

О. І. Барановський

СУТНІСТЬ І ЧИННИКИ ФІНАНСОВОЇ БЕЗПЕКИ ФОНДОВОГО РИНКУ¹

У статті досліджено природу фондового ринку, визначено співвідношення понять "фондовий ринок" і "ринок цінних паперів". З'ясовано місце й роль фондового ринку в забезпеченні життєдіяльності держави, інтеграції національної економіки у світогосподарський простір. Підкреслено безпосередній зв'язок безпеки фондового ринку з безпекою грошового обігу, бюджетною, борговою, валютною, інвестиційною та інфляційною безпекою держави, а також із фінансовою безпекою численних юридичних і фізичних осіб. Зроблено акцент на необхідності наявності в системі функціонування фондового ринку механізму захисту від зовнішніх і внутрішніх загроз, негативного впливу деструктивних чинників на процеси емісії, запозичення й повернення коштів, отримання дивідендів і процентних доходів, який уможливить збереження та ефективно застосування фінансового, матеріального, інформаційного й кадрового потенціалів цього ринку. Зазначено, що у фаховій літературі переважають підходи до тлумачення економічної безпеки фондового ринку загалом, тоді як проблематиці фінансової безпеки фондового ринку зокрема, що є найважливішою складовою його економічної безпеки, не приділено належної уваги. Розглянуто підходи, котрі застосовуються до визначення сутності економічної безпеки фондового ринку як стану всіх його сегментів, інститутів і учасників; фондового ринку загалом у системі фінансових ринків; системи його регулювання. Обґрунтовано значущість забезпечення фінансової безпеки фондового ринку, розкрито особливості тлумачення, її сутність і різновиди. Наведено авторське визначення фінансової безпеки фондового ринку. Наголошено на необхідності виокремлення фінансової безпеки касового (на якому укладання угоди націлене на її негайне виконання) та строкового (похідних інструментів) ринків; ринку державних цінних паперів і ринку корпоративних цінних паперів; ринку національних, регіональних та іноземних емітентів, а також решти його сегментів: ринків акцій, облігацій, векселів, казначейських зобов'язань, ощадних сертифікатів тощо, біржового й позабіржового (первинного та вторинного) ринків; емітентів, андеррайтерів, власників, покупців, організаторів торгівлі, торговців, інститутів спільного інвестування, посередників (брокерів), консультантів, реєстраторів, депозитаріїв, зберігачів цінних паперів. З'ясовано чинники фінансової безпеки фондового ринку.

Ключові слова: фінансові ринки, фондовий ринок, економічна безпека фондового ринку, фінансова безпека фондового ринку, чинники фінансової безпеки фондового ринку, механізм захисту фондового ринку від зовнішніх і внутрішніх загроз.

Табл. 1. Літ. 12.

А. И. Барановский

СУЩНОСТЬ И ФАКТОРЫ ФИНАНСОВОЙ БЕЗОПАСНОСТИ ФОНДОВОГО РЫНКА

В статье исследована природа фондового рынка, определено соотношение понятий "фондовый рынок" и "рынок ценных бумаг". Выяснены место и роль фондового рынка в обеспечении жизнедеятельности государства, интеграции национальной экономики в мирохозяйственное пространство. Подчеркнута прямая связь безопасности фондового рынка с безопасностью денежного обращения, бюджетной, долговой, валютной, инвестиционной и инфляционной безопасностью государства, а также с финансовой безопасностью многочисленных юридических и физических лиц. Сделан акцент на необходимости наличия в системе функционирования фондового рынка механизма защиты от внешних и внутренних угроз, отрицательного влияния деструктивных факторов на процессы эмиссии, привлечения и возвра-

¹Цією статтею автор розпочинає цикл статей щодо фінансової безпеки фондового ринку.

щених грошових засобів, отримання дивідендів і процентних доходів, який дозволить зберегти і ефективно використовувати фінансовий, матеріальний, інформаційний і кадровий потенціали цього ринку. Зазначено, що в спеціальній літературі преобладають підходи до трактування економічної безпеки фондового ринку в цілому, тоді як проблематику фінансової безпеки фондового ринку в частині, являючої найважливішою складовою його економічної безпеки, не приділено належної уваги. Розглянуті підходи, які застосовуються до визначення сутності економічної безпеки фондового ринку як складової всіх його сегментів, інститутів і учасників; фондового ринку в цілому в системі фінансових ринків; системи його регулювання. Обґрунтована значущість забезпечення фінансової безпеки фондового ринку, розкриті особливості трактування, її сутність і різноманітність. Представлено авторське визначення фінансової безпеки фондового ринку. Підкреслено необхідність виділення фінансової безпеки фондового ринку (на якій здійснюється угода, спрямована на її негайне виконання) і срочного (похідних інструментів) ринків; ринку державних цінних паперів і ринку корпоративних цінних паперів; ринку національних, регіональних і іноземних емітентів, а також інших його сегментів: ринків акцій, облігацій, векселів, казначейських зобов'язань, зберігальних сертифікатів і т. д., біржового і небіржового (первичного і вторичного) ринків; емітентів, андеррайтерів, власників, покупців, організаторів торгівлі, торговців, інститутів спільного інвестування, посередників (брокерів), консультантів, реєстраторів, депозитаріїв, хранильниць цінних паперів. Визначені фактори фінансової безпеки фондового ринку.

Ключові слова: фінансові ринки, фондовий ринок, економічна безпека фондового ринку, фінансова безпека фондового ринку, фактори фінансової безпеки фондового ринку, механізм захисту фондового ринку від зовнішніх і внутрішніх загроз.

Oleksandr Baranovskyi

BACKGROUND AND FACTORS OF FINANCIAL SECURITY OF STOCKS MARKET

Nature of stock market is investigated; correlation between concept "stock market" and "securities market" is defined. Role of the stock market in state functioning, integration of national economy to world economy is reviewed. Direct correlation of stock market security with security of cashflow, budget, debt, currency, investment an inflation security of the state and financial security of legal entities and individuals is pointed out. Necessity of mechanism of protection from external and internal threats, impact of negative factors on emission process, borrowings, dividends and interest is highlighted. This will allow to secure and effectively use financial, material, informational and human potential of the market. It was identified that ways of defining of economic security of the stock market prevail in economic literature. At the same time problems of financial security of the market as a core part of its economic security are omitted. Existing ways of defining substance of the economic security of the stock market as a condition, including its segments, institutes and participants; stock market in system of financial markets; systems of its regulation are described. Importance of ensuring of financial security of stock market is justified, peculiarities of treatment of financial security of stock market are identified, its substance and types are defined. Author's definition of the financial security of stock market is presented. Necessity of the separation of the financial security of cash market (where agreement conclusion is aimed at its prompt realization) and futures market (derivatives market); state securities and corporate securities market; market of national, regional and foreign emitents and other its segments: shares, bonds, promissory notes, treasury stocks, saving shares, etc., exchange and off-exchange (primary and secondary) markets; emitents, undewriters, owners, buyers, organizers of trade, traders, institutes of joint investment, intermediaries (brokers), consultants, registrators, custodians, depositors securities. Factors which influence the level of financial security of the stock market are defined.

Keywords: financial markets, stock market, economic security of stock market, financial security of stock market, factors of financial security of stock market, mechanism of protection of stock market from external and internal threats.

JEL classification: G20, G28.

Розпочинаючи висвітлення дуже цікавої й водночас складної проблеми забезпечення фінансової безпеки фондового ринку¹, слід зауважити, що на сьогодні науковці не мають однозначного тлумачення сутності фондового ринку, ринку цінних паперів та співвідношення цих понять. Так, ряд дослідників, з огляду на класифікацію капіталу на основний і оборотний, поділяють фінансовий ринок на ринок цінних паперів (найважливішою частиною котрого є грошовий ринок) і ринок банківських позик. Інші вважають, що ринок цінних паперів є сегментом як грошового ринку, так і ринку капіталів, що також включають, зокрема, рух прямих банківських кредитів, перерозподіл грошових ресурсів через страхову галузь, внутрішньофірмові кредити. При цьому, на думку прибічників такого підходу, поняття фондового ринку та ринку цінних паперів є ідентичними.

Є й така думка: фінансовий ринок складається з трьох ринків: 1) особистих грошей, які перебувають у обігу, та короткострокових платіжних засобів із аналогічними функціями (векселів, чеків тощо); 2) позикового капіталу (коротко- й довгострокових банківських кредитів); 3) цінних паперів. При цьому визнається, що останній являє собою реально існуючий ринок капіталу (тобто грошей та інших матеріальних цінностей) [1, с. 7, 9], а також досить категорично стверджується, що ринок капіталів поділяється на ринок цінних паперів і ринок позикових капіталів, а ринок цінних паперів — на первинний і вторинний, фондовий ринок та ринок комерційних цінних паперів, біржовий і позабіржовий. Первинний ринок забезпечує компаніям залучення необхідних фінансових ресурсів шляхом продажу їхніх цінних паперів. На вторинному ринку компанії не одержують фінансових ресурсів безпосередньо, але його існування саме по собі стимулює діяльність первинного ринку.

Фондовий ринок являє собою ринок цінних паперів, здійснюваний фондovими біржами. На ньому обертаються цінні папери, що пройшли лістинг, тобто отримали доступ до офіційної торгівлі на біржі. Цінні папери залежно від характеру операцій і угод, на підставі яких вони випускаються, а також цілей їх випуску класифікуються на фондові, котрі обертаються на фондових біржах, та комерційні, що обслуговують процес товарообігу й певні майнові угоди. Тому ринок цінних паперів — це двосегментна система (структура), яка складається з ринку комерційних цінних паперів і фондового ринку. Отже, ототожнення понять “ринок цінних паперів” та “фондовий ринок” видається некоректним, вносить плутанину й у теорії, й на практиці.

¹ Термін “фондовий ринок” походить від французького слова “fonds” чи англійського “fund”, одне зі значень якого “грошовий капітал”. Раніше в англійській мові слово “stocks” вживалося саме в цьому значенні (див. тлумачний словник “Webster”). Очевидно, звідси походить і поняття “stocks exchange”, котре вперше з'явилося в Англії у 1773 р. (London Stock Exchange) та котре ми зазвичай перекладаємо як “фондова біржа”. Надалі термін “stocks” зазнав метаморфоз. Нині під ним мають на увазі у Великобританії боргові цінні папери, у США — акції. Американський термін “stock market” (“ринок акцій”) однозначно розуміється в будь-якій країні світу саме як ринок акцій.

У міру розвитку суспільства майнові права відокремлюються від своїх матеріальних носіїв, об'єктів власності, та починають існувати в іншій формі — цінних паперів. Наприклад, власність на землю може бути представлена іпотечними цінними паперами, на підприємство — акціями, на житло — житловими сертифікатами, на продукцію — коносаментом тощо. До речі, й самі цінні папери можна розглядати як ресурси, майнові права на котрі виражають похідні цінні папери. Тобто важливо співвідносити ринок цінних паперів не лише з фінансовим, грошовим ринками, ринком капіталів, а й із такими ринками: землі та природних ресурсів, виробленої продукції і послуг, праці, інвестицій та ін.

Виокремлення у структурі ринку цінних паперів ринку комерційних цінних паперів дасть змогу завдяки відповідності його інструментів встановити взаємозв'язки: 1) із ринком знову вироблених товарів і послуг за допомогою таких цінних паперів, як коносаменти, товарні ф'ючерси й опціони, комерційні векселі; 2) з ринком землі та природних ресурсів — за допомогою заставних, акцій і облігацій, забезпеченням котрих слугують земельні ресурси тощо. Роль ринку цінних паперів і його місце будуть помітнішими у складі основних, сегментованих у ринковій економіці ринків (товарів і послуг, робочої сили, фінансового), що утворюють єдиний механізм ринкової економіки: ринок цінних паперів робить ринок товарів та послуг рухомим і вільним. А трансформації на товарному ринку позначаються на попиті й пропозиції на робочу силу. Таким чином, зміни на ринках товарів і послуг та робочої сили впливають на ринок цінних паперів.

У свою чергу, виокремлення у складі ринку цінних паперів фондового ринку, цієї вищої форми інвестиційних ринків, посилить його роль у макроекономічних процесах: фондовий ринок виступає регулятором інвестиційної діяльності в ринковій економіці, визначає процеси накопичення капіталу, а з урахуванням стійкого співвідношення накопичення та споживання — також споживання. Результатом інвестицій є дохід, котрий поділяється на споживання й нові інвестиції. А зважаючи на те, що модель інвестицій є основою всіх наступних моделей циклу, ринок цінних паперів, який реєструє зміни їх курсів, фіксує через біржові індекси сукупну дохідність, слугує індикатором ділової активності. Така реакція характеризує роль ринку цінних паперів у відтворювальному процесі, в системі економічних відносин загалом.

Отже, сучасний ринок цінних паперів є найскладнішою системою економічних відносин, пов'язаних із випуском і обігом цінних паперів, діяльністю учасників ринку та її регулюванням; відносин, що створюють умови для функціонування суспільного капіталу шляхом випуску й обігу цінних паперів, розподілу доходів та ризиків від інвестицій. Ринок цінних паперів — складне утворення із сегментованою структурою, де кожен сегмент виступає підсистемою економічних відносин, визначається системою економічних категорій [2].

Водночас, на думку вітчизняних дослідників (котру поділяє також автор цієї статті), існує два підходи до визначення співвідношення понять “ринок цінних паперів” та “фондовий ринок”. Згідно з вузьким підходом, фондовий ринок — це ринок довготермінових класичних цінних паперів (акцій і облігацій). Відповідно до широкого підходу (який переважає в сучасних дослідженнях та на практиці), фондовий ринок — це інша назва ринку цінних паперів, оскільки межа між довго- й короткотерміновими цінними паперами поступово зникає, а в торгах на фондових біржах окрім акцій і облігацій беруть участь короткотермінові комерційні цінні папери, інструменти грошового ринку та похідні фінансові інструменти, або деривативи [3].

Посилення уваги до вивчення сучасного стану й проблем формування вітчизняного фондового ринку спричинене тим, що саме він за певних умов є дієвим засобом перерозподілу інвестиційних потоків, залучення в національну економіку додаткових внутрішніх фінансових ресурсів, іноземних інвестицій, а також інтеграції України у світогосподарський комплекс. Окрім того, фондовий ринок синхронно формує фінансові інвестиції спекулятивного, накопичувального чи проміжного й портфельного характеру.

В Україні ринок цінних паперів наразі складається з ринків акцій, державних (внутрішньої й зовнішньої позик) і муніципальних облігацій, облігацій підприємницьких структур, казначейських зобов'язань, ощадних сертифікатів, векселів, інвестиційних сертифікатів та похідних фінансових інструментів. Хоча наша держава на пострадянському просторі була піонером із розроблення й прийняття закону про цінні папери та фондову біржу (червень 1991 р.), ринок цінних паперів (як з об'єктивних, так і з суб'єктивних причин) досі не дістав належного розвитку, що відповідним чином позначилося на соціально-економічному поступі країни.

В умовах становлення національного фондового ринку великого значення набуває підтримання його фінансової безпеки. При цьому варто зауважити, що безпека фондового ринку безпосередньо пов'язана з безпекою грошового обігу, бюджетною, борговою, валютною, інвестиційною та інфляційною безпекою держави, а також із фінансовою безпекою численних юридичних і фізичних осіб. Фондовий ринок як реальний інструмент забезпечення інвестиційних потреб здатний себе реалізувати тільки в разі, якщо всі угоди й процеси, котрі здійснюються на ньому, будуть безпечними. Таким чином, система функціонування фондового ринку повинна мати механізм захисту від зовнішніх і внутрішніх загроз, негативного впливу деструктивних чинників на процеси емісії, запозичення й повернення коштів, отримання дивідендів і процентних доходів, котрий уможливить збереження та ефективне застосування фінансового, матеріального, інформаційного й кадрового потенціалів цього ринку. На жаль, Україна не має будь-якої логічно завершеної концепції захисту вітчизняного фондового ринку від внутрішніх і зовнішніх викликів та загроз.

Значущість підтримання безпеки фондового ринку полягає також у тому, що будь-які масштабні спекулятивні дії окремих учасників ринку, непродумані рішення регуляторних державних органів, несприятливі зміни складу та інфраструктури ринку можуть призвести до значного збільшення вартості запозичень кредитних ресурсів для держави й тим самим завдати збитків бюджету та національним економічним інтересам загалом. Ось чому треба приділяти особливу увагу виявленню всіх чинників, що дестабілізують регіональні й національний ринки цінних паперів, незалежно від їх джерел.

Невиконання фондовим ринком своїх функцій становить загрозу для економічної й соціальної безпеки держави.

Слід зазначити, що у фаховій літературі переважають підходи до визначення економічної безпеки фондового ринку загалом. При цьому проблематиці фінансової безпеки фондового ринку зокрема, як найважливішої складової його економічної безпеки, не приділяється належної уваги.

Серед підходів до визначення економічної безпеки фондового ринку, на наш погляд, можна виокремити: рівневий (що характеризує певний безпечний стан), секторальний, інституційний та інформаційний (інформативний). Так, економічна безпека фондового ринку розглядається як стан усіх його сегментів та інститутів, здатний забезпечити захист і розвиток фінансової системи, перелив капіталів між регіонами й секторами економіки, формування достатніх економічного потенціалу та фінансових коштів за ефективного протистояння внутрішнім і зовнішнім загрозам.

Економічна безпека фондового ринку визначається також як: особливий стан ринку цінних паперів, за котрого досягається функціонування всіх його механізмів, націлених на виявлення, мінімізацію та попередження наявних і можливих загроз; стан ринку й система його регулювання, що забезпечують умови для стабільного економічного зростання, повної зайнятості та збереження геополітичного і світосистемного статусу країни; такий стан ринку, за якого мінімізуються впливи зовнішніх і внутрішніх загроз, забезпечується гарантований захист інтересів його учасників.

В економічній літературі наголошується й на тісному взаємозв'язку економічної безпеки фондового ринку та його інформаційної ефективності (повноти й оперативності відображення значущої інформації в ринкових цінах фінансових активів). При цьому основними складовими його економічної безпеки визнаються рівень довіри, фінансові та системні ризики, стратегічна конкурентоспроможність.

На нашу думку, *фінансова безпека фондового ринку — це оптимальний обсяг його капіталізації (з огляду на представлені на ньому цінні папери, їх структуру, дохідність і рівень ліквідності), здатний забезпечити стійкий фінансовий стан емітентів, андеррайтерів, власників, покупців, організаторів торгівлі, торговців, інститутів спільного інвестування, посередників*

(брокерів), консультантів, реєстраторів, депозитаріїв, зберігачів, галузей господарського комплексу, регіонів та держави загалом.

Оцінюючи фінансову безпеку фондового ринку в цілому, слід вести мову про безпеку таких ринків: касового (на якому укладання угоди спрямоване на її негайне виконання) і строкового (похідних інструментів); державних цінних паперів і корпоративних цінних паперів; національних, регіональних та іноземних емітентів, а також решти його сегментів: ринків акцій, облігацій, векселів, казначейських зобов'язань, ощадних сертифікатів тощо, біржового й позабіржового (первинного і вторинного); безпеку всіх його учасників.

Значущість забезпечення фінансової безпеки первинного й вторинного ринків обумовлена таким. Головне призначення первинного ринку полягає в забезпеченні повного розкриття інформації для інвесторів, що дає змогу зробити обґрунтований вибір цінного папера для вкладання капіталу. Цьому завданню підпорядковані всі операції, що проводяться на первинному ринку, а саме: підготовка й опублікування проспекту емісії та підсумків підписки, контроль із боку державних органів повноти й достовірності наданих відомостей тощо. Головне призначення вторинного ринку полягає в забезпеченні ліквідності, тобто здатності поглинати чималі обсяги цінних паперів у стислий термін за незначних коливань курсів і низьких витрат на реалізацію.

На наш погляд, доцільно розглядати також *безпеку фондового забезпечення* (тобто забезпечення необхідними цінними паперами) окремих галузей господарського комплексу та певних регіонів країни.

Вкладаючи свої заощадження в певні види цінних паперів, покупці прагнуть досягти конкретних цілей. Трансформація заощаджень у цінні папери може бути реалізована з урахуванням забезпечення безпеки вкладень, їх дохідності й ліквідності. Під безпекою розуміється невразливість інвестицій до потрясінь на ринку інвестиційного капіталу та стабільність отримання доходів. При цьому результативність і безпека таких інвестицій зумовлюються як переліком та якістю емітованих цінних паперів, так і кількістю та складом учасників фондового ринку.

Безпека зазвичай досягається за рахунок зниження дохідності й погіршення динаміки зростання вкладень. Найбезпечнішими є вкладення в облігації державних позик, котрі забезпечуються економічною міццю і платоспроможністю держави. Казначейські білети та інші короткострокові боргові зобов'язання останньої також є привабливими з цього погляду саме завдяки близькості строку погашення. Казначейські векселі практично виключають ризик із боку покупця. Надійними вважаються й облігації великих, добре відомих корпорацій, а найризиковішими — вкладення в акції нових наукомістких компаній, що водночас можуть виявитися найвигіднішими за дохідністю та зростанням інвестицій. Якщо покупець прагне максимізувати дохід на вкладені кошти, йому, найімовірніше, доведеться пожертвувати безпекою або мати

справу з більш дохідними корпоративними цінними паперами з низьким інвестиційним рейтингом. Оптимальне поєднання безпеки й дохідності досягається шляхом ретельного підбору й періодичної ревізії цінних паперів [4, с. 77, 78].

Недоліком вітчизняного ринку державних боргових зобов'язань є його орієнтація переважно на короткострокові інструменти запозичення з високою дохідністю. Разом із тим, приміром, американські казначейські довгострокові облигації розраховані на 30 років, а їх дохідність становить 4,2 %.

З метою зниження ризиків дедалі більша увага приділяється похідним цінним паперам, котрі стають стратегічним інструментом хеджування інвестиційних портфелів. Водночас, як вважає всесвітньо відомий інвестор Уоррен Баффет [5, с. 32], деривативи є “фінансовою зброєю масового ураження” та “бомбою сповільненої дії”, а загроза від опціонів і ф'ючерсів — “латентною, але потенційно смертельною”.

Утім, за всіма укладеними строковими угодами з похідними фінансовими інструментами, крім опціонів, у будь-який момент після укладення угоди виникає ринковий чи кредитний ризик, залежно від поточної ринкової ціни, але не обидва разом. Зате на момент укладання угоди в умовах невизначеності майбутніх ринкових параметрів мають місце обидва ризики.

Задля мінімізації ризиків виникнення системних загроз у майбутньому треба розробити дієві механізми регулювання як на законодавчому рівні, так і шляхом оперативного втручання. Це не означає, що регулювання має бути виключно державним — воно повинне бути доповнене регулюванням із боку торговельних майданчиків, а також внутрішніми процедурами та регламентами самих учасників фондового ринку [5, с. 24].

Слід розрізняти фінансову безпеку емітентів, андеррайтерів, власників, покупців, організаторів торгівлі, торговців, посередників (брокерів), консультантів, інвестиційних компаній і фондів, банків, реєстраторів, депозитаріїв, зберігачів та держави загалом. Це дуже важливо, оскільки постійно зростає кількість фінансових посередників, які працюють на фондовому ринку.

Глобальна криза, що розпочалася у 2008 р., засвідчила необхідність розроблення варіативних моделей модернізації безпеки національних фондових ринків, котрі враховуватимуть зміни на міжнародних ринках і регіональну специфіку, соціально-економічні наслідки віртуального руху фіктивних капіталів. Ці моделі мають бути модифіковані за рівнями організації безпеки національного фондового ринку (таблиця).

Одним із важливих елементів забезпечення фінансової безпеки фондового ринку є хеджування. Фінансова безпека цього ринку залежить від багатьох чинників, насамперед від ступеня його капіталізації. Якщо терміни “капіталізація акції”, “капіталізація компанії”, “капіталізація галузі” переважно сприймаються з розумінням, то “капіталізація економіки” для вітчизняних реалій поки що *terra incognita*.

Таблиця. Рівні організації безпеки національного фондового ринку

| Критерій | Мегарівень | Макрорівень | Мезорівень | Мікрорівень | Нанорівень |
|--------------------|---|--|--|--|---------------------------|
| Масштаб | Світове господарство | Національна економіка | Регіон | Муніципальне утворення | Місце проживання людини |
| Форми управління | Міжнародні економічні організації | Уряди окремих країн | Адміністрації чи уряди | Органи місцевого самоуправління | Самоорганізація |
| Критерії оцінки | Баланс міжнародного поділу праці | Ефективність розширеного відтворення | Ефективність регіонального відтворення та якості життя населення | Умови життєдіяльності місцевого співтовариства | Тривалість і рівень життя |
| Загрози безпеці | Відрив капіталізації цінних паперів від дійсної ринкової вартості активів емітентів | | | | |
| Негативні наслідки | Світова криза | Провали економіки, незбалансованість розширеного відтворення | Дисбаланс реального й фінансового секторів економіки | Банкрутство | |

Джерело: Бердникова Т. Б. Модернізація безпеки національного фондового ринку: проблеми и поиск решения / Т. Б. Бердникова // Проблемный анализ и государственное-управленческое проектирование. — 2010. — № 1. — Т. 3. — С. 30—46.

Капіталізація економіки — категорія багатогранна. Це й один із основних інструментів забезпечення стійкого соціально-економічного розвитку, впровадження його інноваційної моделі; й оцінка рівня розвитку національної економіки загалом, її окремих галузей і суб'єктів господарювання, їх конкурентоспроможності; й альтернатива класичній приватизації, коли уряд не розпродає державні підприємства, а утворює “корпорації зі змішаним капіталом”, у які приватний партнер вносить 50 % капіталовкладень. Разом із тим капіталізація економіки є індикатором як її ефективності (економічної й соціальної), так і довіри до неї. Вона свідчить про певний загальний рівень інститутів, зокрема захисту прав власності великих власників та зовнішніх кредиторів. Коли країна переходить на ринкові рейки, то й підприємства, галузі, навіть якщо вони не експортоорієнтовані, мають одержати оцінки з капіталізації, котрі в сукупності становитимуть капіталізацію національної економіки загалом.

На відміну від відношення всього національного багатства до ВВП, відношення ринкової капіталізації до ВВП більше в країнах із вищим рівнем економічного розвитку. Як зазначають експерти, подвоєння ВВП супроводжується майже дворазовим зростанням відношення капіталізації до нього. Тож виходить, що добре живуть не ті країни, які мають велике національне багатство на одну особу населення, а ті, котрим вдається залучити це багатство в ринковий обіг. При цьому діапазон обов'язкових передумов капіталізації досить великий — від правильного оформлення й документування права власності в єдиній національній базі даних до створення таких опорних економічних інститутів, як захист прав власності, кредиторів, конкуренції.

У разі визначення поняття “капіталізація економіки України” як сукупної ринкової вартості вітчизняних підприємств вималюється неприваблива

картина. Тим більше що під капіталізацією вітчизняних банківських установ і небанківських фінансових установ часто розуміють зовсім не їхню ринкову ціну, а накопичений сукупний капітал. Тобто терміни “капіталізація банківського сектору”, “капіталізація страхового ринку” тощо варто сприймати зі значним припущенням, з огляду на класичне визначення сутності капіталізації. Хоча окремі автори під капіталізацією мають на увазі сукупність запозичених коштів та/або власного капіталу, що забезпечує активи компанії.

З'ясування причин низької загальної капіталізації українського ринку та пошук можливостей їх усунення є одним із найважливіших завдань економічного розвитку України. Адже якщо, згідно з низкою досліджень, у розвинутих державах сукупний капітал у 3—7 разів перевищує ВВП, то в Україні це співвідношення діаметрально протилежне. За оцінками експертів, сукупний капітал має становити щонайменше 130 млрд дол. США, утім, насправді рівень капіталізації вітчизняної економіки, як сукупність капіталізації фондового ринку, банківського сектору та небанківських фінансових установ, набагато нижчий (у цій оцінці, з огляду на зазначене, є істотна похибка).

До причин такої ситуації в Україні, зокрема, належать:

- недосконалість чинної нормативно-правової бази та інститутів власності й регулювання;
- суперечливість податкової політики;
- хронічне невиконання протягом останніх років планів приватизації;
- мала “глибина” фондового ринку, незначна кількість підприємств — емітентів акцій;
- неготовність вітчизняного ринку залучати інвестиції шляхом публічного розміщення акцій, що не стимулює емітентів виводити цінні папери на організований фондовий ринок;
- відсутність масового перерозподілу активів у вітчизняній промисловості;
- несприятливий підприємницький та інвестиційний клімат, зокрема недосконале бізнес-середовище з його звичаями, звичками й повсякденною поведінкою;
- низький рівень стратегічного планування;
- відсутність історії успішної систематичної діяльності компаній із виплатою дивідендів, вдалого перепродажу компаній;
- укладання переважної більшості угод із акціями щодо злиттів та поглинань із акцентом на контрольних й блокувальних пакетах акцій;
- майже цілковита некапіталізованість землі й нерухомості, при тому, що, за експертними оцінками, сумарна ціна лише сільськогосподарських земель становить майже 70 млрд дол. США, а земель під забудівлю тільки в Києві — принаймні 13 млрд дол. (розрахунки сукупної ціни нерухомості в Україні на сьогодні відсутні);

— недостатня захищеність прав інвесторів (покупців акцій); утиск прав дрібних акціонерів (виведення активів із компанії у структури, близькі до топ-менеджерів, відсутність дивідендної політики).

Помітно гальмує зростання капіталізації й наявність у акціонерних товариствах мінімально можливої кількості акціонерів та відсутність вільного обігу цінних паперів на фондовому ринку (понад 80—85 % і більше акцій належать одному чи кільком власникам). Публічність корпорацій далека від західної: на торги на відкритому ринку зрідка виставляється кілька десятків відсотків акцій, та й зацікавленість найманого менеджменту в підвищенні капіталізації компанії зазвичай досить умовна. Мало хто з українських інвесторів виноситиме на порядок денний загальних зборів акціонерів питання про заміну керуючих лише у зв'язку зі зниженням капіталізації компанії. До того ж основні чинники, що стримують капіталізацію бізнесу, є різними. Так, якщо для крупного бізнесмена підвищенню капіталізації найбільше перешкоджає захист прав власності, то для середнього й дрібного — адміністративні бар'єри та недосконале регулювання.

Свій відбиток на статус-кво накладає також психологічний чинник: далеко не всі сучасні підприємці бачать своє майбутнє в Україні, а отже, формується їхній “особливий” погляд на сучасну організацію виробництва та підтримання власної ділової й особистої репутації. Крім того, є “банкіри”, котрі планують відразу забрати гроші вкладників і зникнути. Є й суперечність між бажанням контролювати левову частку акцій (при цьому нерідко не сплачуючи дивідендів) та ринковою вартістю тих кількох відсотків, якими торгують на біржі та за котрими визначається капіталізація. Можна додати ще й намагання певної категорії підприємців за допомогою процедури фіктивного банкрутства колись знаних виробничих об'єктів стати їхніми новими повноправними власниками.

Не можна відкидати й можливості укладання на організованому ринку кількох фіктивних угод із метою надання акціям певних емітентів статусу таких, що ними формально торгують. До того ж люди перед пенсією менш схильні до ризику та віддають перевагу вкладанню коштів у надійніші фінансові інструменти. Загалом сутність їхніх інвестицій зводиться до того, щоб забезпечити собі на старості безбідне й стабільне життя. Після виходу на пенсію вони воліють тримати кошти в інструментах із фіксованою дохідністю, що сприяє зміні інвестиційної стратегії, а саме переходу від акцій до депозитів, від депозитів до готівки.

На світову економіку й фінансовий ринок істотно впливають демографічні тенденції (зростання чисельності населення, зміна його структури, збільшення тривалості життя), позначаючись на інвестиційній поведінці людей, яка з віком стає дедалі менш ризикованою. Експерти “McKinsey”, провідної міжнародної компанії, що надає послуги у сфері управлінського консалтингу,

навели конкретні цифри, що ілюструють цю тенденцію: на кінець 2010 р. добробут населення у світі оцінювався в 198 трлн дол. США, 28 % із яких становили вкладення в цінні папери компаній. На думку експертів, до 2020 р. зазначений показник зросте до 371 трлн дол., а на акції припадатиме лише 22 % цих коштів.

Як наслідок, підприємства не зможуть покрити свою потребу в капіталі за рахунок фінансового ринку. На думку аналітиків “McKinsey”, у 18 досліджуваних ними країнах поступово утворюватиметься розрив між обсягом акцій, котрий компанії готові розмістити на фондовому ринку для фінансування зростання бізнесу, й тим їх обсягом, який запитуватимуть інвестори. Цей розрив вони оцінюють у 12,3 трлн дол. Причому найбільша розбіжність між показниками спостерігатиметься в Західній Європі, що пов’язано зі зміною структури населення. Чим вища частка в суспільстві 34—54-річних, тим краще для фондового ринку. На окреслену вікову категорію припадає так званий соціальний розквіт, коли люди починають багато отримувати та чимало витратити на необов’язкові послуги — поїздки, нерухомість, брендовий одяг тощо. Як вважають експерти компанії “Allianz”, це сприяє зростанню ВВП і підвищенню курсу акцій підприємств [6].

До чинників зростання й глобалізації фінансових ринків розвинутих країн належать, зокрема, програми приватизації, що реалізуються скрізь. Завдяки цьому набирають сили місцеві фондові ринки, зростає їх капіталізація, збільшуються обсяги міжнародної торгівлі акціями.

Треба враховувати, що в Україні доволі значний неорганізований ринок; у окремих компаній бухгалтерські активи (котрі відбивають історію вкладень коштів) істотні, а їх ринкова оцінка — низька внаслідок нерозвиненої кон’юнктури, недосконалого управління, помилкових інвестиційних рішень тощо; курс акцій деяких компаній занижується з огляду на непрозорість їхнього капіталу, відсутність нормального ринку цінних паперів.

І нарешті, недоліком вітчизняного розуміння поняття “капіталізація фондового ринку” є те, що в нього закладено не ринкову вартість цінних паперів, котрі котируються на фондовій біржі, а сумарну номінальну вартість зареєстрованих випусків акцій [7]. Тобто в основу визначення ринкової капіталізації фондової біржі в нашій державі закладено не вторинний ринок цінних паперів, а первинний, який не є предметом дослідження капіталізації в розвинутих країнах. А за кількістю зареєстрованих випусків акцій, на підставі котрої розраховується номінальна капіталізація в Україні, неможливо ефективно оцінити рівень розвитку фондового ринку.

На фінансовій безпеці фондового ринку позначаються також коливання цін акцій на ньому, а також їх масштаб і швидкість, що спричиняє виникнення пов’язаного з ними ризику. Оскільки такі зміни відбуваються постійно, інвестору доводиться аналізувати цей ризик, щоб з’ясувати, ціни яких саме акцій

пов'язані з найбільшим ризиком та які акції є тимчасово недооціненими чи переоціненими.

Ризик переливу капіталу зумовлений можливістю зміни цін одних титулів під тиском цін інших титулів ринку. Причому їх ціни можуть як зростати, так і падати, тож суб'єкт господарювання в цьому разі або виграє, або програє. Коли ціна одного титулу під тиском цін інших підвищується, відбувається перелив капіталу саме до цього титулу. Зазначені процеси відбуваються лише з титулами, що мають подібні характеристики з позиції споживача чи інвестора. Таким чином, ризик переливу капіталу в економіці — це ризик переливу капіталу між титулами ринку внаслідок зміни цін одних титулів під тиском цін інших титулів. Параметрами такого ризику є: по-перше, наявність подібних характеристик титулів із позиції споживача чи інвестора; по-друге, можливість проникнення одного суб'єкта господарювання на ринок, де діє інший суб'єкт господарювання; по-третє, можливість укладання контрактних угод між суб'єктами господарювання з метою зменшення негативного впливу зміни цін на власні фінансові результати [8, с. 317, 318].

На фінансову безпеку фондового ринку впливає також наявність/відсутність ризиків депозитарної діяльності. Основний ризик клієнта, що виникає при взаємодії з депозитарієм, можна визначити як імовірність повної або часткової втрати прав на цінні папери чи неможливість реалізації прав, закріплених цими цінними паперами. Вочевидь, чим вищі ризик і ціна послуг депозитарію, тим нижчою є його привабливість для клієнта. У свою чергу, фінансова безпека учасників фондового ринку залежить від наявності/відсутності страхування їхніх ризиків.

Безпечі фондового ринку не сприяють дисбаланс, нестабільність інвестиційної активності, спекуляції на фінансовому ринку [9, с. 210]. До певної міри його безпека для покупців визначається наявністю на ньому пайових інвестиційних фондів, які дають змогу невеликим приватним інвесторам потрапити на високодохідний ринок. Проте в Україні механізми залучення колективних інвестицій не розвинуті: ні страхові компанії, ні пенсійні фонди не відіграють на фондовому ринку належної ролі, а пайові й об'єднані фонди банківського управління перебувають у зародковому стані.

Для забезпечення безпеки ринку цінних паперів першочергової уваги регуляторних органів потребують пулові брокерські рахунки, електронне інвестування, кредити інвесторам із боку брокерських компаній під купівлю цінних паперів.

Великою проблемою у сфері забезпечення безпеки українського фондового ринку є те, що вітчизняні підприємства не мають дійсно ринкової вартості, їх ціну сильно занижено. Недооцінювання акцій ґрунтується на глобальному заниженні вартості капіталу підприємств на етапі приватизації, а також вартості акцій окремих підприємств і галузей у процесі розвитку фондового

ринку внаслідок його інформаційної непрозорості й неефективності, диспропорцій у розвитку економіки. Акції можуть бути недооцінені через їх відсутність на фондовому ринку, інформаційну замкненість і страх керівників багатьох підприємств перед інвестиційною інтервенцією. При цьому реальна загроза фінансовій безпеці держави полягає в тому, що в умовах глибокої бюджетної кризи уряд час від часу намагається позбутися конкурентоспроможних підприємств, що залишилися в державній власності, щоб поповнити скарбницю доходами від їх продажу. А механізм небаченого згодом зростання первинно недооцінених паперів мало чим відрізняється від принципу дії сумновідомих фінансових пірамід.

До недоліків розвитку вітчизняного фондового ринку можна віднести дуже малу частку коштів приватних інвесторів у сумарних активах інституційних інвесторів. У разі, коли акції не можна негайно реалізувати, інвестор не в змозі оперативного реагувати на зміни зовнішнього середовища, тому бере на себе великий ризик.

На оцінку вартості акцій істотно впливає система (модель) корпоративного контролю. Постійні порушення стосовно міноритарних акціонерів та закритість компаній відображаються на їхній ринковій вартості.

Захист прав інвесторів поки що залишається однією з основних неврегульованих проблем на фондовому ринку. Ефективна система захисту прав інвесторів є чи не найвагомішим чинником розвитку фондового ринку, його фінансової безпеки та важливою умовою створення сприятливого інвестиційного клімату, що може забезпечити лише належна система корпоративного управління, котра додає інвесторам упевненості в тому, що їхні інвестиції в акціонерне товариство розумно використовуються для його розвитку та збільшення вартості частки інвесторів у акціонерному капіталі.

На фінансову безпеку фондового ринку впливає ще низка чинників: збереженість активів власників цінних паперів, якої можна досягти завдяки страхуванню операційних ризиків інформаційних систем, ризиків збереження готівкових цінних паперів; ступінь захисту цінних паперів як таких; наявність достовірних і обґрунтованих фінансових даних, адже низький рівень інформованості, фінансової, в т. ч. інвестиційної, грамотності та розуміння сутності "продукту" вимагає додаткових, іноді зовсім не передбачуваних витрат.

Підтриманню надійності державних цінних паперів для інвесторів, а отже, й підвищенню рівня їхньої фінансової безпеки сприятимуть створення на основі новітніх комп'ютерних технологій державної боргової книги та забезпечення можливості прямого володіння цінними паперами для будь-яких груп інвесторів; скасування вимоги до інвесторів брати на себе ризики третіх осіб у зв'язку зі зберіганням і обслуговуванням державних цінних паперів; стимулювання розроблення механізмів, що забезпечують доступ максимально широкого кола інвесторів на ринок державних цінних паперів,

і передусім усіх форм колективних інвестицій; підтримка розвитку й використання розрахункових, депозитарних і клірингових систем.

Водночас професійні учасники фондового ринку мають великі інсайдерські можливості порівняно з рештою інвесторів, і це часом ставить під загрозу безпеку інвестицій. При цьому відсутні юридичні механізми кваліфікації фінансового шахрайства. Практично не регулюється інсайдерська торгівля, а інформація про угоди інсайдерів, що реєструється регуляторами, далеко не завжди підлягає публічному розкриттю (*made public*). Ті, хто володіє внутрішньою інформацією підприємства, використовують її у власних інтересах, завдаючи збитків інвесторам і тим, хто просто купує цінні папери на ринку.

З метою забезпечення безпеки єдиного європейського фінансового ринку 28 січня 2003 р. прийнята нова Директива 2003/6/ЄС “Про інсайдерську діяльність і ринкове маніпулювання (зловживання на ринку)” [10, с. 16—25], ключовими положеннями якої стали уніфікація національних законодавств, уточнення поняття інсайдерської діяльності, вимог щодо розкриття інформації та введення поняття ринкового маніпулювання [11, с. 61].

У Директиві наведено визначення терміна “інсайдерська інформація”, під котрою розуміється публічно не розкрита інформація, що має певну цінність і стосується одного чи кількох емітентів фінансових інструментів або одного чи кількох таких інструментів, яка в разі розкриття неодмінно істотно вплине на котирування цих фінансових інструментів або відповідних деривативів (п. 1 ст. 1).

Відповідно до Директиви, ринкове маніпулювання включає:

— угоди чи доручення на їх здійснення, що містять свідомо неправдиву інформацію про вартість фінансових інструментів або забезпечують штучне маніпулювання цінами на фінансові інструменти особою чи групою осіб, які є такими доти, доки ті особи, котрі беруть участь в угоді або дають доручення, не доведуть, що вони діяли на законних підставах згідно зі звичаями ділового обороту (*market practices*);

— угоди або доручення на їх здійснення, що містять фіктивні кошти чи обман;

— поширення особою свідомо неправдивої інформації, у т. ч. чуток і вигаданих новин, через ЗМІ, Інтернет, якщо особа знала або мала знати про те, що публікована нею інформація є свідомо неправдивою.

До речі, наявність/відсутність нормативно-правової бази для боротьби з маніпулюванням на фондовому ринку безпосередньо впливає на його фінансову безпеку.

Особливу роль у дотриманні фінансової безпеки фондового ринку відіграє наявність/відсутність аномалій на ньому. Незважаючи на велику кількість досліджень на цю тему, визначення аномалій наводиться рідко. Така

безпека визначається також активністю боротьби з відмиванням бручних грошей; діючим механізмом регулювання біржової торгівлі.

Забезпечення належної фінансової безпеки фондового ринку не можливе без підвищення капіталізації всіх структур фондового ринку, якості професійної діяльності на ньому, компетентності фахівців на ринку цінних паперів; посилення системи регулювання й нагляду за діяльністю професійних учасників цього ринку; створення системи збору та розкриття інформації про професійних учасників ринку цінних паперів; підвищення конкурентоспроможності українських професійних учасників ринку цінних паперів порівняно із зарубіжними фінансовими інститутами.

Крім того, фінансова безпека фондового ринку залежить від умов проведення торгів на організованому ринку, контрольно-ревізійної роботи. На безпеці учасників фондового ринку позначаються технічні збої в їхній діяльності.

На зростання світових фондових індексів різнопланово (↑ чи ↓) впливають такі чинники:

- ↓ *зниження індексу ділового оптимізму в промисловому секторі;*
- ↑ *більше за очікуване зростання індексу ділової активності в провідних країнах світу;*
- ↑ *вище за очікуване зростання обсягів роздрібною торгівлі;*
- ↓ *зменшення очікуваних обсягів роздрібною торгівлі;*
- ↑ *нижчий за очікуваний рівень безробіття;*
- ↑ *менше за очікуване скорочення кількості робочих місць у несільськогосподарському секторі;*
- ↑ *рішення центральних банків провідних країн світу щодо незмінності процентних ставок;*
- ↓ *більше за очікуване зниження обсягів промислових замовлень;*
- ↑ *зростання фактичного показника ВВП у провідних країнах світу;*
- ↓ *менше за очікуване зростання ВВП у провідних країнах світу;*
- ↓ *нарошення обсягів запасів на складах оптової торгівлі;*
- ↑ *підвищення індикатора настроїв споживачів;*
- ↑ *більше за очікуване зростання обсягів промислового виробництва в провідних країнах світу;*
- ↑ *вищий за очікуваний індекс настроїв у економічній сфері;*
- ↑ *більша за очікувану кількість виданих дозволів на будівництво в провідних країнах світу;*
- ↑ *вище за очікуване зростання індикатора умов ділового середовища від IFO;*
- ↑ *більше за очікуване зростання обсягів продажу на вторинному ринку житла в провідних країнах світу;*
- ↓ *зменшення обсягів продажу на первинному ринку житла в провідних країнах світу;*

- ↓ менше за очікуване зростання обсягів замовлень на товари довгострокового користування в провідних країнах світу;
- ↓ нижче за очікуване збільшення індикатора споживчої впевненості в провідних країнах світу;
- ↑ більше за очікуване зростання індексу цін на житло в провідних країнах світу;
- ↓ зниження міжнародними рейтинговими агентствами довгострокових кредитних рейтингів країн;
- ↑ повернення низкою банків провідних країн світу державної допомоги;
- ↑ повідомлення урядів провідних країн про наміри підтримувати найбільші компанії на ринку іпотечного кредитування незалежно від розміру їхніх збитків;
- ↓ оприлюднення прогнозів щодо списання активів банків провідних країн світу;
- ↓ націоналізація органами влади провідних країн світу банків із метою запобігання їх банкрутству внаслідок видачі великої кількості кредитів, які визнано безнадійними;
- ↑ подальше послаблення грошово-кредитної політики центробанками провідних країн світу;
- ↑ досягнення згоди між інвесторами та державними інвестиційними компаніями щодо відстрочення платежів за борговими зобов'язаннями останніх.

На безпеці фондового ринку позначається також якість різноманітних рейтингів. Утім, останні не є істиною в останній інстанції. Це лише вираз незалежної думки професійних аналітиків, що базується на отриманих ними даних. Неможливо точно передбачити, як поводитиметься певний позичальник у конкретній ситуації. Інколи компанії, навіть маючи фінансову можливість розрахуватися за зобов'язаннями, вирішують цього не робити. Саме тому кожний рівень рейтингів, навіть найвищий, припускає можливість певного дефолту. Водночас не виключені похибки, пов'язані з недосконалістю методології чи програмного забезпечення для розрахунку фінансових показників, як це сталося, наприклад, у агентстві “Standard & Poor’s”. Це не означає, що рейтингам не можна довіряти в принципі, а тільки зайвий раз підтверджує, що необхідно постійно вдосконалювати методологію для врахування мінливих економічних тенденцій та що не можна рішення про присвоєння рейтингу приймати без проникнення в “сутність речей”, базуючись виключно на розрахункових показниках [12].

Викладене дає підстави для висновку, що фінансова безпека фондового ринку, з огляду на значущість її забезпечення для дотримання національних економічних інтересів, а також її багатоаспектність, потребує постійної уваги державних інституцій, корпорацій реального й фінансового секторів

вітчизняної економіки, професійних учасників цього ринку до чинників безпечного рівня його функціонування та розвитку, викликів і загроз у цій сфері з метою мінімізації й запобігання їх руйнівному впливу.

Список використаних джерел

1. Рынок ценных бумаг и его финансовые институты : учеб. пособ. / под ред. В. С. Торкановского. — СПб. : АОЛ “Комплект”, 1994. — 421 с.
2. Гаврилов В. В. Рынок ценных бумаг: структура и место в системе рынка / В. В. Гаврилов [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://rudocs.exdat.com/docs/index-48342.html?page=15>.
3. Мошенський С. З. Теоретико-методологічні засади забезпечення інвестиційної безпеки України через механізм інституційного інвестування на ринках цінних паперів : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук : спец. 21.04.01 “Економічна безпека держави” / Мошенський Сергій Захарович ; Нац. ін-т проблем міжнар. безпеки. — К., 2009. — 35 с.
4. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : учебник / О. И. Дегтярева, Н. М. Коршунова, Е. Ф. Жукова. — М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. — 501 с.
5. Клименко И. Финоружие массового поражения / И. Клименко // Компаньон. — 2003. — № 11. — С. 24—32.
6. Фондовые биржи потеряют миллиарды долларов из-за изменения возрастной структуры населения // РБК-Украина. — 2012. — 4 янв.
7. Козоріз М. А. Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми / М. А. Козоріз, К. С. Калинець // Регіональна економіка. — 2008. — № 4. — С. 157—162.
8. Данилова Т. Н. Оценка риска перелива капитала на фондовом рынке с использованием арбитражных технологий / Т. Н. Данилова, Е. В. Кошелев // Вестник Нижегородского университета им. Н. И. Лобачевского. Серия : экономика и финансы. — 2004. — Вып. 2. — С. 317—322.
9. Паентко Т. В. Безпека фондового ринку в контексті зміцнення фінансової безпеки держави / Т. В. Паентко, М. В. Поплавська // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. — 2011. — № 2. — С. 210.
10. Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse) OJ L 096, 12.04.2003.
11. Opinion of the Economic and Social Committee on ‘Insider dealing and market manipulation (market abuse)’ on 17.01.2002. OJ C 80, 03.04.2002.
12. Рейтинги “большой тройки” выведут из моды // Maanimo. — 2013. — 13 февр.

References

1. Torkanovskij, V. S. (Ed.). (1994). *Ry`nok cenny`x bumag i ego finansovy`e instituty`* [Securities Market and Financial Institutions]. Sankt-Peterby`rg: AOL “Komplekt” [in Ukrainian].
2. Gavrilov, V. V. (n. d.) *Ry`nok cenny`x bumag: struktura i mesto v sisteme ry`nka* [Securities Market: Structure and Place in the Market System] Retrieved from <http://rudocs.exdat.com/docs/index-48342.html?page=15> [in Ukrainian].
3. Moshens`ky`j, S. Z. (2009). *Teorety`ko-metodolohichni zasady` zabezpechennya investy`cijnoyi bezpeky` Ukrainy`n`y`j cherez mexanizm insty`tucijnoho investuvannya na ry`nkax cinnu`x paperiv* [Theoretical and Methodological Principles of Ensuring Security of investment Ukraine through the mechanism of institutional investment in equity markets] (Unpublished doctoral thesis). Nacional`ny`j insty`tut problem mizhnarodnoyi bezpeky`, Kyiv [in Ukrainian].
4. Degtyareva, O. I., Korshunova, N. M., Zhukova, E. F. (2004). *Ry`nok cenny`x bumag i birzhevoe delo* [Securities Market and Stock Exchanges]. Moskva: YUNITI-DANA [in Ukrainian].
5. Klimenko, I. (2003). *Finoruzhie massovogo porazheniya* [Financial Weapons of Mass Destruction]. *Kompan`on* [Companion], 11, 24—32 [in Ukrainian].

6. Fondovy`e birzhi poteryayut milliardy` dollarov iz-za izmeneniya vozrastnoj struktury` naseleniya (2012, January 4). *RBC-Ukraina* [RBC-Ukraine]. Retrieved from <https://www.rbc.ua/rus/news/fondovye-birzhi-poteryayut-milliardy-dollarov-iz-za-izmeneniya-04012012094400> [in Ukrainian].

7. Kozoriz, M. A. (2008). Kapitalizaciya fondovy`x birzh Ukrainy` : osobly`vosti ta problemy` [The Capitalization of Stock Exchanges in Ukraine: Peculiarities and Problems]. *Rehional`na ekonomika* [Regional economy], 4, 157–162 [in Ukrainian].

8. Danilova, T. N. (2004). Ocenka riska pereliva kapitala na fondovom ry`nke s ispol`zovaniem arbitrazhny`x texnologij [Risk Assessment Flow of Capital in the Stock Market Using the Arbitrage Technology]. *Vestnik Nizhegorodskogo universiteta imeni N. I. Lobachevskogo* [Bulletin of the Nizhny Novgorod University named after NI Lobachevsky.], 2, 317–322 [in Ukrainian].

9. Payentko, T. V. (2011). Bezpeka fondovoho ry`nku v konteksti zmicnennya finansovoyi bezpeky` derzhavy` [Safety Stock Market in the Context of Strengthening the Financial Security of the State]. *Zbirny`k naukovy`x prac` Nacional`noho universy`tetu derzhavnoyi podatkovoyi sluzhby` Ukrainy`* [Proceedings of the National University of the State Tax Service of Ukraine], 2, 210 [in Ukrainian].

10. European Parliament and the Council. (2003, January 28). *Directive on insider dealing and market manipulation (market abuse)*. (2003/6/EC, OJ L 096). Retrieved from <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32003L0006>.

11. Economic and Social Committee (2002, January 17). *Opinion on 'Insider dealing and market manipulation (market abuse)'*. (OJ C 80). Retrieved from <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=celex:52012AE0819>.

12. Rejtingi "bol`shoj trojki" vy`vedut iz mody`. (2013, February 13). *Maanimo*. Retrieved from <http://maanimo.com/news/events/96341-rejtingi-bolshoy-troyki-vyvedut-iz-mody> [in Ukrainian].