
226. Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма: фирмы, рынки, «отношенческая контрактация». Научное редактирование и вступительная статья к. э. н. В. С. Катъкало ; пер. с англ. – СПб.: Лениздат; SEV Press, 1996. – 702 с.
227. Управление качеством: учебник для вузов, обучающихся по специальностям экономики и управления / [под ред. С. Д. Ильенковой]. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2007. – 352 с.

228. Управління фінансовими ризиками господарської діяльності підприємств: монографія / М. І. Диба, А. Г. Загородній, Н. Ю. Подольчак – Львів: ЗУКЦ, 2014. – 174 с.
229. Услуги в системе мировой торговли: научно-аналитический обзор. – М.: ИНИОН, 1990. – 64 с.
230. Фаворо О. Внутренние и внешние рынки // Вопросы экономики. – 1997. – №10. – С. 90-103.
231. Федосов В. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. Федосов, В. Опарін, С. Львовчкін // Фінанси України. – 2008. – №12. – С. 3-22.
232. Федосов В. М. Современный капитализм и налоги [Вопросы методологии и теории] : Монография. – Киев: Вища школа, 1987. – 125 с.
233. Федосов В., Опарін В., Львовчкін С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: монографія / за наук. ред. В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2002. – 387 с.
234. Федосов В. М. Інституційна фінансова структура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В. М. Федосов та ін. // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 3-21.
235. Филиппенко А. С. Экономическая глобализация: истоки и результаты / А. С. Филиппенко. – М.: Экономика, 2010. – 511 с.
236. Финансы / под ред. В.М. Радионовой. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 432 с.
237. Філіппенко А. С. Глобальні форми економічного розвитку: історія і сучасність. – К.: Знання, 2007. – 670 с.
238. Фінансова грамотність в Україні: [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://drive.google.com/file/d/0BxncKOjammyLSDY1SDJfOUFXSlk/view>
239. Фінансова думка України: монографія / П. І. Юхименко, С. В. Львовчкін, В. М. Федосов, С. І. Юрій; за наук. ред. д-ра екон. наук, проф. В. М. Федосова. – Київ: Кондор; Тернопіль: Економічна думка, 2010. – У 3 т. – Т. 1. – 687 с.
240. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія / [В. Опарін, В. Федосов, С. Львовчкін та ін.]; за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2016. – 695 с.
241. Фінансові аспекти інноваційного розвитку нафтогазового комплексу України: монографія [Л. Т. Гораль, І. Г. Фадєєва та ін.]; за заг. ред. Л. Т. Гораль та І. Г. Фадєєвої. – Івано-Франківськ: ІФНТУНГ, ФОП Б. Кузів, 2016. – 326 с. (авт. п. 2.4. Мацук З. А. Венчурне фінансування інноваційного розвитку нафтогазових корпорацій. – С. 170-187.
242. Фінансові послуги України: Енциклопедичний довідник: у 6 т. / [І. О. Мітюков, В. Т. Александров, О. І. Ворона, С. М. Недбаєва]. – К.: Укрбланковидав, 2001. – Т. 1. – 758 с.

243. Фінансово-кредитні методи державного регулювання економіки: монографія / за ред. д-ра екон. наук А. І. Даниленка. – К.: Ін-т економіки НАНГУ, 2003. – 415 с.
244. Фондовий ринок: підручник: у 2 кн. – Кн. 1/ В. Д. Базилевич, В. М. Шелудько, В. В. Вірченко та ін.; за ред. В. Д. Базилевича; КНУ ім. Т. Шевченка. – К.: Знання, 2015. – 621 с.
245. Фролов Д. Парадокс транзакционных издержек / Д. Фролов // Экономист. – 2011. – №5. – С. 76-85.
246. Фролов Д. П. Как учат институционализму в России / Д. П. Фролов // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2007. – Т. 5. – №3. – С.155-164.
247. Ходжсон Дж. Какова сущность институциональной экономической теории? / Дж. Ходжсон. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.institutional.boom.ru/history_metod/Hodgson
248. Ходжсон Дж. Экономическая теория и институты: Манифест современной институциональной экономической теории / Дж. Ходжсон; [пер. с англ.]. – М.: Дело, 2003. – 464 с.
249. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг: теорія і практика: навч. посіб. / В. П. Ходаківська, В. В. Беляєв. – К.: ЦУЛ, 2002. – 616 с.
250. Цагадаев Б. Д. Принципы формирования институтов в современном обществе // Проблемы современной экономики. Евразийский международный научно-аналитический журнал, 2006. – № 1, 2. – С. 434-436.
251. Цивільний кодекс України [Електронний ресурс]: Кодекс: від 16.01.03 р. №435-IV. – Режим доступу: http://www.zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=435_15
252. Чухно А. А. Сучасні економічні теорії: підруч. / А. А. Чухно, П. І. Юхименко, П. М. Леоненко, за ред. А. А. Чухна. – К.: Знання, 2007. – С. 537.
253. Шарп У. Ф. Инвестиции: учебник [пер. с англ.] / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. Б. Бейли. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 1028 с.
254. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: навч. посіб. / В. М. Шелудько. – 2-ге вид., випр. і доп. – К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.
255. Школьник І. О. Фінансові посередники та їх роль у розвитку фінансового ринку [Електронний ресурс] / І. О. Школьник. – Режим доступу: http://lib.uabs.edu.ua/library/Zbirnik/779_2008.pdf
256. Эггертссон Т. Экономическое поведение и институты: монография / Т. Эггертссон; пер. с англ. – М.: Дело, 2001. – 408 с.
257. Энгельс Ф. Анти-Дюринг // К. Маркс, Ф. Энгельс. Соч. Т. 20.
258. Энгельс Ф. Диалектика природы // К. Маркс, Ф. Энгельс. Соч. Т.20

259. Эрнандо де Сото. Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на западе и терпит поражение во всем остальном мире / Эрнандо де Сото; [пер. с англ.]. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. – 272 с.

260. Юрій С. Новий світовий економічний порядок: історія, теорія, напрямки формування / С. Юрій, Є. Савельєв // Журнал європейської економіки. – 2009. – № 4. – С. 353-370.

261. Юрчук Г. В. Особливості еволюції ринку фінансових послуг та їх надання в умовах розвитку інформаційного суспільства / Г. В. Юрчук // Вісник Української академії банківської справи. – 2001. – № 2(11). – С. 57-64.

262. Яременко О. Л. Институциональные характеристики финансовой глобализации / О. Л. Яременко, Т. В. Розит // Научные труды ДОН-НТУ. – 2009. – Вып. 37-1. – С. 153-157. – (Серия «Экономическая»).

263. Aghion P. The regulation and distrust / P. Aghion, Y. Algan, P. Cahuc, A. Shleifer // Quarterly Journal of Economics. – 2010. – August. – P. 1015-1049.

264. Akerlof G. A. The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism / G. A. Akerlof // Quarterly Journal of Economics. – 1970. – V. 84 (3). – P. 488-500.

265. Amable B. Institutional Complementarity and Diversity of Social Systems of Innovation and Production / B. Amable // Review of International Political Economy. – 2000. – Vol. 7. – №4. – P. 645-687.

266. Arrow K. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care / K. Arrow // American Economic Review. – 1963. – № 53. – P. 941-973.

267. Chirovsky N. L. Old Ukraine. Its socio-economic history prior to 1781. – New Jersey, 1963.

268. Coase R. H. The Problem of Social Cost [Електронний ресурс] / R. H. Coase // Journal of Law and Economics. – 1960. – Vol. 3. – P. 1-44. – Режим доступу: <http://cas.umkc.edu/econ/economics/faculty/Forstater/420/420papers/Coase1960.pdf>

269. Colson C. Cours d'Economie Politique [Електронний ресурс] / C. Colson // Paris: Gauthier Villars & Alcan. – 1910. – Режим доступу до ресурсу: <http://gallica.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k910331>.

270. Comparative Economic Systems: Model and Cases / ed. by Morris Bornstein. – 6-th ed. – Homewood; Boston: 1989. – 499 p.

271. Davis E. P. Institutional Investors / E. Davis, B. Steil. – MIT Press, 2001. – 524 p.

272. Deller D. A survey on the use of the Internet for investor relations in the USA, the UK and Germany / D. Deller, M. Stubenrath, C. Weber // European Accounting Review. – 1999. – Vol. 8. – P. 351-364.

273. Diamond D. Disclosure, liquidity and the cost of capital / D. Diamond, R. Verrecchia // Journal of Finance. – 1991. – Vol. 46. – P. 1325-1360.

274. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU Text with EEA relevance [Электронный ресурс]: Access to European Union law. – Режим доступа: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>

275. Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry? / M. Chang, G. D'Anna, I. Watson, M. Wee // *Australian Journal of Management*. – 2008. – V. 33, Issue 2. – P. 375–390.

276. Easley D. Information and the cost of capital / D. Easley, M. O'Hara // *Journal of Finance*. – 2004. – Vol. 52. – P. 1553–1583.

277. Enforcing Contracts. [Электронный ресурс]. The world bank. – Режим доступа: <http://russian.doingbusiness.org/data/exploretopics/enforcing-contracts>

278. Friedrich A. von Hayek. *New Studies in Philosophy, Politics, Economics, and the History of Ideas*. Chicago: University of Chicago Press, 1978. – 314 p.

279. Fukuyama F. *Trust: the Social Virtues and the Creation of Prosperity* / Fukuyama F. – New York: Free Press, 1995. – 480 p.

280. Gabler *Wirtschaftslexikon* / Taschenbuchausgabe: Die ganze Welt der Wirtschaft: Betriebswirtschaft, Volkswirtschaft, Recht und Steuern Taschenbuch – September 2001.

281. Gershuny J. *After Industrial Society? The Emerging Self-Service Economy*. – London: MacMillan, 1978.

282. Gershuny J. *Social Innovation and Division of Labor*. – Oxford: Oxford University Press, 1983.

283. Glaese E. L, Do Institutions Cause Growth? / R. de LaPorta, F. L. Silanes, A. Shleifer // *Journal of Economic Growth*, 2004. – Vol. 9. – №3. – p. 271–303.

284. Gronroos C. *Service management and marketing*. – Cambridge, Mass: Marketing science Institute, 1990.

285. Hamilton W. *Institution* / W. Hamilton // *Encyclopedia of the Social Sciences*. – 1932. – Vol. 73. – №4. – P.560-595.

286. Hamilton W. H. *The Institutional Approach to Economic Theory* / Walton H. Hamilton // *American Economic Review*. – 1919. – Vol. 9. – №1. – P. 309-318.

287. Hill T. On goods and services // *Review of Income and Wealth*, 1977. – Vol. 23. – Issue 4. – P. 315-338.

288. *Institutions and the Path to the Modern Economy: Lessons from Medieval Trade* / Avner Greif. – Stanford University: Cambridge University Press, 2006. – 503 p.

289. Investment advisers act of 1940 [Електронний ресурс] // U.S. Securities and exchange commission. – 1940. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.sec.gov/about/laws/iaa40.pdf>

290. Investment company act of 1940 [Електронний ресурс] // U.S. Securities and exchange commission. – 1940. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.sec.gov/about/laws/ica40.pdf>.

291. Jean-Baptiste Say. Traité d'économie politique [Електронний ресурс] / Jean-Baptiste Say // par Horace Say. – Режим доступу до ресурсу: http://classiques.uqac.ca/classiques/say_jean_baptiste/traite_eco_pol/traite_e_co_pol.html.

292. Kahneman D. Would You Be Happier If You Were Richer? A Focusing Illusion / D. Kahneman, A. B. Krueger, D. Schkade, N. SchwarzArthur A. Stone // Science 30 Jun 2006. – Vol. 312. – Issue 5782. – P. 1908–1910. doi:10.1126/science.1129688 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://science.sciencemag.org/content/312/5782/1908.full>

293. Kasper W. Institutional economics: social order and public policy / W. Kasper, M. E. Steit. – Edward Elgar Publishing, 1998. – 517 p.

294. Liberalizing International Transactions in Services: A Handbook. – Geneva: UNCTAD, World Bank, 1994. – 182 p.

295. Matsuk Z. Speculative stock market services / Z. Matsuk // «The Sixth International Conference on Economic Sciences». Proceedings of the Conference (April 24, 2015). «East West» Association for Advanced Studies and Higher Education GmbH. Vienna. 2015. – P. 93-96.

296. Matsuk Z. Ukrainian Exchange Returns: the Day-of-the-Week Effect / Z. A. Matsuk, F. Deari // New Trends in Finance and Accounting: Proceedings of the 17th Annual Conference on Finance and Accounting. Pages 197–208. doi:10.1007/978-3-319-49559-0_18

297. Matsuk Z. A. Christian ethics and the problems of moral in modern financial assets trading / Z. A. Matsuk / 8th Annual financial market liquidity conference (16-17 th November, 2017) / Corvinus university of Budapest, Budapest, Hungary, 2017. – P. 48.

298. Matsuk Z. A. Modeling of relationship between the major macro-financial indicators and securities market liquidity / Z. A. Matsuk / 7th Annual financial market liquidity conference (17-18 th November, 2016) / Corvinus university of Budapest, Budapest, Hungary, 2016. – P. 52.

299. Merton R. C. Design of financial systems: towards a synthesis of function and structure / R. C. Merton, Z. Bodie // Journal of investment management. – 2005. – Vol. 3. – No. 1. – P. 1-23.

300. Mishkin Frederic S. The economics of money, banking and financial markets / Frederic S. Mishkin. – [6th ed.]. – 2001. – 715 p.

301. Moles P. The Handbook of International Financial Terms / P. Moles, N. Terry. – Oxford University Press, 1999.

302. Nelson R. R. Bringing institutions into evolutionary growth theory / R. R. Nelson // *Journal of Evolutionary Economics*. – 2002. – No. 12. – P. 17–28.
303. Nort D. Economic Performance Through Time / D. Nort. // *The American Economic Review*. – 1994. – № 3. – P. 359–368.
304. North D. C. Epilogue: economic performance through time. – In: Alston L. J., Ezzertsson T. and North D. C. (eds.). *Empirical Studies in Institutional Change*. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.
305. North D. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance* / North D. – New York: Cambridge University Press, 1990. – 179 p.
306. Noyelle T. The Rise of Advanced Services // *APA Journal*, July, 1983.
307. On markets in financial instruments amending [Електронний ресурс]. – Directive of the European Parliament and the Council of 21.04.04, №2004/39/EC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.mifidirective.com/mifid-directive.pdf>
308. On the coordination of laws, regulation and administrative provisions relating to undertaking for collective investment in transferable securities (UCITS) Council Directive of 20.12.85, №85/611/EEC [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.esma.europa.eu/system/files/Dir_85_611.PDF
309. Porat M. *The Information Economy*. – Stanford: Stanford University Press, 1976/
310. Smith B. M. *A history of the global stock market: from ancient Rome to Silicon Valley* / B. M. Smith. – University of Chicago Press edition, 2004. – 344 p.
311. Smith A. *An Enquiry into the Nature and the Causes of the Wealth of Nations* [Електронний ресурс] / A. Smith // Amsterdam: MetaLibri. – 2007. – Режим доступу до ресурсу: https://www.ibiblio.org/ml/libri/s/SmithA_WealthNations_p.pdf.
312. Stezler-O'Neill B. *Spitzen Strategien für Privatanleger*. Regensburg, 2000. – 286 p.
313. Stiglitz, J. Markets Can't Rule Themselves [Text] / J. Stiglitz // *Newsweek*. – 2008. – Available at: <http://www.newsweek.com/markets-cant-rule-themselves-82951>
314. Storch H. *Cours d'économie politique, ou Exposition des principes qui déterminent la prospérité des nations* [Електронний ресурс] / Storch H // Paris: Aillaud. – 1823. – Режим доступу до ресурсу: <http://gallica.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k96931305>.
315. *The Banking Act of 1933* [Електронний ресурс] // Internet Archive. – 1933. – Режим доступу до ресурсу: <https://archive.org/details/FullTextTheGlass-steagallActA.k.a.TheBankingActOf1933>.

316. The Global Competitiveness Report 2017–2018 [Електронний ресурс] // World Economic Forum. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: <http://www3.weforum.org/docs/GCR2017-2018/05FullReport/TheGlobalCompetitivenessReport2017-2018.pdf>.

317. The Hofstede Centre. National cultural dimensions. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://geert-hofstede.com/national-culture.html>

318. The United States Agency for International Development (USAID) / Ukraine [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.usaid.gov/where-we-work/europe-and-eurasia/ukraine>

319. Veblen T. The Place of Science in Modern Civilization and Other Essays / Veblen T. – N.Y.: Huesch, 1919. – 340 p.

320. Vishwanath T. Toward transparency: new approaches and their applications to financial markets / T. Vishwanath, D. Kauffman // The World Bank Research Observer. – 2001. – V. 16. – P. 41–57.

321. Wallis J. Measuring the Transaction Sector in American Economy, 1870-1970 / J. Wallis, D. North // Long-term factors in American Economic Growth. The Income and Wealth Series. – 1986. – Vol. 51. – P. 98.

322. Williamson O. Mechanisms of Governance / Williamson O. – New York: Oxford University Press. – 1996. – 429 p.

323. World Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.data.worldbank.org/country/ukraine>

324. World Investment Report 2017: Investment and the Digital Economy [Електронний ресурс] // United Nations Conference on Trade and Development. – 2017. – Режим доступу до ресурсу: <http://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=1782>.

Наукове видання

МАЦУК Зоряна Андріївна

**ФІНАНСОВІ ПОСЛУГИ НА РИНКУ
ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ:**

теорія та практика

Монографія

Видано в авторській редакції

Художник обкладинки *Т. Зябліцева*
Верстка *Т. Мальчевської*

Підп. до друку 00.00.2018. Формат 60×84/16. Папір офсет. № 1.
Гарнітура Тип Таймс. Друк офсетний. Ум.-друк. арк. 000.
Обл.-вид. арк. 000. Наклад 300 пр. Зам. 18-5432.

Державний вищий навчальний заклад
«Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»
03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру
суб'єктів видавничої справи (серія ДК, № 235 від 07.11.2000)

Тел./факс (044) 537-61-41; тел. (044) 537-61-44

E-mail: publish@kneu.kiev.ua