



<https://doi.org/10.15407/eip2019.02.022>

УДК 336.761

JEL G12, G14, G15, G18, K22

Шишков С.Є., канд. екон. наук

директор ПрАТ «Фондова біржа "Перспектива"» (Дніпро)

e-mail: s.shishkov@fbp.com.ua

СТРУКТУРНО-ФУНКЦІОНАЛЬНІ ДЕФОРМАЦІЇ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ: МАКРО- І МІКРОВИМІРИ

Висвітлено фактори класифікації емітентів та їх цінних паперів (форми обігу та допуску до торгів, лістингу, публічності, виду пропозиції, ліквідності, об'єктивності ціноутворення) в контексті визначення причин обмеженості інструментарію на регульованому ринку України та ознак його непривабливості для емітентів та інвесторів. Визначено особливості формування та структури інвестиційних портфельів фінансових інститутів та інших інвесторів (порівняно з міжнародними чинниками) та складнощі оцінки й диверсифікації активів. Виявлено, що різке скорочення кола емітентів та фінансових посередників (через мінливе законодавство, підвищення регуляторних вимог та суперечливе правозастосування) призвело до скорочення ліквідності, зменшення конкуренції, зростання трансакційних витрат та не сприяло розвитку ринку, його інфраструктури, об'єктивності ціноутворення. Акцентовано увагу на умовності ринкових бенчмарків (біржових індексів акцій, сукупної капіталізації) в Україні через обмеженість фінансового інструментарію, відсутність публічних компаній, мізерну ліквідність, високу волатильність та штучність цінних орієнтирів. Визначено ознаки неліквідності регульованого фондового ринку України порівняно зі світовими торговельними майданчиками (насамперед щодо акцій), а також причини нерегулярності торгів, переважно адресний характер укладення угод, відсутність активного ринку та дійсних цін (зокрема через незадовільне регулювання біржового ціноутворення). Проте варто підкреслити значну роль державних облигацій, які відрізняються від інших цінних паперів в Україні підвищеною ліквідністю, значним попитом інвесторів, більшою прогнозованістю та адекватністю цін, що є достатньо очікуваним чинником для нерозвиненого фондового ринку. З'ясовано особливості та проблеми ціноутворення на нерозвиненому фондовому ринку, що значно ускладнюють завдання протидії зловживанням ринку, зокрема через тотальну неліквідність, відсутність чи суперечливість у імплементації міжнародної практики, суб'єктивність існуючих регуляторних критеріїв щодо виявлення маніпулювання.

Ключові слова: фондовий ринок, фондова біржа, обсяг торгів, цінні папери, ціноутворення, маніпулювання, зловживання ринком, публічна компанія, публічна пропозиція, лістинг, squeeze-out

Фондовий ринок, який у світі є ключовою та рушійною складовою економіки та фінансової системи, в Україні вкрай незадовільно виконує функції мобілізації, алокації та спрямування фінансових ресурсів для стимулювання економічного зростання та залучення інвестицій. Попри окремі позитивні



прикладі просування на шляху інтеграції до світових ринків капіталу (зокрема, нещодавнє забезпечення доступу іноземних інвесторів до державних облігацій України через міжнародний депозитарій Clearstream і допуску на український ринок держоблігацій США та акцій компанії Apple), фондовий ринок України характеризується значними деформаціями та диспропорціями, залишається нерозвиненим і непривабливим для внутрішніх та зовнішніх інвесторів.

За винятком досить активного випуску та обігу державних цінних паперів національний ринок капіталу, за оцінками його учасників, перебуває у депресивному стані та переживає період чергового "перезавантаження". І до цього невтішні кількісні показники та зовнішні оцінки, що характеризують розвиток, конкурентність, ліквідність та інвестиційну привабливість ринку, в останні роки погіршуються.

Суттєвими причинами є непослідовність законодавчих змін, фрагментарність та суперечливість у імплементації європейської правової основи, певна хаотичність регулювання та неврахування об'єктивних чинників функціонування незрілого національного ринку капіталу, зокрема складнощі ціноутворення. Через низку факторів (тотальну неліквідність, відсутність інтересу емітентів та інвесторів до залучення та розміщення капіталу, нерегулярність торгів) в Україні відсутні умови та можливості для формування справедливих цін на переважну кількість фінансових інструментів. Регуляторне підвищення вимог до ціноутворення та допуску до торгів поки що призводить лише до існування неактуальних цінових орієнтирів та дефіциту біржового інструментарію. В таких умовах протидія ринковим зловживанням стикається із очевидними складнощами, які навряд чи будуть швидко вирішені навіть після того, як замість існуючих (достатньо суб'єктивних) критеріїв виявлення маніпулювання до національного законодавства будуть імплементовані відповідні європейські вимоги, оскільки вони передбачають врахування та формалізацію регулятором ринкових практик та особливостей, притаманних конкретному ринку. На нерозвиненому та неліквідному ринку виокремлення маніпулятивних практик є нетривіальним завданням, що необхідно враховувати задля належного регулювання фондового ринку країни, створення стимулів для його розвитку та оновлення законодавства.

Проблемні питання розвитку національного фондового ринку відображені в дослідженнях багатьох вітчизняних вчених, зокрема, Ю. Коваленко, В. Корнеєва, О. Корнійчука, О. Мозгового, В. Оскольського, О. Сохацької, Н. Шелудько, І. Школьник. Дослідженнями функціонування фондових ринків та їх цінових механізмів займалися Дж. Акерлоф, Б. Бернанке, С. Вайн, К. Ерроу, Г. Марковіц, Р. Мертон, Дж. Стігліц, Ю. Фама, У. Шарп та інші; варто також відзначити дослідників питань маніпулювання цінами та інших зловживань ринку, зокрема таких, як Р. Аггарвал, Ф. Аллен, Д. Гейл, Д. Портер, К. Феліксон, Р. Хансен, А. Чакраборті, Р. Ярроу тощо. Проте основним об'єктом уваги зарубіжних дослідників залишаються найбільш розвинені ринки капіталу. Натомість недостатньо висвітленим залишаються питання диспропорцій розвитку, необ'єктивного ціноутворення та механізмів протидії маніпулюванню на незрілих та неліквідних фондових ринках.

З огляду на зазначене мета статті полягає у виявленні причин та систематизації структурно-функціональних деформацій фондового ринку в Україні та з'ясуванні наслідків дефіциту інструментарію, необ'єктивного ціноутворення та об'єктивних обмежень протидії зловживанням на несформованому ринку.

Емітенти та інструменти

В Україні на початок 2018 р. нараховувалося 10 тис. емітентів, які випустили понад 11 тис. випусків цінних паперів (ЦП) та деривативів, що наразі перебувають в обігу: 8 тис. випусків акцій публічних та приватних акціонерних товариств (АТ), у т.ч. акцій КІФ, 0,2 тис. випусків державних облігацій, 1,7 тис. випусків облігацій підприємств, 1,1 тис. випусків інвестиційних сертифікатів, 0,2 тис. серій строкових контрактів та опціонних сертифікатів.

Досить вагома цифра, особливо ж щодо акцій. За даними Світової федерації бірж [1], на початку 2018 р. у світі в біржовому обігу перебували акції 50 тис. емітентів¹, у т.ч. 5,8 тис. в Індії (BSE India Ltd, National SE of India Ltd), 5,2 тис. у США (Nasdaq, NYSE), 3,6 тис. в Японії (Japan Exchange Group Inc.), 3,5 тис. у Китаї (Shenzhen SE, Shanghai SE), 3,3 тис. у Канаді (TMX Group), 3,1 тис. в Іспанії (BME Spanish Exchanges), а в середньому – лише 0,6 тис. емітентів на один майданчик. Натомість в одній лише Україні в обігу перебуває 8 тис. випусків акцій – *більше ніж на біржовому ринку будь-якої країни світу*. Тож, хоча на перший погляд в Україні є чим торгувати, є у що інвестувати, насправді ж дуже мало з цих тисяч випусків акцій українських емітентів допущені до торгів, а ще менше їх торгується. З іншими видами цінних паперів ситуація аналогічна: *інструментарій на ринку є, але попит мізерний, адже більшість інструментів неліквідні та непривабливі*.

Варто взяти до уваги, що емітенти та їх цінні папери мають різний статус відповідно до таких чинників, як:

- місце обігу (на організаційно оформленому, регульованому біржовому ринку або на неорганізованому позабіржовому ринку);
- форма допуску до торгів на регульованому ринку (лістингові, які включені до біржового реєстру та відповідають вимогам того чи іншого рівня лістингу/ринку² або позалістингові, що відповідають лише мінімальним вимогам щодо допуску до торгів);
- ступінь публічності емітента (в контексті організаційно-правової форми – публічні або приватні компанії; в контексті наявності інформації

¹ Частина з них одночасно перебуває в обігу на кількох торговельних майданчиках. За вилученням дублювання статистика World Bank свідчить про 43 тис. емітентів акцій, але лідери ті ж самі: 5,6 тис. в Індії, 4,3 тис. в США, 3,6 тис. в Японії, 3,5 тис. у Китаї, 3,3 тис. у Канаді, 3,1 тис. в Іспанії.

² До останнього часу в Україні існували два рівні лістингу, проте рішенням НКЦПФР від 03.08.2018 № 546 такий розподіл лістингових цінних паперів було скасовано. Також є практика виділення специфічних вимог для окремих ринків (РЕПО, розміщення, аукціону). Біржі ЄС часто виокремлюють головний ринок (Main Market), де встановлено найвищі вимоги допуску до торгів, та інші майданчики (ринки), створені для залучення капіталу та обігу різних видів цінних паперів (акцій, облігацій, цінних паперів ІСІ); наприклад, на Варшавській фондовій біржі функціонують майданчики New Connect, Catalyst, Bond Spot.



про емітента та його цінні папери – максимальна транспарентність, доступність та деталізація інформації або обмеженість доступу та складу інформації);

- ступінь ліквідності цінних паперів (висока ліквідність торгів на біржі, віднесення акцій до т.зв. bluechips та включення до бази розрахунку фондового індексу або мінімальна чи відсутня ліквідність, епізодичність угод поза біржами);
- форма пропозиції цінних паперів (публічна, для всіх, хто бажає, або приватна, для обмеженого кола осіб) тощо.

Тож на одному полюсі перебувають публічні АТ, які здійснюють публічну пропозицію для залучення капіталу, детально розкривають інформацію, пройшли лістинг на головному ринку фондової біржі, характеризуються високою ліквідністю обігу та інвестиційною привабливістю цінних паперів, які включені до бази розрахунку фондових індексів та відносяться до bluechips). На іншому ж полюсі – приватні компанії, що пропонують свої цінні папери обмеженому колу осіб, розкривають мінімальний обсяг інформації та не ініціювали допуск цінних паперів на жодному торговельному майданчику. Між цими полюсами є широкий спектр проміжних статусів.

На жаль, в Україні левова частка емітентів у цьому спектрі значно ближча до непублічних, а визначити bluechips та публічні компанії можливо лише вкрай умовно.

Тисячі наявних ПАТ є публічними лише за назвою. Жодного IPO за 1991–2018 рр. в Україні не було і не планується (хоча випадків проведення IPO щодо українських активів на іноземних біржах вистачає), тож жоден емітент акцій не здійснював публічну пропозицію саме в Україні та не може повноцінно розглядатися як публічна компанія³.

На початок 2018 р. з 11 тис. випусків ЦП, що перебувають в обігу та обліковуються в депозитарній системі, до торгів на фондових біржах допущено лише 7,9% випусків, угоди за 2017 р. укладалися щодо 2,8%, пройшли лістинг (включені до біржового реєстру) 2,4% (табл. 1). Одна з причин – лістингові вимоги в Україні, які навіть після певної лібералізації наприкінці 2018 р. іноді жорсткіші за вимоги деяких бірж країн Європи та директив ЄС [2, 3] (табл. 2), хоча тривалий період лістингу для багатьох українських емітентів був примусовим⁴.

³ Перший випуск цінних паперів в Україні у формі публічної пропозиції відбувся лише у квітні 2019 р. і стосувався облігацій АТ "Таскомбанк". Натомість емітенти акцій, які б здійснили публічну пропозицію, дотепер відсутні (попри ухвалення змін до законодавства, що надали таку можливість, іще 16.11.2017). Не дивно, що у травні 2019 р. перелік публічних пропозицій, який має вести регулятор на власному веб-сайті (відповідно до рішення НКЦПФР від 21.06.2018 № 424), усе ще відсутній.

⁴ Перша редакція Закону України "Про акціонерні товариства" від 17.09.2008 № 514-VI вимагала від тисяч відкритих АТ не тільки змінити організаційно-правову форму на публічну, а документарну форму існування акцій – на бездокументарну, а й обов'язково пройти процедуру лістингу та залишатися у біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі. При цьому виконати лістингові вимоги значна частка акціонерних товариств була гарантовано неспроможною, а зміна типу на ПрАТ була пов'язана із суттєвими складнощами (зокрема, акціонерні това-

Таблиця 1
Цінні папери, які було залучено до біржового ринку у 2017 р.

Вид ЦП	Кількість випусків, шт.				% випусків в обігу		
	в обігу	допущено до торгів	біржовий реєстр	угоди за рік	допущено до торгів	біржовий реєстр	угоди за рік
Акції, в т.ч. акції КІФ	8 001	409	8	116	5,1	0,1	1,4
Облігації підприємств	1 686	119	12	75	7,1	0,7	4,4
Інвест. сертифікати	1 137	75	1	12	6,6	0,1	1,1
Державні облігації	243	243	242	77	100,0	99,6	31,7
Опціонні сертифікати	48	28	0	26	58,3	0,0	54,2
Усього	11 115	874	263	306	7,9	2,4	2,8

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [4], НДУ [5], фондових бірж; виключено дублювання ЦП, які допущені до торгів на кількох біржах.

Найгірша ситуація з пайовими ЦП (акціями та інвестиційними сертифікатами): лише 5–6% випусків залучено до торгів на фондових біржах, лише за 1% уклалися угоди протягом року, лише 0,1% є лістинговими. Облігації підприємств торгуються трохи частіше (щодо 4% випусків уклалися угоди та проходять лістинг (0,7% випусків)).

Натомість державні облігації в обов'язковому порядку допущені до торгів, майже не торгуються поза біржами, зазвичай мають лістинговий статус та на порядок цікавіші для інвесторів: щодо 32% випусків протягом року уклалися біржові угоди на вторинному ринку, також наявні регулярні результативні розміщення на первинному ринку.

ривства з кількістю акціонерів понад 100 взагалі не могли існувати в формі ПрАТ). Акції ПрАТ, навпаки, могли торгуватися на фондових біржах лише в режимі аукціону.

Законом № 2994-VI від 03.02.2011 вимоги для ПАТ було лібералізовано: стало достатнім включення акцій до біржового списку, а не біржового реєстру (хоча, із зростанням обмежень щодо допуску до біржових торгів, і ця вимога становила проблему для частки компанії). Разом із тим опосередковано на емітентів могли впливати інші учасники ринку, оскільки фінансові інститути (банки, ІСІ, НПФ) могли інвестувати винятково у лістингові цінні папери, а впровадження у 2012 р. особливого податку за операціями з відчуження цінних паперів (аналогу акцизного збору) передбачало пільгову ставку саме для лістингових цінних паперів.

Законом № 289-VIII від 07.04.2015 стало дещо простіше змінити тип АТ на приватне (відмінено обмеження щодо кількості акціонерів ПрАТ), але було відновлено вимогу для ПАТ щодо обов'язкового проходження процедури лістингу та перебування акцій у біржовому реєстрі, до того ж лістингові вимоги були значно підвищені. Остаточну норму про обов'язковий лістинг для ПАТ було лібералізовано лише Законом № 2210-VIII від 16.11.2017, хоча вимога про допуск до біржових торгів для ПАТ залишається чинною.

Варто згадати, що державою ще під час приватизації ініціювалося створення підприємств саме у формі відкритих АТ, багато учасників фінансового ринку можуть функціонувати винятково у формі АТ, тож від самого початку емітенти акцій стикалися із примусовими законодавчими обмеженнями. Натомість у ЄС кожен емітент самостійно, без втручання держави, приймає рішення щодо типу акціонерного товариства, форми пропозиції (публічна/приватна), доцільності допуску до біржових торгів та проходження процедури лістингу.

Таблиця 2

Вимоги	Україна		Міжнародні приклади для головного ринку (Main Market)	Висновки
	2016–2018	з кінця 2018 р.		
free-float	1 рівень лістингу $\geq 25\%$, в т.ч. у 2 інвесторів сумарно $\leq 12,5\%$; 2 рівень лістингу $\geq 10\%$ або 75 млн дол. США (2,5 млн евро)	$\geq 10\%$ або 75 млн дол. США (2,5 млн евро)	Ст. 43 Директиви 2001/34/ЄС: $\geq 25\%$ (або менше, якщо кількість акцій достатня, аби вважати, що ринок функціонуватиме належним чином). Болгарія: $\geq 25\%$ (або $\geq 2,5$ млн евро). Польща: $\geq 25\%$, 500 тис акцій (або менше, якщо буде забезпечено достатню ліквідність). Словенія: $\geq 25\%$ (або $\geq 10\%$ та 50 міноритаріїв). Греція: $\geq 25\%$ та 300 міноритаріїв (або $\geq 15\%$ та 300 міноритаріїв, якщо буде забезпечено достатню ліквідність).	Завищена протягом 2016–2018 рр. вимога для 1 рівня лістингу
час існування емітента	1 рівень лістингу ≥ 5 років; 2 рівень лістингу ≥ 3 роки	≥ 3 роки	Польща, Словенія, Австрія, Греція: ≥ 3 роки. Болгарія: ≥ 5 років	Завищена протягом 2016–2018 рр. вимога для 1 рівня лістингу
власний капітал емітента	1 рівень лістингу ≥ 1 млрд дол. США (33 млн евро); 2 рівень лістингу ≥ 300 млн дол. США (€10 млн)	≥ 300 млн дол. США (10 млн евро)	Ст. 43 Директиви 2001/34/ЄС: капіталізація/капітал ≥ 1 млн (або менше, якщо для акцій є належний ринок). Польща, Австрія: ≥ 1 млн евро. Греція: ≥ 3 млн евро. Словенія: ≥ 10 млн евро.	Завищена в 10 раз (в 2016–2018 рр. для 1 рівня лістингу – в 33 рази) або не обов'язкова вимога (частіше встановлюються вимоги до капіталізації)
чистий дохід емітента	1 рівень лістингу ≥ 1 млрд дол. США (33 млн евро); 2 рівень лістингу ≥ 300 млн дол. США (10 млн евро)	≥ 300 млн дол. США (10 млн евро)	Вимоги в Польщі, Словенії, Австрії, Греції відсутні	Не обов'язкова вимога (частіше є вимоги до прибутковості)
ринкова капіталізація	1 рівень лістингу ≥ 1 млрд дол. США (33 млн евро); 2 рівень лістингу ≥ 100 млн дол. США (3,3 млн евро)	≥ 100 млн дол. США (3,3 млн евро)	Ст. 43 Директиви 2001/34/ЄС: капіталізація/капітал ≥ 1 млн евро (або менше, якщо для акцій є належний ринок). Польща: ≥ 1 млн евро. В Словенії, Болгарії, Австрії, Греції відсутні.	Завищена в 3 рази або не обов'язкова вимога (частіше встановлюються вимоги до free-float)
Кількість акціонерів	1 рівень лістингу ≥ 500 ; 2 рівень лістингу ≥ 200	≥ 150	Польща: кількість має бути достатня для підтримки ліквідності. Австрія: ≥ 50 міноритаріїв. Греція: ≥ 300 міноритаріїв.	Завищена або не обов'язкова вимога

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР та фондових бірж.

Рис. 1 ілюструє ступінь інтересу учасників ринку до окремих видів цінних паперів. Потенційно найбільшу роль щодо доступності на ринку взагалі відіграють акції (72% випусків в обігу, 47% біржових списків), але попит на них значно нижчий (38% випусків, з якими реально уклалися угоди, та лише 2% обсягу біржових торгів). І навпаки: на державні облігації припадає лише 2% доступного ринку інструментарію та 28% біржових списків, але ж саме на ці інструменти публічного боргу держави припадає найбільша частка випусків, з якими уклалися угоди (25%), та лівова частка обсягу біржових торгів (92%). Помітно, що лістинговий статус все ж таки є значущим для інвесторів (принаймні інституційних), оскільки структура біржових торгів у розрізі інструментів досить близька до структури біржового реєстру.

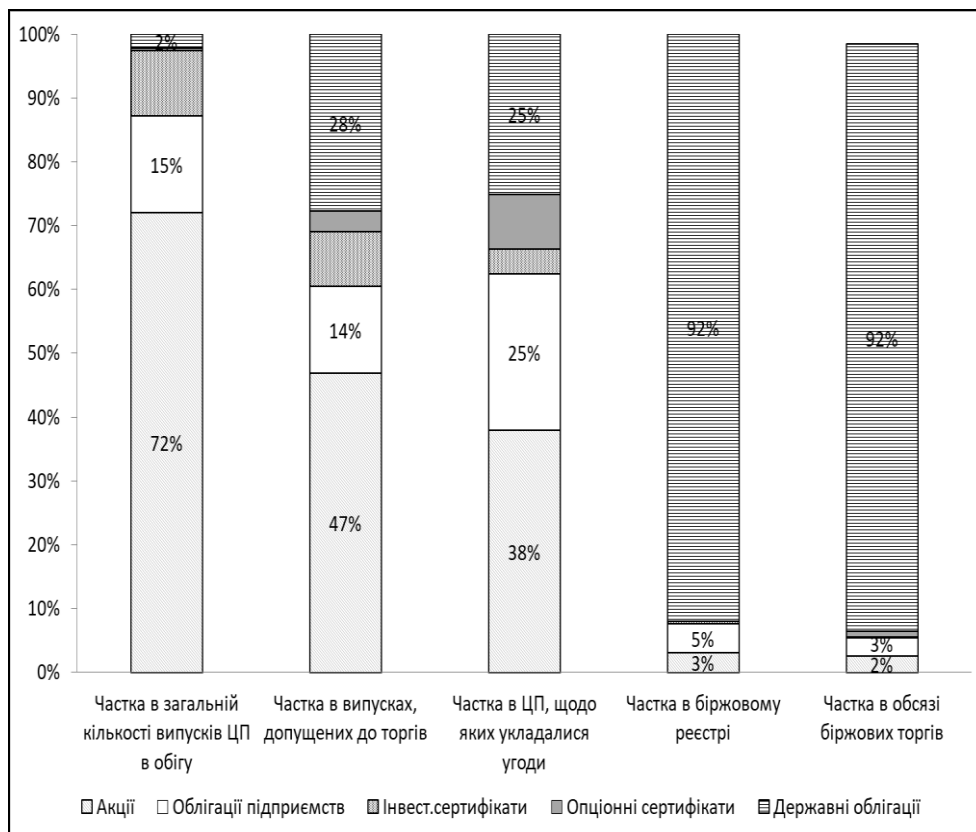


Рис. 1. Інструментарій фондового ринку в розрізі видів цінних паперів у 2017 р.

Джерело: розраховано автором за даними НКЦПФР [4], НДУ [5], фондових бірж.

Отже, незважаючи на існування *десятка тисяч українських емітентів, реальний інтерес інвестори проявляють до цінних паперів лише одного емітента (Мінфіна) – через надійність, прогнозованість, лістинговість, регулярні розміщення нових випусків, диверсифікацію (за строками, валютою), максимальний обсяг оперативної та загальнодоступної інформації та – найголовніше – максимальну ліквідність.*



Інвестори

Кількість рахунків власників цінних паперів, за даними депозитарних установ за 2017 р., становить 4,48 млн [4, с. 73]. Деякі власники мають кілька рахунків, але в будь-якому випадку йдеться про декілька мільйонів осіб, переважно фізичних. Утім не варто вважати цих власників такими ж активними інвесторами, які десятками мільйонів⁵ торгують на провідних фондових ринках світу та є драйверами їх зростання, в т.ч. завдяки поширенню технологій інтернет-трейдингу [6]. *Переважає кількість власників цінних паперів в Україні вважають "сплячими"*, бо вони отримали цінні папери (насамперед акції) під час приватизації й дотепер не можуть їх позбутися. В Україні декларується 10 тис. інтернет-трейдерів (фізичних осіб), але серед них лише 4% активних трейдерів (укладали угоди принаймні раз на місяць) [7, с. 2]. *Реальна кількість інвесторів – фізичних осіб* (включаючи інтернет-трейдерів), що є клієнтами членів фондових бірж та в чиїх інтересах хоча б раз на рік укладалися біржові угоди, становить *близько 3 тис.*⁶.

Також фізичні особи беруть участь в інвестуванні опосередковано: за даними УАІБ та Нацкомфінпослуг, на початку 2018 р. кількість фізосіб – учасників ІСІ становила 256 тис., а фізосіб, які уклали пенсійні контракти з НПФ, 51 тис. [8, 9].

Вартість цінних паперів у власності пересічних інвесторів – фізичних осіб (резидентів), українець незначуща: 40,7 млрд грн (за даними депозитарних установ на 01.01.2018, за номіналом, 2% сукупних вкладень), у т.ч. 4,5 млрд грн у державні облигації (за даними НБУ на 31.08.2018, за сумою основного боргу, 0,6% сукупних вкладень⁷) [4, 10]. Це значно менше за обсяги депозитів, фінансові потоки заробітчанин, не кажучи вже про напівміфічні десятки мільярдів доларів населення "під подушками"⁸.

Обсяг вкладень *нерезидентів* у ЦП на початок 2018 р. становив 161 млрд грн (за даними депозитарних установ, за номіналом, на 148 млрд грн менше за

⁵ За наслідками опитування Gallop (2016 рік), 52% американців віком від 18 років мали активи в цінних паперах; усього кількість приватних інвесторів за період 1999–2016 рр. коливається в межах 52–65 млн осіб. У Японії у 2016 р. кількість приватних інвесторів на фондовому ринку оцінювалася у 49 млн осіб (39% населення). Зазвичай частка населення країни, що інвестує в цінні папери (насамперед акції), корелює з рівнем життя (ВВП на душу населення), розвитком та розміром ринку. У Китаї цей показник становить 10%, в Індії – 2%, у РФ – 1%, в Україні – близько 0,01%.

⁶ За даними звіту НКЦПФР за 2016 р., кількість унікальних інвесторів – фізичних осіб на біржовому ринку акцій становила 2 тис., деривативів – 1,9 тис., інших ЦП – іще менше. З урахуванням дублювання (значна частка пересічних інвесторів оперує кількома інструментами одночасно), загальна кількість пересічних інвесторів на біржовому ринку не перевищує 3 тис. У звіті НКЦПФР за 2017 р. така інформація вже відсутня.

⁷ Станом на 01.06.2019 – уже понад удвічі більше (9,5 млрд грн, 1,2% сукупних вкладень в ОВДП), що свідчить про значний попит населення на інструменти держборгу. Див. [10].

⁸ Оцінки за номінальною вартістю є достатньо умовними, оскільки поточна вартість ЦП (особливо пайових) може бути вищою/нижчою за номінальну. Однак той факт, що вкладення населення становлять лише 2% депозитарних активів, достатньо показовий для оцінки ступеня його зацікавленості в інструментах фондового ринку. Вкладення населення в інструменти фондового ринку (40,7 млрд грн, 1,5 млрд дол. США) становлять лише 1,4% ВВП (3 трлн грн у 2017 р.), у 12,4 раза менше за обсяги депозитів фізичних осіб (0,5 трлн грн), у 7,3 раза менше за кошти, що надходять до України від заробітчанин (у 2018 р., за оцінками НБУ – 10,9 млрд дол. США).

попередній рік, 8% сукупних вкладень); частка угод в інтересах нерезидентів на ринку в 2017 р. становила менше за 12% (найнижче значення за принаймні 12 років публікації НКЦПФР такої статистики, у 2006 р. сягала 37%); наявний відплив капіталу нерезидентів з фондового ринку (рис. 2).

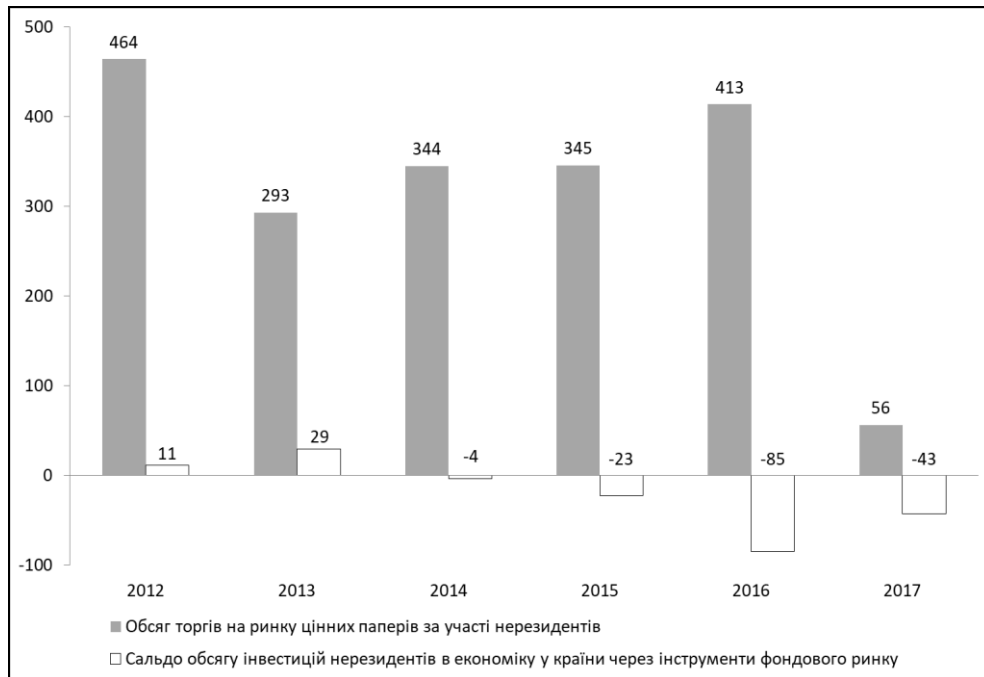


Рис. 2. Результати торгів на фондовому ринку за участю нерезидентів у 2012–2017 рр., млрд грн

Джерело: розраховано автором за даними НКЦПФР [4].

Дані звітів НКЦПФР свідчать про негативне сальдо обсягу інвестицій нерезидентів через інструменти фондового ринку впродовж уже чотирьох років (рис. 2, за 2014–2017 рр. відплив капіталу іноземних інвесторів з фондового ринку сягнув 155 млрд грн, або 6 млрд дол. США) та скорочення обсягу операцій за участі нерезидентів (за 2012–2017 рр. – з 58 до 2 млрд дол. США).

Не надто рятують ситуацію й *інституційні інвестори*, в т.ч. інститути спільного інвестування (ІСІ), недержавні пенсійні фонди (НПФ), страховики, а також банки. *По-перше, недостатньо ресурсів, оскільки накопичені фінансовими інститутами активи (окрім банків) навіть сукупно менші за ВВП України, на відміну від середньосвітових показників (рис. 3), а суверенні фонди добробуту відсутні⁹. По-друге, українські фінансові інститути вкладують у ЦП незначну частку активів.*

⁹ За даними Sovereign Wealth Fund Institute, сукупний обсяг активів під управлінням найбільших суверенних фондів добробуту в світі у серпні 2018 р. становив понад 8 трлн дол. США, тобто 10% світового ВВП. Ці державні інвестиційні фонди створюються насамперед країнами – експортерами нафти та газу. В деяких країнах (Норвегії, Саудівській Аравії, Сінгапурі, Кувейті, Гонконзі, Катарі, Лівії, Брунеї) обсяги суверенних фондів уже перевищують річний національний ВВП.

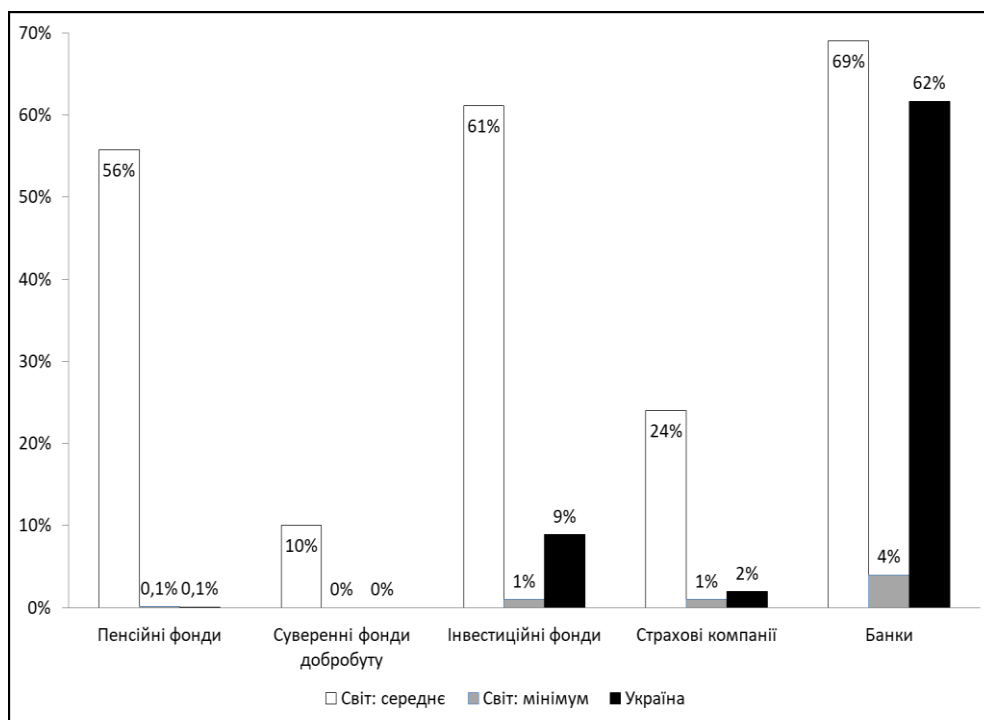


Рис. 3. Частка активів фінансових інститутів до ВВП в Україні та світі у 2017 р.

Джерело: розраховано автором за даними НКЦПФР [4], Нацкомфінпослуг [9], IMF [11], Investment Company Institute [12], Willis Towers Watson [13], Sovereign Wealth Fund Institute [14], НБУ [15].

Сукупні вкладення фінансових інститутів у цінні папери на початок 2018 р. становили 0,4 трлн грн, що еквівалентно 19,4% їх активів (табл. 3) та 14,1% ВВП України.

Серед фінансових інститутів України банки є найбільш значущими за розмірами активів (1,84 трлн грн, 85% сукупних активів фінансових інститутів, 62% ВВП¹⁰) та вкладень у ЦП (362 млрд грн, 86,1% сукупного портфеля фінансових інститутів). Більше того, банки – це єдині фінансові інститути, вкладення яких у ЦП за останні три роки зросли (табл. 3). Банки інвестують майже винятково в державні облігації (97,3% портфеля, 19,1% активів¹¹). Сукупні вкладення банків в акції з 2014 р. скоротилися з 7 до 1 млрд грн (з 1,9% до 0,3% портфеля). Для деяких банків неможливість продажу ЦП (передусім акцій) за цінами, зіставними з балансовими, стала однією з причин виведення з ринку, і ці ЦП дотепер (не надто успішно) намагається продати вже ФГВФО¹².

¹⁰ Зіставно із середньосвітовим показником – 69% (у т.ч. у Гонконзі – понад 250%, Афганістані – 4%).

¹¹ Зіставно із медіанним показником частки облігацій в активах банків євразони (17%, дані ЄЦБ, [16]).

¹² За інформацією ФГВФО [17], на балансі банків, що ліквідуються, обліковуються "сміттєві" ЦП вартістю 12,8 млрд грн (до 70% обсягу загального портфеля ЦП неплатоспроможних банків).

Таблиця 3

**Цінні папери у портфелях фінансових інститутів України
станом на 01.01.2018**

Показник	Активи та вартість ЦП у портфелі, млрд грн						Частка, %		
	Усього активів	Державні ЦП	Корпоративні та муніципальні облигації	Акції	Інші (векселі, деривативи)	Увесь портфель	ЦП в активах інвестора	інвестора в сукупних активах	інвестора в сукупному портфелі
2017 р.									
НПФ	2,46	1,00	0,20	0,01	0,00	1,22	49,6	0,1	0,3
ІСІ – усього	264,63	0,55	8,07	21,62	12,59	42,84	16,2	12,2	10,2
– невенчурні ІСІ	8,52	0,44	0,32	1,50	0,11	2,36	27,7	0,4	0,6
– венчурні ІСІ	256,12	0,11	7,76	20,12	12,49	40,48	15,8	11,8	9,6
Страховики	57,38	6,57	0,90	6,65	0,09	14,21	24,8	2,7	3,4
Банки	1 839,96	352,17	8,82	1,02	0,00	362,02	19,7	85,0	86,1
Усього	2 164,43	360,30	18,00	29,31	12,68	420,29	19,4	100,0	100,0
2014 р.									
НПФ	2,47	0,38	0,68	0,26	0,00	1,32	53,5	0,2	0,6
ІСІ – усього	207,97	0,33	8,38	34,53	16,21	59,46	28,6	13,0	25,3
– невенчурні ІСІ	10,49	0,24	0,41	4,80	0,35	5,81	55,3	0,7	2,5
– венчурні ІСІ	197,47	0,09	7,97	29,73	15,86	53,65	27,2	12,4	22,8
Страховики	70,26	3,39	0,81	18,01	0,47	22,68	32,3	4,4	9,6
Банки	1 316,85	104,57	40,00	7,24	0,00	151,81	11,5	82,4	64,5
Усього	1 597,55	108,67	49,87	60,04	16,68	235,27	14,7	100,0	100,0
Зміна за три роки									
НПФ	-0,01	0,63	-0,48	-0,25	0,00	-0,10	-3,9	0,0	-0,3
ІСІ – всього	56,67	0,22	-0,31	-12,91	-3,62	-16,62	-12,4	-0,8	-15,1
– невенчурні ІСІ	-1,98	0,20	-0,10	-3,30	-0,25	-3,45	-27,6	-0,3	-1,9
– венчурні ІСІ	58,64	0,02	-0,21	-9,60	-3,38	-13,17	-11,4	-0,5	-13,2
Страховики	-12,88	3,18	0,09	-11,36	-0,38	-8,46	-7,5	-1,7	-6,3
Банки	523,11	247,60	-31,18	-6,22	0,00	210,20	8,1	2,6	21,6
Усього	566,89	251,63	-31,87	-30,73	-4,00	185,02	47	-	-

Джерело: складено автором за даними НБУ [15], НКЦПФР [4], Нацкомфінпослуг [9, 18].

Другий за обсягом портфель ЦП сформували інститути спільного інвестування, передусім венчурні фонди (їх частка у сукупних активах ІСІ сягає 97%). Вартість активів ІСІ становить 265 млрд грн (16,2% сукупних активів фінансових інститутів, 8,9% ВВП), обсяг вкладень у ЦП – 42 млрд грн (10,2% сукупного портфеля фінансових інститутів), частка ЦП в активах – найнижча з фінансових інститутів (16,2%), що не відповідає світовій практиці¹³.

¹³ Згідно зі звітом Investment Company Institute [12], загальний обсяг чистих активів 114 тис. регульованих відкритих інвестиційних фондів у світі у 2017 р. становив 49,3 трлн дол. США (61% світового ВВП). Структура активів фондів у розрізі їх видів відповідно до спеціалізації в середньому у світі така: 44% – фонди акцій, 21% – фонди облигацій, 12% – фонди інструментів грошового ринку, 23% – змішані та інші, у т.ч. фонди нерухомості.



Вартість активів страхових компаній в Україні становить 57 млрд грн (2,7% сукупних активів фінансових інститутів, 2% ВВП¹⁴), обсяг вкладень у ЦП – 14 млрд грн (3,4% сукупного портфеля фінансових інститутів). Порівняно з 2014 р. кількість страхових компаній зменшилася на 27% (з 407 на початок 2014 р. до 294 на кінець 2017 р.), активи – на 12,9 млрд грн (-18%), інвестиційний портфель – на 8,5 млрд грн (-37%). Виведення компаній з ринку та скорочення страхових активів відбулися не стільки внаслідок кризових явищ у національній економіці у 2014–2015 рр. (у т.ч. втрати коштів на депозитах у банках, що були ліквідовані), скільки через незадовільну структуру активів, зокрема вкладень у ЦП.

Якість активів страховиків завжди викликала сумнів через високу частку "сміттєвих" інструментів. У 2014 р. обсяг вкладень страховиків у акції (18 млрд грн) поступався лише вкладенням венчурних ІСІ (29,7 млрд грн). Через підвищення нормативних вимог до структури активів страховиків та припинення обігу значної кількості випусків ЦП, емітенти яких відповідали ознакам фіктивності, вкладення страховиків у акції зменшилися на 11,4 млрд грн (майже втричі!), але структура страхових активів дійсно стала більш збалансованою (рис. 4).

НПФ відрізняються найбільшою часткою цінних паперів в активах серед фінансових інститутів України (49,6%), утім, активи НПФ є найменшими та становлять лише 2,46 млрд грн (0,08% ВВП, у світі – 56%¹⁵), хоча зазвичай саме ресурси пенсійних фондів слугують основним джерелом ліквідності на ринку капіталів. Для НПФ складно забезпечувати дотримання нормативних вимог щодо диверсифікації активів, які не відповідають ані українським реаліям, ані міжнародному досвіду¹⁶, в т.ч. через обмеженість якісного інструментарію на ринку.

¹⁴ За даними World Bank та OESD [19], найбільше співвідношення страхових активів до ВВП мають Люксембург (342%), Тайвань (132%), Франція (121%), Данія (115%), Ірландія (100%). Велика Британія (97%), Японія (90%), Нідерланди (70%). Найнижчі показники (менше, ніж в Україні з її 2%) у Албанії, Білорусі, Вірменії, Ефіопії, Монголії, Танзанії.

¹⁵ За даними Willis Towers Watson [13], найбільші показники співвідношення недержавних пенсійних активів до ВВП мають Нідерланди (194%), Австралія (138%), Швейцарія (133%), США (131%) та Велика Британія (121%). Найменші показники притаманні країнам, що розвиваються, зокрема Мексиці (16%), Бразилії (13%), РФ (6%), Індії (5%), Китаю (1%). Сукупні недержавні пенсійні активи 22 найбільших ринків світу в 2017 р. сягнули 41,36 трлн дол. США (67% ВВП цих 22 держав), а в світі загалом – 45 трлн дол. США (56% глобального ВВП).

¹⁶ Зокрема, згідно зі ст. 49 Закону "Про недержавне пенсійне забезпечення", НПФ не мають права інвестувати у державні ЦП більше 50% активів. Наразі частка ОВДП в активах НПФ у середньому становить 41%, а деякі НПФ уже впритул наблизилися до порушення вимог до структури активів: за даними УАІБ, в корпоративних НПФ частка ОВДП сягає 49%. Аби не порушувати нормативів, НПФ розміщують кошти в банках (частка грошових коштів в активах на 01.01.2018 – 45%). В умовах "банкопаду" останніх років це може виявитися достатньо ризикованою стратегією та навряд чи справді захищає інвесторів – учасників НПФ. Крім того, значно обмежені напрями інвестування українських НПФ в активи, відмінні від ЦП та коштів, наприклад, нерухомість (до 10%), банківські метали (до 10%), інші активи (до 5%). Натомість на 7 найбільших ринках світу за обсягами пенсійних активів (США, Австралії, Великої Британії, Канади, Нідерландів, Швейцарії, Японії, за даними Willis Towers Watson [13]) частка нерухомості та інших активів, відмінних від акцій та облігацій, за період 1997–2017 рр. зросла з 4 до 25%. Усереднена структура така: акції – 46%, облігації – 27%, кошти – 2%, інші активи – 25% (звісно, в кожній країні є свої особливості та підходи до диверсифікації активів).

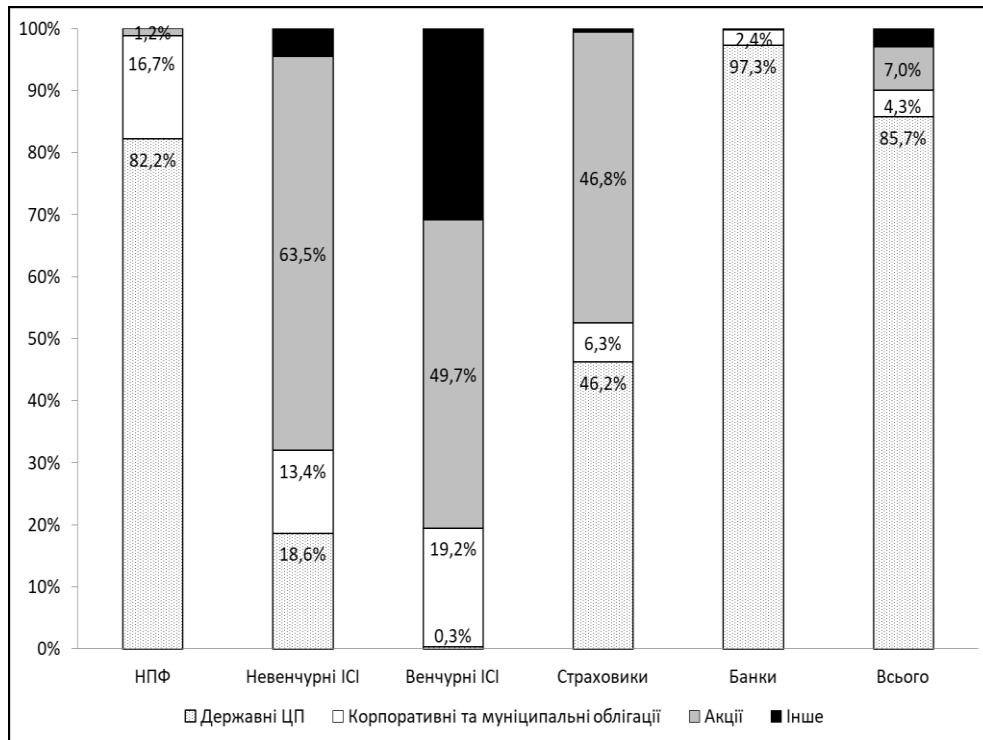


Рис. 4. Структура інвестиційних портфелів фінансових інститутів в Україні на 01.01.2018 р.

Джерело: розраховано автором за даними НБУ [15], НКЦПФР [4], Нацкомфінпослуг [9, 18].

Це актуально для всіх українських фінансових інститутів. Ринок неспроможний забезпечити необхідну кількість та обсяг потенційних об'єктів інвестування, відмінних від державних ЦП. Але чи можна назвати дефіцит привабливих та ліквідних недержавних інструментів лише українською особливістю, чи становить це основну проблему ринку і чи ставить під сумнів його розвиток, у т.ч. за рахунок упровадження другого рівня пенсійної системи?

З одного боку, певний перекис вкладень фінансових інститутів у боргові інструменти (насамперед державні) не сприяє розвитку інших сегментів ринку капіталу, в т.ч. ринку акцій. З іншого боку, диверсифікація активів за інструментами в українських умовах часто призводить не до зниження ризиків, а до їх накопичення, що довели наслідки останніх фінансових криз. *Сучасний стан ринку акцій нагадує замкнене коло: ринок нерозвинений, бо нецікавий найбільш значущим інвесторам, а саме тому і не розвивається.*

Крім того, якщо розглядати міжнародний досвід не усереднено, а щодо ступеня виміру розвитку ринків, то в активах фінансових інститутів країн, що розвиваються, спостерігається значно більша частка державних цінних паперів та менша частка акцій, ніж на зрілих ринках розвинених країн¹⁷. Також

¹⁷ За даними ОЕСР [20], серед 36 країн ОЕСР частка акцій у пенсійних активах у 2017 р. переважала частку облігацій лише в семи з них (Австралії, Польщі, Фінляндії, Франції, Новій



варто зважати не тільки на поточну ситуацію, а й на еволюцію структури вкладень: наприклад, у Польщі накопичувальний рівень пенсійної системи почав функціонувати в 1999 р., і навіть через чотири роки (кінець 2003 р.) 62% активів НПФ було вкладено у держоблігації, а 32,4% – в акції; через 11 років ситуація суттєво не змінилася (66% – у держоблігації, 33,6% – в акції), однак через постійне зростання пенсійних активів абсолютний обсяг вкладень НПФ у акції ставав дедалі більш значущим та сприяв розвитку цього сегмента ринку. Наразі 85% активів польських НПФ (в окремих фондів – до 90%) становлять акції в обігу на Варшавській та інших європейських біржах, але це вже сприймається як досить ризикований чинник¹⁸. Загалом впровадження накопичувального рівня пенсійної системи не є панацеєю для суспільства, економіки та фондового ринку, має певні обмеження та ризики, тож повинно здійснюватися досить обережно¹⁹. За таких умов відсутність ринку акцій на момент запуску накопичувальної пенсійної системи може бути і позитивним фактом [21–23]. Адже навіть у зрілих економіках інвестиції в акції періодично призводять до суттєвих втрат активів фінансових інститутів²⁰.

Фінансові посередники та інфраструктура

Паралельно зі скороченням кількості емітентів в Україні спостерігається звуження кола інших учасників ринку, в т.ч. фінансових посередників, інституційних інвесторів.

Зокрема, за 2013–2017 рр. кількість акціонерних товариств зменшилась з 25 до 15 тис. (рис. 5). Найбільше скоротилася кількість відкритих та закритих АТ, які не привели свою діяльність у відповідність до Закону України "Про акціонерні товариства", ухваленого ще у 2008 р. Також знизилася популярність публічної форми АТ (за останні три роки кількість ПАТ зменшилась вдвічі, вже через наступну хвилю змін у акціонерному законодавстві), натомість зростання кількості приватних АТ (у півтора раза з кінця 2014 р.) свідчить про *відсутність інтересу до публічного залучення капіталу та неможливість виконати норми законодавства для ПАТ*.

Зеландії, США, Швейцарії). Ще у п'яти країнах вкладення більш-менш порівнювані – частка акцій відрізняється не більше ніж на 5% (у Канаді, Бельгії, Литві, Данії, Швеції). Натомість у Словаччині, Словенії та Чехії частка акцій у пенсійних активах становить лише 1–2%, а в облігації – 58–77%, певною мірою через законодавчі вимоги щодо гарантування прибутковості.

¹⁸ За цим показником Польща наприкінці 2017 р. лідирувала у світі. Але такій радикальній зміні інвестиційних уподобань передували криза, позбавлення фондів, які обслуговували накопичувальну систему, можливості інвестувати в держоблігації, а також переведення активів, інвестованих у держоблігації, до солідарної системи і погашення облігацій урядом у 2014 р. Тож Польща перебуває на етапі можливої відмови від діючої обов'язкової накопичувальної системи і планує її перезапустити [21].

¹⁹ У 2008 р. вартість активів пенсійних фондів країн ОЕСР зменшилась одразу на 3,4 трлн дол. США (на 19%). І якщо більш розвинені країни цей шок пережили, то країни Східної Європи, де накопичувальна система існує недавно, стали згортати реформу. Зокрема, Латвія, що у 2001 р. запустила другий рівень пенсійного страхування, у 2009 р. знизила ставку з 8 до 2%; Литва, що запустила реформу в 2004 р., у 2009 р. почала поступово знижувати ставку з 5,5 до 1,5%; в Угорщині в 2011 р. внески до накопичувальної системи повністю переведені до солідарної [22].

²⁰ У 2018 р. найбільший суверенний фонд світу (Державний пенсійний фонд Норвегії) зафіксував чистий збиток у 56,4 млрд дол. США та від'ємну доходність на рівні -6,1%. Річна збитковість інвестицій в акції становила -9,5% (хоча у 2017 р. прибутковість таких інвестицій сягала 19,4%) [24].

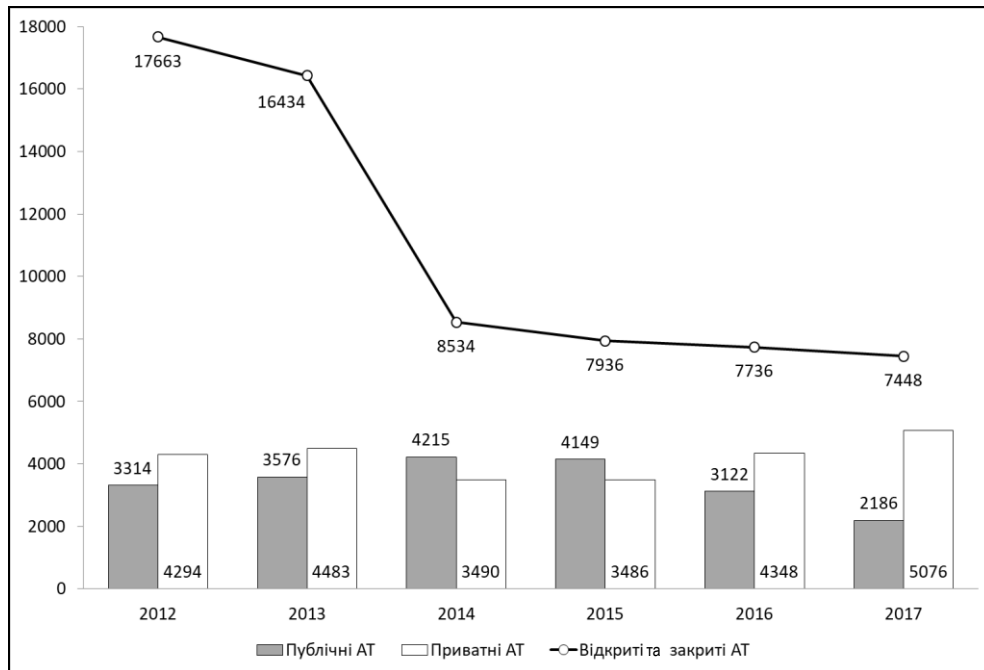


Рис. 5. Кількість акціонерних товариств в Україні у 2012–2017 р.

Джерело: розраховано автором за даними Держстату [25], НКЦПФР [4].

Упродовж 2013–2017 рр. кількість ліцензованих торговців цінними паперами зменшилась у 2,4 раза, у т.ч. банків – у 2,1 раза, депозитарних установ – у 1,8 раза (рис. 6). Причинами цього стали *обмеженість та скорочення клієнтської бази* (емітентів, інструментів, інвесторів), низька прибутковість, зростання адміністративного навантаження, фінансові складнощі через кризові явища у 2014–2015 рр., у т.ч. виведення половини банків з ринку.

Такі ж тенденції характерні і для інституційних інвесторів: упродовж 2013–2017 рр. кількість НПФ зменшилася на 33%, кількість КУА та обслуговуваних ними ІСІ – на 16%, у т.ч. найбільше (на 56%) зменшилася кількість невенчурних ІСІ. Таким чином, *найбільш стійкими інституційними інвесторами в Україні виявилися венчурні фонди, структура активів яких не диверсифікована, а частка вкладень у ЦП – найменша з фінансових інститутів.*

Удвічі за останні роки зменшилася й кількість фондових бірж – з десяти до п'яти. З них реально технологічно спроможними є три (ФБ "Перспектива", ПФТС та "Українська біржа") та навіть ці постійно стикаються з регуляторними складнощами²¹. Можливо, п'ять і навіть три біржі – дійсно надто багато

²¹ 2015 р. – тимчасове припинення біржового обігу акцій ФБ "Перспектива", спроби припинення дії ліцензій ПФТС та "Української біржі" через високу частку в капіталі резидентів країни-агресора (Московської біржі); 2016 р. – попередження чотирьом біржам за начебто недостатню протидію маніпулюванню; 2018 р. – припинення активних торгів на "Українській біржі" через застосування персональних санкцій до Московської біржі та заборону українським суб'єктам господарювання використовувати у своїй діяльності електронні торговельні системи "ПО Plaza", "ПО Forts" виробництва Московської біржі (згідно з рішенням РНБОУ від 02.05.2018, затвердженого указом Президента України від 14.05.2018 № 126/2018).



для країни з нерозвиненим ринком, бо існують приклади, коли біржові оператори обслуговують ринки одразу кількох країн.

Утім, зазвичай консолідація та глобалізація біржового ринку сприяють зростанню ліквідності, залученню емітентів та інвесторів, зростанню конкуренції між ними, зменшенню вартості залучення фінансових ресурсів та трансакційних витрат. Натомість в Україні, попри скорочення кількості бірж та інших учасників ринку, нічого подібного не відбулося:

- обсяг біржових торгів за три роки зменшився утричі (з 619 у 2014 р. до 206 млрд грн. у 2017 р.), у доларовому еквіваленті – усемеро, відносно ВВП – у 5,7 раза,
- кількість учасників ринку продовжує скорочуватися,
- конкуренція зменшується (на ТОП 10 торговців цінними паперами у 2017 р. припало 34–56% біржових торгів різними категоріями ЦП),
- тарифи для інвесторів є доволі високими через неодноразові коригування тарифів суб'єктами інфраструктури (ПАТ "Розрахунковий центр", депозитарії).

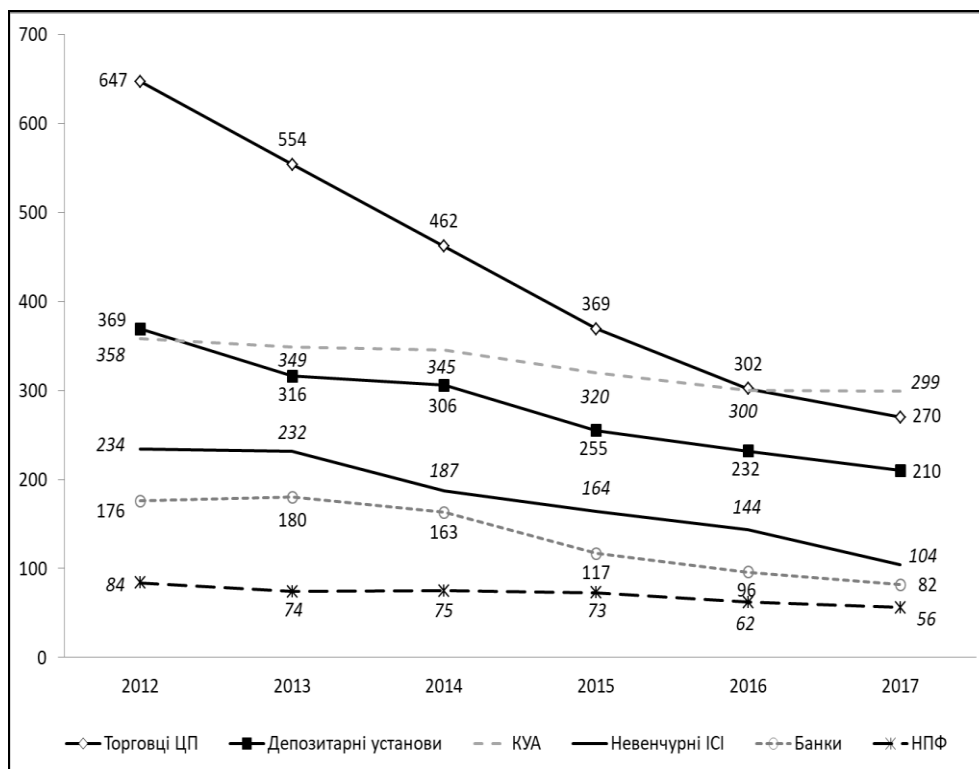


Рис. 6. Кількість учасників фондового ринку у 2012–2017 р.

Джерело: розраховано автором за даними НБУ [26], НКЦПФР [4].

Існують складнощі й з інфраструктурою клірингу та розрахунків. Експерти міжнародної консалтингової фірми Oliver Wyman констатували високий рівень фрагментації інфраструктури ринків капіталу в Україні. Клірингову діяльність за правочинами щодо цінних паперів здійснює Розрахунковий

центр (точніше, він є єдиною компанією, що має ліцензію на провадження клірингової діяльності в Україні; здійснює грошовий кліринг та розрахунки) та Національний банк (щодо державних та муніципальних облігацій), стосовно деривативів – фондові біржі (поки що без додаткового ліцензування). Діяльність центрального депозитарію щодо цінних паперів фактично здійснюють дві установи – НДУ та НБУ [27].

Натомість у Європі є приклади створення депозитаріїв та клірингових установ (центрального контрагентів), які обслуговують інвесторів багатьох країн одночасно. Більше того, у світі розвиток розрахункової та клірингової інфраструктури відбувається з метою стимулювання ліквідності регульованого ринку, спрощення, здешевлення та зниження ризиків розрахунків, у т.ч. транскордонних. Але в Україні інтереси фондових бірж та суб'єктів інфраструктури часто не співпадають, інтеграція обмежена, рішення про стратегію модернізації інфраструктури приймаються без урахування думки бірж та учасників ринку²².

Суто обмежувальний підхід (підвищення вимог, повна відсутність прикладів позитивного стимулювання²³, дисбаланси адміністративного втручання) явно не є конструктивним, проте регулятор продовжує запевняти всіх у позитивних наслідках та активній діяльності щодо посилення біржового ринку та стимулюванні ліквідності²⁴. Не дивно, що *левова частка торгів недержавними цінними паперами відбувається поза біржами (79% торгів облігаціями підприємств, 96% торгів акціями, 99% цінними паперами ІСІ у 2017 р.)*.

Тож логічно, що *оцінки MSCI Inc. щодо фондового ринку України [29] (про обмежений рівень конкуренції між брокерами, значні торгові витрати, неналежний рівень регулювання, недостатні можливості системи розрахунків, значну частку позабіржового ринку) є цілком обґрунтованими*.

²² Одна з причин – неспівпадіння корпоративних інтересів: суб'єкти інфраструктури (Розрахунковий центр, НДУ, НБУ) на 96–100% контролюються державою, а біржі – винятково приватними власниками. Разом із тим є чимало запитань до непропорційної уваги окремих членів НКЦПФР до біржі, з власниками якої мали суттєві зв'язки до призначення на державну посаду.

²³ Типовий приклад дестимулювання та непослідовності. Спочатку НКЦПФР впроваджуються пруденційні умови, згідно з якими вартість витрат на програмне забезпечення (залишкова вартість нематеріальних активів та капітальні вкладення у нематеріальні активи) виключаються зі складу регулятивного капіталу, тобто будь-які витрати на створення/придбання/оновлення ІТ-бірж викликають складнощі щодо виконання пруденційних нормативів. А потім очільник регулятора констатує [28], що "жодна з бірж достатньо не інвестує в розвиток свого ІТ".

²⁴ Як саме НКЦПФР убачає регулювання та розвиток біржового ринку видно з річного звіту регулятора за 2017 р. Комісія ставила перед собою амбітне завдання із вдосконалення та модернізації діяльності бірж, а також *стимулювання зростання ліквідності національного ринку капіталу*, тож провадилась активна діяльність щодо посилення біржового сегмента українського ринку капіталу та впровадження єдиних стандартів діяльності на фондових біржах. Як саме? Регулятор вдався до таких рішень, як: 1) зміни до вимог щодо ділової репутації кандидата на посаду керівника фондової біржі); 2) зміни до нормативно-правових актів НКЦПФР з питань провадження діяльності фондовими біржами (щодо використання печаток); 3) зміни до Положення про порядок продажу в процесі приватизації на фондових біржах пакетів акцій АТ; 4) зміни до Порядку реалізації на фондовій біржі цінних паперів, на які звернено стягнення (в частині поширення його дії не тільки на державних, а й на приватних виконавців). На практиці результативні аукціони за участі державних та приватних виконавців у край епізодичні, як і приватизаційні аукціони, а у 2018 р. ФДМУ почав проводити аукціони з продажу ЦП в системі ProZorro. Фактично в більшості випадків ідеться про банальне *врахування змін у законодавстві*. Тож чи дійсно такі заходи можуть стимулювати ліквідність – питання риторичне.



Крім того, попри зростання вимог (зокрема, щодо дотримання пруденційних нормативів) до професійних учасників ринку капіталу, посилення надійності ринку теж не спостерігається.

Фактично впровадження пруденційних підходів звелось до поступового підвищення вимог до фінансового стану, достатньо високих (як для небанківських установ²⁵ на нерозвиненому ринку) вимог до регулятивного капіталу, ліквідності та структури активів. Не дивно, що з 2013 р. (рік коли було впроваджено пруденційні нормативи) до кінця 2017 р. загальна кількість професійних учасників скоротилася майже вдвічі. І навіть суттєва частка тих, хто залишився, не виконує пруденційних нормативів (зокрема, 12,5–22,92% депозитарних установ у 2017 р.)²⁶. Однак ринок точно не став більш ліквідним та й не схоже, щоб і менш ризикованим, більш стійким та надійним. Принаймні статистика правозастосування НКЦПФР не засвідчує суттєвого зменшення кількості порушених справ та накладених санкцій²⁷. І, до речі, інформація щодо наявності суттєвих проблем із дотриманням пруденційних нормативів у торговців цінними паперами, стосовно яких були би порушені справи про правопорушення за ознаками маніпулювання, відсутня.

Можливо, профучасники (які не пішли з ринку) стали більш фінансово стійкими, але не факт, що більш сумлінними. Варто звернути увагу, що частка ліцензій, дію яких упродовж року було анульовано або зупинено за наслідками правозастосування, у загальній кількості діючих ліцензій профучасників зросла з 3,7% у 2012 р. до 6% у 2017 р. (рис. 7). Тож до такої мети впровадження пруденційного нагляду, як зменшення кількості порушень вимог законодавства на фондовому ринку, наблизитися не вдалося.

Виникають питання й щодо *інформаційної інфраструктури ринку*. І проблема не лише у відсутності супроводжуючих перекладів англійською, що так турбує MSCI Inc. [29]. Досвід виведення банків з ринку та не надто вдалого продажу їх активів, досвід сумнівних оцінок пакетів акцій (при приватизації, squeeze-out тощо) свідчить про те, що незалежні оцінювачі майна не такі вже й незалежні, а аудитори та рейтингові агенції (в т.ч. міжнародні) можуть

²⁵ Для банків, які провадять професійну діяльність на фондовому ринку, НКЦПФР не став встановлювати пруденційні нормативи, оскільки очевидно, що вимоги НБУ ще жорсткіші. Хоча в цілому загальні підходи до пруденційних показників для профучасників-небанків досить схожі на підходи НБУ.

²⁶ Скорочення кількості профучасників – це практично єдиний результат, який на сьогодні досягнуто за результатом реалізації Концепції пруденційного нагляду, схваленої рішенням НКЦПФР від 12.04.2012 № 553 (у тексті цю мету було сформульовано обережніше – "оптимізувати" кількість, утім, наразі регулятор висловлює її вже цілком однозначно). Натомість інші базові індикатори залишаються невиконаними: вага ринку (% до ВВП) за період 2012–2017 рр. суттєво скоротилася, довіра населення до фондового ринку не зросла, принципово нові фінансові інструменти та технології не впроваджені, адміністративне навантаження не зменшено, кількість операцій на фондовому ринку скоротилася (з 2,3 до 0,12 млн біржових угод), кількість порушень вимог законодавства на ринку суттєво не зменшилася (з урахуванням скорочення кількості суб'єктів нагляду, схоже, навіть зросла).

²⁷ За даними річних звітів НКЦПФР, кількість розглянутих справ про правопорушення у 2017 р. сягала 4512 (на 5% менше, ніж у 2015 р.), накладено 3241 фінансову санкцію (+13%), винесено 1130 попереджень (-10%), анульовано та зупинено дію 47 ліцензій (+34%), розглянуто 134 справи про порушення законодавства щодо фінансового моніторингу та накладено 125 штрафів (учетверо більше, ніж у 2015 р.). І це на тлі скорочення учасників ринку!

надто лояльно оцінювати фінансовий стан банків (навіть системних), емітентів та інших учасників ринку. Як наслідок, НКЦПФР планує підвищити ступінь регулювання і цього сегмента ринку. Хоча насправді *проблема полягає не стільки в недостатній об'єктивності оцінювачів, аудиторів та рейтингових агенцій, скільки у складнощах оцінки активів, надмірній волатильності та непрогнозованості цін та інших бенчмарків*, що цілком природно в умовах нерозвинутого ринку та значних ризиків функціонування національної економіки.

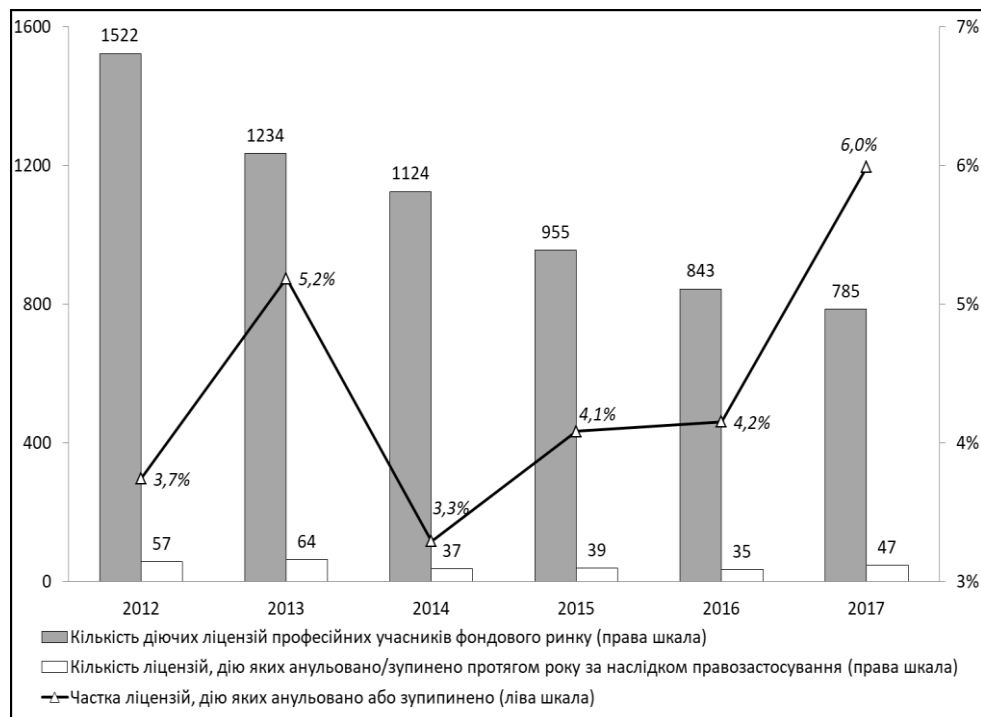


Рис. 7. Частка ліцензій професійних учасників фондового ринку, дію яких анульовано або зупинено за наслідками правозастосування, у 2012–2017 рр.

Джерело: розраховано автором за даними НКЦПФР [4].

Ринкові бенчмарки: індекси та капіталізація

1. Індекси акцій

Найбільш поширеною інформацією про ринок капіталу конкретної країни є відомості про фондові індекси, що усереднюють динаміку найбільш ліквідних акцій. Регулятор констатує [4, с. 14], що важливим індикатором ринку капіталу виступає індекс, який дає можливість оцінити загальну ситуацію на ринку цінних паперів. Зокрема, за 2017 р. індекс "Української біржі" зріс на 71,27%, що *засвідчує лідерство стосовно темпів зростання у світі*, а ПФТС – на 18,82%²⁸. Разом із тим такі результати викликають низку запитань:

²⁸ У 2018 р. індекси вже помінялися місцями: тепер індекс ПФТС став лідером світового росту з показником 75.3%, а індекс УБ зріс на "скромні" 24,9%. І різниця становила також понад 50%.



- чи не видається дивною така різниця (52,45%!) між фондовими індексами однієї країни за умови подібності індексного кошику?
- чи мають інвестори довіряти таким індексам?
- чи достатня ліквідність ринку для визначення об'єктивних цінових бенчмарків?
 - чи є ці індекси достатньо репрезентативними?
 - чи не є аномальним річне зростання вартості інвестиційних активів на 71,27% на тлі динаміки інших локальних фінансових показників та досить складної макроекономічної та боргової ситуації в державі?
 - де бум інвестицій у країну – лідера зростання індексу у світі?

У світі не так багато країн, де на різних біржах розраховується кілька базових індексів акцій одночасно, однак дані Світової федерації бірж [1] свідчать, що індекси таких країн характеризуються порівнюваною динамікою: річна різниця коливається від 1 до 16%²⁹, тобто щонайменше втричі менше за різницю між українськими індексами (табл. 4).

Таблиця 4

Річна зміна індексів акцій у 2017–2018 рр.

Країна	Біржа	Індекси акцій	Річна зміна, %		Різниця, %	
			2017	2018	2017	2018
Україна	УБ	UX	71,3	24,9	52,5	50,4
	ПФТС	PFTS	18,8	75,3		
США	Nasdaq – US	Nasdaq 100	31,5	-1,0	16,4	7,0
	NYSE	NYSE US 100	15,1	-8,0		
Індія	BSE India Limited	S&P BSE SENSEX	27,9	5,9	0,7	2,7
	National Stock Exchange of India Limited	S&P CNX Nifty	28,6	3,2		
Китай	Shanghai Stock Exchange	SSE 180 Index	19,7	-21,3	8,7	12,4
	Shenzhen Stock Exchange	SZSE 100 Index	28,4	-33,7		
Іспанія	BME Spanish Exchanges Barcelona	BCN Global - 100 Index	7,3	-17,4	1,4	4,8
	BME S.E. Valencia	IGBV Index	6,6	-15,7		
	BME S.E. Bilbao	Indice Bolsa Bilbao 2000	5,9	-12,6		

Джерело: складено автором за даними Світової федерації бірж [1].

Варто також звернути увагу на кількість емітентів, на підставі динаміки акцій яких розраховуються індекси bluechips. Зазвичай це щонайменше кілька десятків, а частіше – 100 і більше емітентів, що забезпечує репрезентативність вибірки, яка покликана адекватно оцінити вартість інвестиційних активів у країні. Понад те, існують ще й композитні індекси, де кількість складових індексного кошика сягає сотень.

²⁹ Суттєві значення різниці для бірж США та Китаю (9–16%) можуть пояснюватися галузевою специфікою (на Nasdaq та Shenzhen SE мають обіг переважно акції технологічних компаній), тож для нашого випадку більш відповідними є показники Індії та Іспанії (різниця 1–5%).

Натомість в Україні широкі (композитні) індекси відсутні, а найбільш популярні індекси акцій розраховуються на підставі динаміки від шести (індекс "Української біржі") до семи (індекс ПФТС) акцій, при цьому п'ять із них дублюються в обох індексах. *При такому дублюванні значна різниця в динаміці індексів дивує іще більше*³⁰.

Не зрозуміло, як оцінювати ринок у ситуації тривалого протилежного руху індексів (один зріс, інший скоротився). Питання має цілком практичне значення, оскільки під час розгляду справ про маніпулювання може здійснюватися порівняльний аналіз динаміки цін конкретних акцій з показниками ринкової кон'юнктури, зокрема індексами акцій. Але з якими саме індексами треба порівнювати?

Очевидно, що показники торгів акціями навіть на "Українській біржі", де фіксується максимальна кількість угод щодо акцій в Україні, на кілька порядків менші за аналогічні показники на ліквідних та сусідніх ринках та порівнювані лише з показниками вкрай невеликих країн (наприклад, Кіпру та Мальти). *Тож чи варто сприймати як бенчмарк показники, що розраховуються в умовах настільки низької ліквідності?*

Більше того, *індекс "Українській біржі" продовжував розраховуватися навіть в умовах повної відсутності ліквідності* (наприклад, у червні 2018 р. на біржі упродовж восьми днів із 20 не укладалося жодної угоди, а в інші дні угоди уклалися вкрай епізодично). Тим не менше, індекс не просто розраховувався, а навіть зростав³¹!

Щодо привабливості ринку для зовнішніх інвестицій варто зважати, що *українські фондові індекси відображають збитковість вкладень в українські акції для нерезидентів на більш-менш тривалих проміжках часу*, бо темпи девальвації вищі за динаміку індексів³².

³⁰ До речі, чи є компанії, що увійшли до індексного кошику, справді публічними (такими, що здійснили публічну пропозицію), зокрема, чи пройшли вони лістинг на біржах? Станом на початок 2019 р. на УБ з шести емітентів у індексному кошику (Райффайзен Банк Аваль, Центренерго, Донбасенерго, Турбоатом, Укрнафта, Мотор Січ) жоден не був включений до біржового реєстру (не пройшов лістинг), на ПФТС ситуація аналогічна – із семи емітентів у індексному кошику (ті ж таки Райффайзен Банк Аваль, Центренерго, Донбасенерго, Турбоатом, Укрнафта, а також Крюківський вагонобудівний завод та Укртелеком) жоден не включений до біржового реєстру (не пройшов лістинг). Райффайзен Банк Аваль уже став приватним АТ.

³¹ У світі такі дії цілком можуть бути кваліфіковані як маніпулювання. Фактично йдеться про формування оманливих цінових орієнтирів для інвесторів України та всього світу (нагадаємо, що українські індекси два роки поспіль лідирують у світі та відображають доходність вкладень в інвестиційні активи на рівні 71–75% на рік!) в умовах мізерної ліквідності (коли існує значущий ризик взагалі не продати цінні папери або продати в рази дешевше за ціну придбання). Чим це відрізняється від ознак маніпулювання в науковій літературі та законодавчих актах ЄС? Наприклад, таких: шахрайство на основі маніпулювання інформацією, інформації (зокрема фінансової) керівництвом компанії/посадовими особами; операція або діяльність, яка націлена не на сприяння формуванню цін на активи у результаті взаємодії пропозиції та попиту, а сформована з метою викривлення (цінових параметрів) на ринку; поширення будь-яким засобом інформації/новин/чутток, що вводять в оману (передбачається, що розповсюджувач такої інформації знає про її недостовірність та отримує переваги/вигоду/прибуток від її поширення). Крім того, опис таких дій присутній і в ст. 10¹ Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні".

³² Індекс PFTS з початку розрахунку (01.10.1996) по 31.08.2018 зріс з 100 до 530 (в 5,3 раза), але в доларовому еквіваленті значення індексу відповідає скороченню з 53,5 до 18,6 (-65% за 20 років, -3,1% на рік). Індекс UX з початку розрахунку (26.03.2009) по 31.08.2018 зріс з 500 до



2. Сукупна капіталізація ринку акцій

Цей показник відображає як розмір, ємність ринку для інвестицій, так і ступінь розвитку ринку та економіки. За оцінками World Bank (2013 р.), існує висока кореляція між показником співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП та рівнем життя у країні; у середньому кожні 10% поглиблення рівня капіталізації до ВВП у розвинених країнах збільшують ВВП на душу населення приблизно на 2500 євро [27, с. 6].

З іншого боку, надмірний рівень співвідношення капіталізації ринку до ВВП може свідчити про завищені ціни та ймовірність кризи. Зокрема, за даними World Bank [30], у 2007 р. капіталізація лістингових компаній на біржах світу сягнула 114% глобального ВВП, а після масштабного падіння у 2008 р. була вже вдвічі меншою – 56% ВВП³³. До речі, через 10 років цей показник знову становив 112% світового ВВП, що є одним із чинників прогнозів про передумови для нової світової фінансової кризи.

Упродовж 2010–2016 рр. НКЦПФР у кожному звіті приводила значення сукупної капіталізації лістингових компаній в Україні та співвідношення з ВВП, справедливо констатує, що це важливі показники рівня розвитку біржового ринку. Але у 2017 р. практика публікації цих показників у звіті НКЦПФР припинилася, що і не дивно з огляду на їх динаміку, – скорочення за два роки (з 2014 р. по 2016 р.) абсолютного значення капіталізації в 23 рази – з 458 до 20 млрд грн, співвідношення з ВВП – у 36 разів – з 29,2 до 0,8% (рис. 8).

Утім, такій тенденції є зрозумілі пояснення. До 2009–2010 рр. ринок орієнтувався на дані про капіталізацію емітентів акцій ПФТС – і не всіх, а тільки найбільш ліквідних ЦП, т.зв. bluechips, які входили в базу розрахунків українських та міжнародних індексів акцій. До цін та капіталізації bluechips періодично виникали питання, але в основному лише після різкого зниження цін (бо зростання всіх влаштувало, його легко "обгрунтовували" вкрай оптимістичними прогнозами фінансових показників компаній). Згодом зросла конкуренція між біржами, акції активно включалися до біржових списків кількох бірж одночасно, тож постало питання, ціни якої біржі брати за основу як базові. Далі НКЦПФР зобов'язала всі біржі публікувати відомості про капіталізацію, і цей показник почав різко зростати: в 2014 р. з десяти лідерів за капіталізацією вісім емітентів акцій найбільше підходили під визначення "сміттєвих" (їх капіталізація становила десятки мільярдів гривень, а бізнес практично не працював). Після зупинення обігу значної кількості випусків акцій таких емітентів (за ознаками фіктивності) у 2015–2016 рр. відбулося різке скорочення капіталізації на ринку. Крім того, у 2015 р. регулятор різко підвищив вимоги перебування ЦП у біржовому реєстрі, що на порядок скоро-

1630 (у 2,3 рази), але в доларовому еквіваленті значення індексу відповідає скороченню з 64,9 до 57,6 (-11% за 9,5 років, -1,1% на рік).

³³ Схожі тенденції характеризували і капіталізацію ринку України (на той час визначалася Standard&Poors при розрахунку власних індексів акцій, у т.ч. українських емітентів). У 2007 р. капіталізація ринку сягнула рекордного значення (111,8 млрд дол. США, 79% ВВП України), але вже у 2008 р. капіталізація обвалилася у 5 разів (до 23,2 млрд дол. США), а співвідношення з ВВП – у 6 разів (з 79 до 13%). Разом із тим зменшення рівня капіталізації до ВВП в Україні було *утричі суттєвішим за середньосвітове зменшення (вдвічі)*, що свідчить як про гостроту кризових явищ у національній економіці, так і про *завищені ціни акцій перед кризою*.

тило кількість лістингових компаній та, відповідно, їх сукупну капіталізацію. Наостанок НКЦПФР вщент зарегулювала питання порядку визначення капіталізації (для визначення ознак фіктивності застосовуються одні підходи, для оцінки відповідності лістинговим умовам – інші, для викупу акцій – треті), в т.ч. цінних орієнтирів для її розрахунку. За відсутності таких орієнтирів у вигляді актуальних біржових курсів та цін закриття (причини див. нижче) розрахунок капіталізації більшості емітентів акцій припинився. Не дивно, що регулятор перестав публікувати ці дані, якщо *сукупна капіталізація ринку розраховується на базі 7 лістингових акцій на всю країну та еквівалентна 0,6% ВВП (у 200 разів гірша за середньосвітовий показник 112%)*.

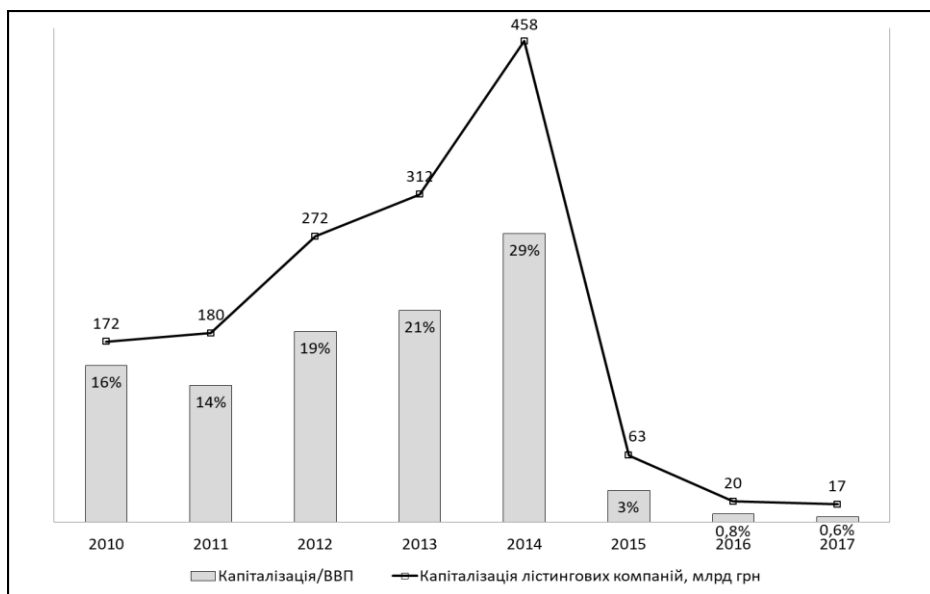


Рис. 8. Капіталізація лістингових акцій в Україні у 2010–2017 рр.

Джерело: розраховано автором за даними НКЦПФР [4]; капіталізація за 2017 р. – за даними бірж.

Про скептичне сприйняття статистики українського ринку свідчать українські неактуальні відомості у базі даних World Bank [30] (за весь час незалежності України наявні показники співвідношення капіталізації лістингових акцій до ВВП лише за 2010–2011 рр.)

Єдиним джерелом інформації залишається Світова федерація бірж [1], яка протягом 2014–2017 рр. публікує дані "Української біржі", хоча як капіталізація лістингових акцій подаються дані про капіталізацію усіх 96 емітентів акцій у біржовому списку, а не тільки лістингових. Ця оцінка капіталізації (5,2 млрд дол. США, 146 млрд грн у 2017 р.³⁴) перевищує оцінки НКЦПФР (рис. 8) у 8,6 раза.

Можна дійти висновку, що такий важливий індикатор фондового ринку України, як його капіталізація, і раніше викликав сумніви через необ'єктив-

³⁴ У 2018 р., за даними WFE, показник іще скоротився – до 4,4 млрд дол. США. Якщо повернутися до індексів акцій, то виникає питання обґрунтованості зростання фондового індексу УБ на 25% за 2018 р. при падінні сукупної капіталізації компаній на 16%.



ність та гіперволатильність цін акцій навіть у bluechips, а наразі практично втратив свою цінність через різномірність підходів до визначення, відсутність чи неактуальність доступної інвесторам статистики, адміністративно обмежену кількість лістингових компаній.

Ознаки неліквідності ринку. Особливості обігу акцій та облігацій

1. Незначні обсяги торгів

У світі загальний обсяг торгів акціями на торговельних майданчиках (117 трлн дол. США в 2017 р.) у 1,46 раза більший за глобальний ВВП (80 трлн дол. США). Варто враховувати поширеність обігу ЦП на іноземних біржах, але зазвичай високе значення показника співвідношення обсягу торгів з ВВП свідчить про ліквідність, розвиненість та значущість фінансового ринку для економіки. Наприклад, у Гонконзі (Hong Kong Exchanges and Clearing) біржові торги акціями перевищують ВВП ушестеро, у Великій Британії (LSE Group, BATS Chi-X Europe) – у 4,7 раза, у США (Nasdaq US, NYSE, BATS Global Markets) – у 3,2 раза, у Швейцарії – в 1,6 раза, у Китаї (Shenzhen SE, Shanghai SE) та Тайвані (Taiwan SE) – у 1,4 раза.

На менших за розміром та/або рівнем розвитку ринках це співвідношення значно нижче: наприклад, у Туреччині (Borsa Istanbul) – 0,47, Бразилії (BM&FBOVESPA S.A.) – 0,32, РФ (Moscow Exchange) – 0,19, Польщі (Warsaw SE) – 0,14. Для України цей показник становить 0,0017, тобто у 860 разів менший за середньосвітове співвідношення. Частка України у світовій торгівлі акціями на регульованому ринку становила мізерні 0,00016%. В Європі за обсягом торгів акціями українські біржі перебувають на останніх місцях, випереджаючи тільки ринки Кіпру, Мальти, Білорусі.

З облігаціями ситуація суттєво краща: частка України у світовій торгівлі облігаціями на регульованому ринку становить 0,0315% (майже у 200 разів вища за акції), співвідношення обсягу біржових торгів облігаціями з ВВП – 0,0656 (у 39 разів більше за акції, лише в 4,5 рази менше за середньосвітове показник 0,2922), українські біржі посідають за обсягом торгів 9–11-те місце в Європі, що є регіоном з найбільшим обсягом біржових торгів облігаціями у світі³⁵.

2. Низька обіговість (velocity)

У світі показник співвідношення обсягу торгів акціями до їх сукупної капіталізації становить у середньому 1,37. Серед лідерів: США (Nasdaq) – 3,3, Китай (Shenzhen) – 2,5, Туреччина – 1,74 (табл. 5). Показник України (0,03³⁶)

³⁵ За результатами торгів у 2017 р. серед 25 європейських бірж, де наявні активні торги облігаціями, ФБ "Перспектива" посіла 11-те місце (4,7 млрд дол. США), ПФТС – 13-те місце (2,3 млрд дол. США), "Українська біржа" – 17-те місце (0,3 млрд дол. США), сукупно – 7,36 млрд дол. США, що порівнювано із показниками групи Euronext, яка посідає 10-те місце в Європі. Дещо вищі позиції посідають українські біржі в сегменті торгів державними облігаціями: серед 22 європейських бірж, де наявні активні торги інструментами державного боргу, ФБ "Перспектива" посіла 9-те місце (4,7 млрд дол. США), ПФТС – 10-те місце (2,2 млрд дол. США), "Українська біржа" – 16-те місце (0,29 млрд дол. США); сукупно – 7,2 млрд дол. США [31].

³⁶ Фактично менше, бо значна частка (61%) торгів акціями у 2017 р. була сформована епізодичними приватизаційними угодами (насамперед на ПФТС). Без їх урахування обіговість акцій на "Українській біржі" ("центрі ліквідності" ринку акцій), за даними Світової федерації бірж, у 2017 р. становила лише 0,01.

майже в 40 разів менший за середньосвітовий та зіставний з ринками Мальти, Казахстану, Хорватії, Намібії, Барбадосу, Бермуд.

Обіговість облігацій в Україні значно вища. Попри те, що сукупна вартість боргових інструментів суттєво переважає капіталізацію ринку акцій³⁷, обіговість державних облігацій становить 0,25 (усемеро більше за ринок акцій).

3. Невиконання функцій залучення капіталу

За підсумками 2017 р. НКЦПФР відзвітувала, що обсяг випуску акцій досягнув максимуму та становить 325 млрд грн, а обсяг випусків усіх ЦП, зареєстрованих НКЦПФР, – 354 млрд грн [4].

Утім, 92% емісії акцій (297 млрд грн) забезпечили банки (насамперед державні, в т.ч. націоналізований Приватбанк) та компанії державного сектора (зокрема Укрзалізниця) в межах докапіталізації та корпоратизації (звісно, за рахунок державного бюджету). *Реальне залучення капіталу через акції в Україні практично відсутнє. Емітентам дешевше та швидше залучити кошти на зовнішніх ринках – через облігації, кредити, прямі інвестиції тощо.*

Більше того, залучення капіталу через акції практично відбувається винятково поза біржами, в Україні за роки незалежності не було проведено жодного IPO. Для порівняння: за даними Світової федерації бірж [1], у 2017 р. на біржах через акції було залучено 926 млрд дол. США³⁸, у т.ч. компаніями, які вперше проводили розміщення акцій (IPO), – 205 млрд дол. США, компаніями, що вже пройшли лістинг та додатково залучають капітал (SPO), – 721 млрд дол. США.

В Україні частка первинного ринку (розміщення) становить 2–3% обсягу біржових торгів. Кошти залучаються майже винятково через облігацій підприємств (розміщення держоблігацій здійснюється поза біржами, програмними засобами НБУ, який є агентом емітента – Мінфіна). Частка торгів із залучення коштів у загальному обсязі торгів облігаціями підприємств в Україні сягає понад 60%. У світі співвідношення залучення капіталу до обсягу торгів щодо облігацій також суттєво вище за цей показник щодо акцій³⁹.

Така ситуація учергове підтверджує умовність національного ринку акцій. Треба визнати, що недержавних публічних компаній в Україні просто немає, бо насправді публічною можна назвати не ту компанію, яка кілька раз змінювала організаційно-правову форму через постійні регуляторні експерименти, а ту, що фактично залучила капітал на національному біржовому ринку на конкурентних та прозорих умовах. Однак такі приклади в Україні відсутні та не схоже, аби планувалися. Спроби побудувати та регулювати ринок саме як публічний, якщо на ньому немає публічних компаній та взагалі відсутня зацікавленість емітентів отримувати такий статус, важко визнати адекватними.

³⁷ За даними НБУ, вартість лише державних облігацій (за сумою основного боргу) на початок 2018 р. сягала 750 млрд грн, а капіталізація ринку акцій – 146 млрд грн (на "Українській біржі", де найбільше угод з акціями зафіксовано в 2017 р.).

³⁸ Еквівалент 1% світових торгів акціями, але на деяких біржах це співвідношення значно вище (наприклад, на Warsaw SE у 2017 р. загальний обсяг угод – 72 млрд дол. США, а залучено 25,5 млрд дол. США (35%).

³⁹ У 2017 р. на регульованому ринку облігацій залучено коштів на 4,3 трлн дол. США (майже у п'ятеро більше, ніж залучення капіталу на ринку акцій). Це еквівалентно 18% світових торгів облігаціями.



Таблиця 5

Показники торгів на торговельних майданчиках світу у 2017 р.

Показник	Акції							Облігації				
	Обсяг торгів, млрд дол. США	Частка ЕОВ, %	Угод, млн	Емітентів	Угод на емітента, тис. рік	Капіталізація, млрд дол. США	Обіг-вість, млрд дол. США	Обсяг торгів, млрд дол. США	Частка ЕОВ, %	Угод, тис.	Випусків	Угод на випуск, тис. рік
Україна	0.19	7	0.10	409	0.2	5.20	0.03	7.36	1	11.01	381	0.03
Світ	116 973.4	71	21 465.6	50 205	427	85 304.7	1.37	23 334.5	16	50 505.0	188 908	0.27
Nasdaq US	33 407.07	34	3 198.05	2 949	1 084	10 039.34	3.33	-	-	-	-	-
NYSE	16 140.05	90	1 446.77	2 286	633	22 081.37	0.73	-	-	-	-	-
BATS Global Markets	12 301.54	100	2 171.58	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Shenzhen SE	9 164.43	99	3 066.60	2 089	1 468	3 621.64	2.53	65.63	34	3 397.01	2 962	1.15
Shanghai SE	7 594.24	100	2 401.79	1 396	1 720	5 089.63	1.49	355.39	98	5 813.36	6 017	0.97
BATS Chi-X Europe	7 540.20	32	636.61	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Japan Exchange Group Inc.	6 621.36	88	821.21	3 604	228	6 222.83	1.06	0.37	95	-	361	-
LSE Group	4 866.60	48	364.01	2 498	146	4 455.41	1.09	9 195.95	3	4 335.00	13 676	0.32
Euronext	2 875.12	68	235.11	1 255	187	4 393.00	0.65	7.74	99	374.43	5 659	0.07
Hong Kong Exchanges and Clearing	2 077.75	94	250.02	2 118	118	4 350.51	0.48	7.76	99	38.80	1 047	0.04
Korea Exchange	1 953.30	98	1 958.97	2 134	918	1 771.80	1.10	2 144.20	100	8 753.3	13 119	0.67
Deutsche Boerse AG	1 568.46	94	141.04	499	283	2 262.22	0.69	4.60	-	146.41	29 749	0.01
SIX Swiss Exchange	1 050.63	90	48.77	263	185	1 686.50	0.62	157.77	12	374.85	1 473	0.25
Nasdaq Nordic Exchanges	898.05	89	137.56	984	140	1 533.50	0.59	1 704.37	1	99.55	7 558	0.01
BME Spanish Exchanges	733.69	96	50.83	3 136	16	888.84	0.83	4 803.63	3	3 683.30	2 662	0.14
Borsa Istanbul	395.44	99	150.99	376	402	227.51	1.74	165.52	58	386.70	754	0.51
Moscow Exchange	296.61	49	112.35	234	480	623.42	0.48	189.28	40	1 665.23	1 436	1.16
Warsaw SE	71.96	89	20.91	890	23	201.39	0.36	0.75	86	81.14	609	0.13
Wiener Borse	37.91	88	6.77	536	13	150.65	0.25	0.13	100	5.63	3 548	0.002
Athens SE	14.93	88	4.33	200	22	50.61	0.30	0.19	87	6.94	55	2.85
Budapest SE	10.79	92	0.002	41	0.04	31.55	0.34	0.002	79	0.13	78	0.09
Bucharest SE	2.65	100	0.001	87	0.01	23.62	0.11	0.07	100	0.80	96	0.001
Kazakhstan SE	0.81	99	0.0001	103	0.001	45.56	0.02	9.72	100	2.49	75	0.01
Zagreb SE	0.54	74	0.19	155	1	22.76	0.02	0.07	85	0.39	504	0.01
Cyprus SE	0.17	38	0.07	74	0.4	2.82	0.04	0.01	56	0.23	26	0.02
Malta SE	0.10	100	0.01	23	0.4	5.17	0.02	0.55	100	20.57	48	0.01

Джерело: розраховано за даними НКЦПФР [4]; фондових бірж, Світової федерації бірж [1]; ЕОВ (Electronic Order Book Transactions) – бездресні торги; капіталізація для України – згідно зі статистикою Світової федерації бірж; кількість емітентів для України – включаючи позалистингові, без дублювання; виділені найбільш ліквідні ринки акцій (обсяг річних торгів понад 1 трлн дол. США) та сусідні з Україною ринки.

4. Недостатня кількість угод

Загальна кількість біржових угод з акціями у 2017 р. становила 21,5 трлн. Лідерами є США – 6,8 трлн, Китай – 5,5 трлн, Південна Корея – до 2 трлн (табл. 5). В Україні – 100 тис./рік, 400/день.

У розрахунку на одного емітента акцій в Україні укладено 0,2 тис. угод/рік, тобто менше однієї угоди на день. У середньому в світі цей показник становить 427 тис. угод/рік⁴⁰ (1,7 тис. угод/день), у 1750 раз більше, ніж в Україні.

З облігаціями зазвичай укладається значно менше угод, ніж з акціями⁴¹, але середня вартість угод на ринку облігацій суттєво вища за середню вартість трансакцій з акціями⁴². В розрахунку на один випуск облігацій річна кількість угод в Україні (0,03 тис.) лише *вдв'ятеро менша за середньосвітовий показник* (0,27 тис.) та, зокрема, перевищує показники Deutsche Boerse AG та Nasdaq Nordic Exchanges.

Зазначені порівняння свідчать, що *ринок облігацій в Україні*, хоч і менш ліквідний за середньосвітові показники, але *достатньо конкурентоспроможний порівняно з іншими біржовими ринками*, в т.ч. в Європі, та *на кілька порядків ліквідніший за внутрішній ринок акцій*. Це пояснює високу частку боргових інструментів у структурі біржових торгів в Україні та в активах фінансових інститутів.

Також депресивний стан ринку акцій може пояснюватися специфічною роллю найбільш заможних осіб в національній економіці та фінансовій системі [32], а також відсутністю адекватних та актуальних цінкових орієнтирів щодо акцій (про це йтиметься нижче).

Нерегулярність торгів, відсутність активного ринку, дійсних цін та об'єктивного ціноутворення на біржовому ринку України

Зазвичай біржовий ринок виконує широке коло значущих для економіки функцій:

- визначає справедливу ціну;
- поширює інформацію про ринкові ціни фінансових інструментів, обсяги торгів, капіталізацію, ренкінги цінних паперів та учасників торгів, індекси;
- стимулює ліквідність та попит і пропозицію за рахунок залучення широкого кола покупців та продавців;
- створює умови для укладення та виконання угод на максимально прийнятних умовах в контексті ціни, обсягу, умов розрахунків;
- створює системи управління ризиками, в т.ч. забезпечує гарантії проведення розрахунків за угодами,
- здешевлює трансакції за рахунок уніфікації та автоматизації процедур укладення, виконання та оформлення угод;
- сприяє залученню емітентами капіталу на максимально прийнятних умовах;

⁴⁰ Лідери ті ж самі: Китай – 1569, США – 886, Південна Корея – 918 тис. угод/рік.

⁴¹ У середньому у світі – у 425 разів, в Україні – лише в 9 разів.

⁴² Щодо акцій: у світі 5,5 тис. дол. США, в Україні 1,9 тис. дол. США (у т.ч. на "Українській біржі" – 0,8 тис. дол. США, на ПФТС – 24 тис. дол. США, через значні за обсягом приватизаційні угоди). Щодо облігацій: у світі – 462 тис. дол. США, в Україні – 668 тис. дол. США.



- регулює та контролює ціноутворення, доступ брокерів до торгів, допуск фінансових інструментів до торгів, лістингові умови, спори між учасниками торгів, протидіє зловживанням⁴³.

Визначення справедливої ціни варто віднести до основних функцій фондової біржі, тим більше, що відповідно до міжнародних підходів, в т.ч. у сфері податків та бухгалтерського обліку, саме біржовий ринок розглядається як основне джерело інформації про об'єктивну ринкову ціну фінансових інструментів в активах суб'єктів господарювання. Варто враховувати, що за наслідком біржових торгів та процедури котирування визначається та оприлюднюється не одна біржова ціна, а цілий спектр цінових орієнтирів. І саме з цього спектра обирається необхідний ціновий орієнтир відповідно до особливостей законодавства кожної країни та вимог регуляторів фінансових ринків для різних категорій інвесторів.

Наприклад, в Україні, відповідно до вимог НКЦПФР, фондові біржі мають оприлюднювати такі орієнтири за кожним випуском цінного паперу, як: біржовий курс, ціна відкриття, ціна закриття, поточна ціна, кращі заявки на купівлю та продаж, а також дохідність (для боргових інструментів) та дати останнього розрахунку біржового курсу та ціни закриття (зважаючи на низьку ліквідність, ці дати можуть бути достатньо давніми, а ціни, відповідно, не надто актуальними), кількість цінних паперів за кращими заявками та укладеними угодами, обсяг торгів. Додатково біржі можуть публікувати ціни останніх за часом угод, ціни заявок, поданих в різних режимах торгів, ціни без урахування накопиченого купонного доходу та ціни у відсотках до номіналу за облігаціями тощо.

Функція об'єктивного визначення біржами справедливої вартості активів виконується в Україні досить умовно, оскільки *для адекватного визначення ціни має бути постійний або, принаймні, більш-менш регулярний попит та пропозиція у формі подання заявок на торги та укладення біржових договорів. А сам факт допуску цінних паперів до біржових торгів зовсім не гарантує ліквідності та наявності цінових орієнтирів.*

Зазвичай в обігу на регульованих ринках перебувають фінансові інструменти, що цікаві інвесторам, більш-менш регулярно торгуються та, відповідно, мають актуальні ціни. Натомість *в Україні цінні папери можуть перебувати в біржових списках роками, незважаючи на повну відсутність попиту та пропозиції.*

⁴³ На відміну від бірж, інші торговельні майданчики практично не виконують функцій регулювання та контролю щодо встановлення детальних правил по допуску до торгів фінансових інструментів, моніторингу та контролю цін і меж їх коливань, гарантій обов'язкового виконання угод, протидії зловживання та застосування санкцій. Крім того, поза біржею можуть торгуватися фінансові інструменти, якість яких не контролюється. Як наслідок, покупець (через недостатню інформованість або з метою, що не відповідає цілям раціонального інвестування) може (має можливість) придбати цінні папери емітентів, які мають ознаки фіктивності (т.зв. "сміттєві"), за цінами, що можуть не відповідати фінансовим показникам таких емітентів. Натомість емітенти цінних паперів, допущені до торгів на фондовій біржі, підлягають щільному контролю на предмет відповідності умовам допуску до біржових торгів та лістингу, в т.ч. дотримання вимог законодавства та нормативно-правових актів НКЦПФР щодо регулярності оприлюднення фінансової та іншої інформації, належних стандартів корпоративного управління, фінансового стану та захисту прав інвесторів.

Це є наслідком низки факторів, у т.ч. суперечливого законодавчого регулювання акціонерних товариств (певний період вони мали в обов'язковому порядку забезпечити включення акцій до біржового списку або навіть біржового реєстру, тобто пройти лістинг), періодичних вимог до банків та інституційних інвесторів придбавати винятково лістингові цінні папери або цінні папери виключно на біржі, відсутності вимог до мінімальної ліквідності цінних паперів в біржовому списку тощо. Як наслідок, цінні папери могли бути допущені до торгів за ініціативи емітента (на виконання законодавчих вимог) або торговця цінними паперами (під проведення разової операції) та залишитися в біржовому списку без жодної торговельної активності протягом значного періоду (нерідко – кількох років поспіль).

Упродовж останніх років кількість таких "пасивних" випусків ЦП у біржовому обігу дещо зменшилася через скорочення кількості бірж, емітентів та потенційних інвесторів, відміну законодавчої вимоги щодо допуску до біржових торгів акцій АТ, які не здійснювали публічної пропозиції, а також унаслідок припинення обігу ЦП, що мали ознаки фіктивності, та порушення значної кількості справ за правопорушення, пов'язані із маніпулюванням (як буде показано нижче, без достатніх підстав та за відсутності адекватного нормативного та методичного забезпечення).

Утім, проблема залишається болючою: *значна кількість фінансових інструментів у біржових списках торгується вкрай нерегулярно, тож не має актуальних цін.*

Звіт НКЦПФР за 2016 р. свідчить про вкрай низьку регулярність торгів більшістю фінансових інструментів на фондових біржах України: лише два випуски акцій (0,1% випусків, допущених до торгів, табл. 6) торгувалися на біржовому ринку щодня, тобто регулярність торгів ними становила 100% загальної кількості торговельних днів (249). Натомість 14% випусків цінних паперів та деривативів, допущених до біржових торгів, торгувалися лише 1–9% торговельних днів, а 80,8% випусків – менше 1% торговельних днів (0–2 дні на рік), у т.ч. *значна частка не торгувалася протягом цілого року жодного торговельного дня.*

У 2017 р., за даними провідних фондових бірж (ФБ "Перспектива", ПФТС, УБ), кількість випусків цінних паперів, з якими хоч раз на рік укладалися договори, коливалася в межах 136–151, що становить у середньому 29% кількості випусків цінних паперів у біржових списках бірж (від 373 на УБ до 636 на ПФТС). *Тобто за 71% випусків цінних паперів протягом року не укладалося угод й адекватність біржових цінових орієнтирів за ними (біржовий курс, ціна закриття) викликає сумнів.*

Ці дані підтверджує й аналіз актуальності ціноутворення на біржах, що регулярно функціонують. Станом на 27.06.2018 р. на ПФТС із 589 випусків цінних паперів у біржовому списку договори укладалися лише за 18%, за 5% розраховувався біржовий курс (у т.ч. за 4% протягом останніх двох місяців), за 9% – ціна закриття (в т.ч. лише за 6% – протягом останніх двох місяців). Аналогічні показники на ФБ "Перспектива": з 464 випусків цінних паперів у біржовому списку лише за 26% укладалися договори, за 1% розраховувався біржовий курс, за 7% – ціна закриття (табл. 7).



Таблиця 6

**Регулярність торгів на фондових біржах України в розрізі
фінансових інструментів упродовж 2016 р.**

Регулярність біржових торгів, %	Акції	Облігації підприємств	Державні облігації	Інвест. сертифікати	Опціонні сертифікати	Деривативи	Усього	Частка, %
100	2	0	0	0	0	0	2	0,1
90–99	7	0	0	2	0	0	9	0,5
80–89	0	0	1	0	0	0	1	0,1
70–79	1	0	1	0	0	0	2	0,1
60–69	4	0	1	0	0	0	5	0,3
50–59	3	0	3	0	0	0	6	0,3
40–49	4	0	3	1	0	0	8	0,4
30–39	10	0	4	1	2	0	17	0,9
20–29	8	0	2	0	0	0	10	0,5
10–19	18	1	11	3	3	1	37	2,0
1–9	91	83	27	23	25	9	258	14,0
0	838	111	224	95	1	220	1489	80,8
Усього	986	195	277	125	31	230	1844	100,0

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [4].

Таблиця 7

Актуальність ціноутворення на біржах України станом на 27.06.2018 р.

Вид ЦП	Допущено до торгів	Угоди за 6 місяців	Розрахований біржовий курс		Розрахована ціна закриття		
			до 2 місяців	понад 2 місяці	до 2 місяців	2–6 місяців	6–12 місяців
ПФТС							
Державні облігації	253	67	15	4	26	1	0
Облігації підприємств	63	20	0	0	3	1	1
Акції	244	18	7	5	8	4	9
Інвест. сертифікати	29	1	0	0	1	0	0
Усього	589	106	22	9	38	6	10
Частка випусків, %	100	18	4	1	6	1	2
ФБ "Перспектива"							
Державні облігації	237	82	1	3	6	3	16
Облігації підприємств	105	16	0	0	0	0	0
Акції	69	6	0	0	4	0	4
Інвест. сертифікати	31	1	0	0	0	0	1
Опціонні сертифікати	22	14	0	0	0	0	0
Усього	464	119	0	3	10	3	21
Частка випусків	100%	26%	0%	1%	2%	1%	4%

Джерело: складено автором за даними фондових бірж: Результати торгів ПФТС. URL: <http://pfts.ua/trade-info/trade-results>; Результати торгів ФБ "Перспектива". URL: <http://fbp.com.ua/Trade/CommonRate.aspx>

Тож для лівової частки цінних паперів в Україні, попри їх допуск до біржових торгів, фактично відсутній активний ринок, який відповідно до націо-

нальних та міжнародних стандартів бухгалтерського обліку/звітності дає можливість визначити справедливу вартість.

Активний ринок у МСФЗ 13 визначається як ринок, на якому операції для активів або зобов'язань відбуваються з *достатньою частотою* та у *достатньому обсязі*, щоб надавати інформацію про ціноутворення *на безперервній основі*. Аналогічне визначення наводиться НБУ в Інструкції з бухгалтерського обліку операцій із фінансовими інструментами в банках України, а в Постанові Правління НБУ від 26.10.2015 № 732 містяться жорсткі критерії такого ринку. Зокрема, для боргових цінних паперів за період *30 календарних днів* вимагаються *щоденні* двосторонні котирування зі спредом до 0,5%, виконання 10–30 договорів протягом 5–15 днів, денний обсяг торгів 1–5 млн грн, для акцій ПАТ за той самий період – розрахунок біржових курсів протягом 10 днів, відповідність іншим лістинговим умовам. Тобто НБУ *вважає активним той ринок, де заявки подаються щодня, а дотримання інших вимог ліквідності контролюються за адекватний період – 30 календарних днів*.

На відміну від НБУ, для НКЦПФР *проблема недостатньої актуальності цін, що формуються на фондових біржах, стала зрозумілою не одразу*. Так, рішенням НКЦПФР від 28.07.2016 № 808 були внесені зміни до Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андерайтингу, управління цінними паперами, зокрема, в частині визначення так званих "підозрілих" договорів. Ознаками таких договорів з цінними паперами на біржовому або позабіржовому ринку стала різниця між ціною договору та цінами, що формувалися на фондових біржах: для лістингових та індексних цінних паперів орієнтиром став останній розрахований біржовий курс (різниця $\geq 30\%$), для позалістингових цінних паперів – остання розрахована ціна закриття торговельного дня (різниця $\geq 50\%$). Далі рішенням НКЦПФР від 22.06.2017 № 460 були внесені зміни, згідно з якими різницю між цінами договорів та біржовим курсом для лістингових та індексних цінних паперів було скорочено з 30 до 20%. Однак суттєвішою проблемою стало не відносне значення різниці між цінами договорів, що укладали торговці цінними паперами у власних інтересах чи інтересах клієнтів, а *тотальна неактуальність біржових курсів та цін закриття*. Лише згідно з рішенням НКЦПФР від 15.03.2018 № 142 (через понад півтора року після первинного рішення) у визначенні "підозрілих" договорів нарешті з'явилися критерії придатності цінних орієнтирів у контексті часу їх формування.

Який же критерій актуальності винайшов регулятор фондового ринку? Тиждень? Місяць? Ні, такими вузькими діапазонами часу наш постійно реформований ринок не досягнути. НКЦПФР вимагає порівнювати ціни договорів з останніми значеннями біржового курсу чи ціни закриття, розрахованими протягом 12 місяців. Цілого року! *Таким чином, з точки зору НКЦПФР, ціни, сформовані на біржі рік тому, цілком актуальні й саме з ними необхідно порівнювати ціни поточних угод. Навряд чи такий підхід достатньо обґрунтований, якщо врахувати, що за рік, наприклад, основний індекс акцій в Україні може змінитися на 71–75%*. І це, як уже зазначалося, позитивно сприймається НКЦПФР.



Тож основним критерієм актуальності цін цінних паперів у сфері компетенції НКЦПФР у більшості випадків є рік – на відміну від інших регуляторів (табл. 8).

Таблиця 8

Порівняння критеріїв актуальності цін цінних паперів у нормативно-правових актах окремих регуляторів

Предмет визначення	Ознака регулювання	Період	Регулятор, документ
Справедлива вартість ЦП	Наявність активного ринку: у боргових ЦП (у т.ч. державних) – наявність щоденних двосторонніх цін котирування, виконання договорів купівлі-продажу; акцій ПАТ – розрахунок біржових курсів	30 календ. днів	НБУ. Порядок оцінки за справедливою вартістю цінних паперів резидентів, що перебувають у власності НБУ або приймаються ним як забезпечення виконання зобов'язань (п. 9–10, розділ II)
Ринкова вартість емісійних ЦП	Середній біржовий курс	3 міс.	Закон України "Про акціонерні товариства" (ст. 8)
Ціна придбання / продажу акцій	Найвища ціна набуття власності на акції	12 міс.	Закон України "Про акціонерні товариства" (ст. 65, 65 ¹ , 65 ²)
"Підозрілі" договори	Відхилення ціни угоди від біржового курсу або ціни закриття	12 міс.	НКЦПФР, Правила (умови) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами (розділ II)
Ознаки фіктивності	Контроль регулярної річної звітності емітента	Рік	НКЦПФР, Положення про функціонування фондових бірж (п. 8, розділ III)
Цінова нестабільність	Відхилення поточної ціни від попереднього значення ціни закриття	Немає	НКЦПФР, Положення про функціонування фондових бірж (п. 13, розділ III)

Джерело: складено автором відповідно до законодавства та нормативно-правових актів НБУ та НКЦПФР.

Понад те, *навіть за таких мінімальних вимог НКЦПФР до актуальності цін, переважна кількість цінних паперів у біржовому обігу в Україні не має адекватних цінових орієнтирів, бо біржові курси та ціни закриття за 90–95% випусків цінних паперів розраховувалися понад рік тому або не розраховувалися взагалі.*

Також суттєвою проблемою є відсутність у Положенні про функціонування фондових бірж *критеріїв актуальності цін закриття для визначення ситуацій цінової нестабільності, тобто відхилення поточної ціни від попереднього значення ціни закриття.* З огляду на констатовану вище нерегулярність торгів більшістю цінних паперів, ціна закриття востаннє може бути розрахована на підставі біржових торгів, які відбулися багато місяців тому. При цьому в ситуації цінової нестабільності біржі мають приймати важливі рішення: про доцільність/необхідність зупинення біржових торгів, проведення перевірки та отримання пояснень від учасників торгів, звітування до НКЦПФР,

оприлюднення відомостей про цінову нестабільність. І все це – без встановлених регулятором критеріїв актуальності попередніх цін закриття, з якими треба порівнювати поточні ціни.

Ціноутворення на нерозвиненому фондовому ринку: особливості та проблеми

Особливості формування біржових цін. Адресні та безадресні заявки

Важливо наголосити, що *рідкі випадки розрахунку біржового курсу та ціни закриття є наслідком як загальної неліквідності ринку, так і непродуманого регулювання*. Основні біржові цінові орієнтири в Україні (біржовий курс та ціна закриття) формуються винятково в режимі укладання договорів на підставі безадресних заявок. Тому *нерідкою є ситуація, коли біржові торги за цінними паперами відбуваються досить регулярно, але біржовий курс та ціна закриття не розраховуються, оскільки угоди укладаються за адресними заявками*.

Зокрема, Порядок визначення біржового курсу цінного паперу, затверджений рішенням НКЦПФР від 03.07.2015 № 933, вимагає від учасників торгів дотримання низки різнорідних та специфічних параметрів: певних умов розрахунків, використання безадресних заявок, підтримання заявок у межах 15% спреда на обсяг не менше 20–200 тис. грн залежно від виду цінних паперів та протягом не менше 50% часу торговельної сесії.

Розрахунок цін закриття впорядковано Положенням про функціонування фондових бірж (затверджене рішенням НКЦПФР від 22.11.2012 № 1688), яке також вимагає наявності безадресних заявок та передбачає можливість зупинення торгів на годину чи до кінця торговельного дня у разі значного зменшення чи збільшення порівняно з попереднім значенням ціни закриття, а також відповідних перевірок та вимагання пояснень в учасників торгів з боку біржі та/або НКЦПФР. *А оскільки ціни закриття можуть формуватися і кілька місяців тому, а фактична ринкова ціна за цей час могла об'єктивно змінитися, то такі ситуації не є рідкістю та не спрощують діяльність ані бірж, ані інвесторів*.

Крім того, саме факти розрахунку біржового курсу та динаміки ціни закриття НКЦПФР розглядає як підстави для прийняття рішень щодо наявності ознак маніпулювання.

Як результат, учасники ринку не бачать сенсу в таких складнощах і частіше торгують в умовах, які виключають розрахунок біржового курсу та/або ціни закриття, тобто укладають договори на адресних умовах.

Таким чином, навіть за наявності регулярного попиту та пропозиції на цінні папери, найбільш значущі цінові орієнтири бірж (біржовий курс та ціна закриття) тривалий час залишаються неактуальними саме тому, що інвестори не зацікавлені їх змінювати, бо це може призвести до правових ризиків.

Проте учасники ринку застосовують інші цінові орієнтири, що публікуються фондовими біржами як результати котирування, в т.ч. орієнтири, що формуються в адресних умовах (кращі ціни адресних заявок на купівлю-продаж, середньозважені ціни або ціни останніх угод та відповідні доходності). Тим більше, що облікова політика більшості інвесторів та професійних учасників ринку (так само, як і нормативно-правові акти НКЦПФР), не кон-



кретизує достатнім чином, які саме результати котирування на фондовій біржі (сформовані в адресних чи безадресних умовах) мають застосовуватися для оцінки справедливої вартості цінних паперів у активах.

Більше того, для базового інструмента національного біржового ринку (державних облігацій) найбільш прийнятним джерелом інформації про справедливу вартість тривалий час є не біржові котирування, а індикатори ціни та доходності, які в щоденному режимі *розраховує та публікує НБУ* із застосуванням параметричної моделі Нельсона – Сігела відповідно до постанови Правління НБУ від 26.10.2015 № 732. При цьому базові криві безкупонної доходності та *справедлива вартість державних облігацій розраховується НБУ на підставі не тільки безадресних, а й адресних біржових договорів та навіть позабіржових угод.*

На жаль, цей підхід можливий тільки для такого достатньо стандартизованого та надійного інструмента, як державні облігації: їх вартість є доволі прогнозованою (через чітко встановлені строки обігу та умови виплати доходу), а ліквідність – порівняно високою (через можливість застосування як забезпечення за кредитними операціями – РЕПО, в т.ч. з НБУ); внаслідок значної кількості інструментів в обігу, навіть за відсутності актуальних цін за окремим випуском облігацій, можуть бути застосовані цінові орієнтири інших випусків з подібними параметрами. *Для інших видів цінних паперів (насамперед для акцій, строк обігу яких необмежений, а вартість залежить від значного кола важкопрогнозованих зовнішніх та внутрішніх факторів) визначення справедливої вартості є суттєвою проблемою.* Недарма ст. 8 Закону України "Про акціонерні товариства" для визначення ринкової вартості акцій як *альтернативу біржовому курсу, пропонує вартість, визначену відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність.* Утім, і до якості роботи оцінювачів майна є багато запитань, якщо згадати історію української приватизації та актуального досвіду продажу цінних паперів з активів банків, що ліквідуються.

Для низки учасників торгів укладення біржових договорів саме в адресному режимі навіть менш ризиковане, оскільки спрощує процедури внутрішнього погодження та мінімізує ризики compliance. У разі акцепту безадресної заявки член біржі може укласти договір з контрагентом (його клієнтом), який не відповідає вимогам compliance самого члена біржі чи його клієнта. В певних випадках це може призвести до розторгнення (анулювання) біржового договору. Зрозуміло, що при обміні адресними заявками з регулярними та передбачуваними контрагентами такі ризики відсутні. Певною мірою, ситуація може спрощуватися у разі розірвання угоди на два договори, де технічним покупцем та продавцем є ПАТ "Розрахунковий центр" як центральний контрагент. Утім, на практиці виокремити первісних покупця та продавця нескладно, і питання ризиків укладення угоди з контрагентом, що не відповідає вимогам compliance, залишається актуальним.

Очевидно, що спосіб укладення угоди на підставі безадресних (анонімних) заявок є більш конкурентним та потенційно сприяє визначенню більш об'єктивних цін, оскільки учасники торгів не можуть знати, хто саме подає безадресні заявки, тож обирають не заздалегідь визначеного контрагента, а заявку

із кращими параметрами (насамперед ціною, незалежно від того, хто подав заявку на торги).

Однак у світовій практиці режим торгів з використанням винятково без-адресних заявок (Order-Driven Market, Electronic Order Book Transactions) не є єдино можливою біржовою технологією. Біржі створюють різні режими торгів⁴⁴, аби надати інвесторам максимальний спектр торговельних можливостей, у т.ч. подання адресних заявок на ринках котировок (адресних ринках, Quote-Driven Market, Off-Electronic Order Book Transactions, Negotiated deals), односторонніх аукціонів, ринках РЕПО тощо. Зокрема, важливим параметром заявки може стати не стільки ціна цінного паперу, скільки обсяг (цікава учаснику торгів кількість цінних паперів може пропонуватися зовсім не за мінімальною ціною), умови розрахунків (ціна та доходність може суттєво залежати від дати виконання зобов'язань, зокрема, через відсоткові та валютні ризики, а також виплат за інструментом), передбачуваність контрагента (з точки зору compliance та в умовах, коли не створено дієву систему гарантій виконання зобов'язань, особливо за угодами з відстроченим виконанням).

Як наслідок, навіть на найбільших біржах світу спостерігається значна частка угод, укладених поза ринком заявок. Так, у 2017 р. на Nasdaq поза ринком заявок сформований обсяг угод з акціями в 22,1 трлн дол. США (66% загального обсягу), на BATS Chi-X Europe – 5,1 трлн дол. США (68%), на LSE Group – 2,5 трлн дол. США (52%), на Euronext – 0,9 трлн дол. США (32%), загалом щодо членів Світової федерації бірж – 34 трлн дол. США (29% загального обсягу 117 трлн дол. США, табл. 5). На ринку боргових інструментів поза ринком заявок на біржах сформований обсяг угод 19,7 трлн дол. США (84% загального обсягу торгів 23,3 трлн дол. США), тож адресні угоди переважають.

Важливий не стільки формат заявок, на підставі яких укладаються договори на регульованому ринку, скільки ліквідність і зручність торгів для інвесторів, об'єктивність цінних орієнтирів. З огляду на домінування на біржовому ринку України облігацій, міжнародний досвід концентрації торгів облігаціями в режимі адресних угод та неконструктивну зарегульованість процедур ціноутворення на біржах України, не дивно, що основний обсяг угод та найбільш об'єктивні цінні орієнтири формуються в адресних умовах.

Нещодавно (рішенням НКЦПФР від 16.02.2018 № 92) до Положення про функціонування фондових бірж були внесені зміни, які покладають на фондові біржі обов'язок *контролювати відхилення від ціни закриття не тільки безадресних, а й адресних заявок*. Зважаючи на вже констатовану неактуальність значної частки цін закриття та відсутність адекватних стимулів для інвесторів торгувати в безадресному режимі та актуалізовувати ціни закриття, цей крок може стати черговим фактором регуляторної демотивації учасників ринку та стимулювання інвесторів до міграції на позабіржовий ринок.

⁴⁴ Відсутність в Україні чіткої та відповідної міжнародним підходам класифікації торговельних технологій, у т.ч. нормативної, створює передумови для профанації понять. Зокрема, у світі торги за технологією ринку заявок передбачають винятково безадресні заявки та гарантування розрахунків за угодами внаслідок попереднього резервування активів: натомість на біржовому фондовому ринку України є приклади, коли на ринку заявок угоди укладаються на підставі адресних заявок, з відстроченим виконанням і без резервування активів.



Операційні та інфраструктурні проблеми біржової торгівлі

Сучасна біржова торгівля – досить складний процес, який не зводиться лише до виставлення заявки в торговому терміналі фондової біржі.

Обслуговування провідними біржами світу одночасно тисяч брокерів та мільйонів їхніх клієнтів, а також оброблення десятків мільйонів заявок на день щодо десятків тисяч інструментів стали можливими винятково унаслідок автоматизації на всіх ланках ініціювання та виконання трансакції. Звісно, що коли на найбільш ліквідних та технологічних біржах світу заявка інвестора виконується за лічені мікросекунди, це вимагає створення біржею надійної та продуктивної торговельної платформи. Втім, подання заявки на торги та укладення договору на біржі є частиною значно ширшого кола процедур, що виконуються не тільки біржею, а й значною кількістю суб'єктів інфраструктури фінансового ринку та вимагають багато часу та операційного навантаження.

В Україні у процесі ініціювання та виконання стандартної трансакції задіяні такі учасники ринку: торговці цінними паперами (надають клієнтам-інвесторам послуги з брокерського обслуговування); фондові біржі (забезпечують укладення договорів на підставі заявок, поданих торговцями цінними паперами, контролюють ліміти та спільні зобов'язання, ініціюють та відстежують розрахунки за угодами); депозитарій (в Україні їх два – для різних видів цінних паперів) та депозитарні установи (проводять розрахунки в цінних паперах); ПАТ "Розрахунковий центр" (спеціалізований банк, що проводить грошові розрахунки за угодами, укладеними за принципом "поставка проти оплати").

Якщо розглядати цей процес з точки зору торговця цінними паперами, наприклад банку, то подання заявок на біржові торги є складовою комплексу заходів із управління власним портфелем, виконання замовлень клієнтів, управління ліквідністю, в межах якого необхідно постійно аналізувати:

- ринкову кон'юнктуру (існуючі та прогнозні ціни інструментів, ліквідність, дохідність альтернативних напрямів інвестування, динаміку курсів, індексів, відсоткових ставок тощо),
- стан інвестиційного портфеля (порівняння балансової вартості цінних паперів у власності з ринковими цінами, оцінка диверсифікації за структурою, цінами, ліквідністю, строком обігу, прийняття рішень про придбання, продажу, заміну інструментів у портфелі),
- фінансові наслідки продажу цінних паперів з портфеля (інвестиційна діяльність є ризикованою, тож неможливо гарантовано отримувати прибуток від кожного продажу),
- ліквідність (достатність фінансових ресурсів для укладення угод з купівлі-продажу цінних паперів, зважаючи на наявність зобов'язань за раніше укладеними договорами з цінними паперами та інші фінансові операції, в т.ч. з кредитування, залучення депозитів),
 - дотримання регуляторних (ліцензійних та пруденційних) нормативів,
 - виконання замовлень клієнтів на купівлю-продаж цінних паперів,
 - торговельну ситуацію (наявність на тій чи іншій біржі чи поза біржами попиту та пропозиції на конкретні цінні папери, щодо яких прийнято рішення щодо купівлі/продажу).

Після остаточного прийняття та погодження рішень щодо можливості купівлі-продажу конкретних цінних паперів на фондовій біржі забезпечується наявність активів для укладення угоди чи низки угод: резервується необхідний обсяг коштів у ПАТ "Розрахунковий центр" та цінних паперів у депозитарній системі, причому для розрахунків за торгами на конкретній біржі.

На підставі інформації від ПАТ "Розрахунковий центр" про зарезервовані активи фондова біржа формує та відображає в терміналі торговця цінними паперами ліміти, в межах яких можуть укладатися біржові договори.

Член біржі подає заявку на торги на біржі. У разі наявності зацікавленості з боку інших учасників торгів (зустрічної заявки на аналогічних умовах) та відповідності заявок вимогам біржі укладається договір, який підлягає виконанню поточного дня або в іншу дату відповідно до поданих заявок.

Проведення розрахунків забезпечується завдяки автоматизованому обміну регламентною інформацією між фондовою біржею, ПАТ "Розрахунковий центр", відповідним депозитарієм та депозитарними установами, що обслуговують продавця та покупця.

Таким чином, виставлення заявки на торги та її виконання є результатом ретельного аналізу та прийняття інвестиційних рішень, досить непростих процедур стандартизованого інформаційного обміну та контролю за участі численних учасників ринкової інфраструктури.

З огляду на зростаючі вимоги нормативно-правових актів НКЦПФР (насамперед щодо функціонування фондових бірж та фінансового моніторингу), біржі мають ретельно контролювати всіх торговців цінними паперами – членів біржі та емітентів цінних паперів, допущених до торгів. Уся інформація про їхні ідентифікаційні дані, зміни у них та відповідність нормативними вимогам *потребує щоденної актуалізації*. Інакше в торгах може взяти участь торговець цінними паперами з припиненою ліцензією або буде укладено угоду з фінансовими інструментами, обіг яких на біржовому ринку припинено. Та навіть якщо цього не сталося, регулятор може виявити невідповідність (неактуальність) даних, оскільки детальні відомості про допуск до торгів членів біржі та цінних паперів є складовою звітності (адміністративних даних) та мають оперативно оприлюднюватися на веб-сайті біржі, а звітність про укладені угоди складається *на щоденній основі*.

Уже *на етапі входу користувача до терміналу* електронна торговельна система (ЕТС) біржі перевіряє за багатьма параметрами та може заборонити доступ до торгів для членів біржі, в яких зупинено дію ліцензії торговця цінними паперами, уведено тимчасову адміністрацію, несвоєчасно оновлені документи про зміну назви чи інші важливі ідентифікаційні дані, втратило чинність доручення уповноваженого представника або сертифікат на право професійної діяльності на ринку цінних паперів, закінчився строк дії сертифікату електронного підпису, не виконано необхідні платежі, припинено обслуговування суб'єктами інфраструктури клірингу та розрахунків, не оформлено отримання чи припинено доступ до окремих сегментів біржових торгів.

На етапі подання кожної заявки ЕТС біржі теж перевіряє за багатьма параметрами і може автоматично відхилити заявку в разі: недостатності зарезервованих активів (коштів або цінних паперів), невідповідності ціни заявки



численним обмеженням (це можуть бути спреди, межі граничних відхилень, початкова ціна, крок ціни), невідповідності обсягу заявки встановленому лоту торгів, неповноти реквізитного складу заявки, спроб укласти угоду між двома різними торговцями цінними паперами в інтересах одного й того самого клієнта тощо.

Більше того, фондова біржа *в ситуаціях цінової нестабільності*, які визначені у п. 13 розділу I Положення про функціонування фондових бірж, може (в певних випадках – зобов'язана) зупинити на годину чи зовсім припинити цього дня торги окремим цінним папером або подібними цінними паперами (емітентів аналогічної та споріднених галузей).

Також *перевіряються всі обставини*: чи відбулися надмірні цінові коливання з *об'єктивних причин* (зокрема, корпоративні події, виплати доходів чи частини номіналу за цінними паперами, недостатня актуальність ціни закриття, зміна офіційного курсу для цінних паперів, номінованих у валюті) або *є підстави вважати про наявність ознак маніпулювання на фондовій біржі*. Разом із тим *виявити ознаки маніпулювання можна і в ситуаціях, коли ціни суттєво не змінюються і ситуації цінової нестабільності не виникали*.

Фондова біржа (як і інші учасники фондового ринку України) перебуває в ситуації правової невизначеності щодо критеріїв маніпулювання, відсутності адекватного методичного забезпечення та, як наслідок, суперечливого правозастосування НКЦПФР та судочинства. В таких умовах формалізація та алгоритмізація автоматичного виявлення ЕТС угод, які можуть свідчити про маніпулювання, на практиці є завданням утопічним.

Висновки

Аналіз природи виникнення та проявів структурно-функціональних деформацій фондового ринку України дав підстави констатувати:

1) відсутність зацікавленості емітентів у залученні капіталу та об'єктивній ціні на випущені ними цінні папери:

- за весь період існування вітчизняного фондового ринку не відомо жодного випадку залучення капіталу через публічну пропозицію цінних паперів;
- державна політика щодо регулювання акціонерних товариств спотворила ринкову сутність публічних компаній;

2) об'єктивні причини триваючої нерозвиненості та непривабливості національного ринку капіталу:

- олігархічний характер економіки з домінуванням напівсировинної спеціалізації фактично консервує нинішній стан ринку з його ключовими вадами (неліквідністю, обмеженим інструментарієм, неспроможністю формування об'єктивних цін);
- на ринку практично відсутні інструменти з високими інвестиційними характеристиками (єдиним винятком є державні облігації, які домінують на національному ринку за часткою в обсязі біржових торгів та в активах найбільш значущих фінансових інститутів);

3) неадекватний характер регуляторних практик:

- система регулювання фондового ринку в Україні не відповідає його об'єктивному стану, регулювання, по суті, імітується; поняття підмінюються

та використовуються формально, зокрема, за відсутності публічних випусків, попри європейську практику, фактично регулюються виключно непублічні компанії (емітенти, що здійснили приватну пропозицію);

- ініціативи регулятора щодо збільшення повноважень та фінансування, що виправдовується активним порушенням справ щодо зловживання ринком (маніпулювання);

4) неліквідність, відсутність актуальних та надійних цінових орієнтирів:

- через низьку ліквідність більшість цінних паперів, допущених до біржових торгів, фактично не мають активного ринку, угоди за ними відсутні протягом значних проміжків часу, а біржові цінові орієнтири або відсутні, або неактуальні;

- специфіка регулювання ціноутворення на українських фондових біржах не враховує низької ліквідності та особливостей формування цін (зокрема, за угодами з відстроченими виконанням, РЕПО, з цінними паперами, деномінованими у валюті) та дестимулює учасників торгів укладати угоди – як у найбільш конкурентних умовах (у безадресному режимі), так і з іншими торговельними технологіями;

- базовий сегмент фондового ринку (ринок акцій) продукує недостовірні ціни та бенчмарки (індекси, капіталізацію, мультиплікатори), втім для державних облігацій існують бенчмарки, що спрощують оцінку справедливої вартості;

- в умовах відсутності актуальних та надійних цінових орієнтирів на фондовому ринку та суб'єктивності критеріїв регулятора у питаннях маніпулювання виокремлення випадків зловживань на тлі тотальної неліквідності ринку видається досить умовним.

Наведена вище сукупність фактів дає підстави для висновку, що багаторічний національний експеримент щодо створення фондового ринку за рахунок приватизації та законодавчого примушення підприємств існувати саме в організаційно-правовій формі акціонерного товариства та забезпечувати публічність (попри те, що емітенти не бачили в цьому жодного сенсу), закінчився, як і очікувалося, невдало. Тривале спотворення об'єктивних ринкових практики так само завершилося профанацією у вигляді суто української інтерпретації процедури squeeze-out.

На фондовому ринку України через низку об'єктивних (соціально-економічних) та суб'єктивних (спотворене регулювання) причин відсутні умови та можливості для формування справедливих цін на переважну кількість фінансових інструментів (виняток становлять лише державні облігації). Тобто будь-які біржові ціни, в тому числі на цінні папери, що використовуються для розрахунку біржових фондових індексів, від самого початку є штучними, а так званих "дійсних" цін на ринку просто не існує. Саме цим пояснюється щорічне приголомшливе зростання українських фондових індексів.

З формальної точки зору можна припустити, що будь-яке ціноутворення на українському фондовому ринку є маніпулюванням. Але це буде підміна понять, бо економічна природа маніпулювання полягає в штучному спотворенні саме об'єктивних цін. Однак об'єктивні ціни можуть сформуватися лише за умов на кілька порядків вищої ліквідності, конкурентності, адекватного



регулювання і тільки за інструментарієм публічних компаній, зацікавлених в існуванні таких об'єктивних цін. При цьому існуюча біржова та розрахункова інфраструктура технологічно цілком спроможна витримати зростання ліквідності (кількості та обсягів транзакцій, кількості фінансових інструментів, учасників торгів та їх клієнтів) на кілька порядків – тобто, до показників, відповідних ринку, здатному значно більш ефективно визначати справедливі ціни фінансових інструментів та протидіяти зловживанням.

Список використаних джерел

1. World Federation of Exchanges. Reports. URL: <https://www.world-exchanges.org>
2. Изменение законодательства об ИСИ: спешить медленно. Stock World. 15.06.2016, 09:22. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/izmieniienie-zakonodatiel-stva-ob-isi-spieshit-miedlienno>
3. Король Вячеслав. Лістинг по-українськи: бий своїх, щоб чужі боялись. *Економічна правда*. 25.07.2017. URL: <https://www.epravda.com.ua/columns/2017/07/25/627444/>
4. Річний звіт НКЦПФР за 2017 рік. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktsppfr-za-2017-rk/>
5. Річний звіт НДУ за 2017 рік. URL: https://csd.ua/images/stories/pdf/CSD_report_2017.pdf
6. Вовлеченность населения в инвестиционный процесс. *БКС Экспресс*. 24.04.2017. URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/vovlechennost-naseleniia-mira-v-investitsionnyi-protsess>
7. UX Review. 2017. № 27/2017. URL: <http://fs.ux.ua/f/2325/27-ux-review-done.pdf>
8. Аналітичний огляд ринку управління активами за 2017 рік / Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу. URL: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart/266015.html
9. Підсумки розвитку системи недержавного пенсійного забезпечення станом на 31.12.2017 / Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/17_Dep_Repetska/NPF_IV_kv%202017.pdf
10. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls
11. World Economic Outlook Database. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weoselgr.aspx>
12. Investment Company Fact Book. A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. 58th edition / Investment Company Institute. May 2018. URL: https://www.ici.org/pdf/2018_factbook.pdf
13. Global pension assets study / Willis Towers Watson, Thinking Ahead Institute. February 2018. URL: <https://www.willistowerswatson.com/-/media/WTW/Images/Press/2018/01/Global-Pension-Asset-Study-2018-Japan.pdf>
14. Sovereign Wealth Fund Rankings / Sovereign Wealth Fund Institute. August 2018. URL: <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
15. Цінні папери в портфелі депозитних корпорацій / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/3.4-Securities_assets.xls
16. Report on financial structures / European Central Bank. October 2017. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201710.en.pdf>
17. Інформаційна довідка / Фонд гарантування вкладів фізичних осіб. 16.05.2018. URL: <http://www.fg.gov.ua/about/prezentatsiji-fondu/37420-70protsent-tsinnikh-paperiv>



- shcho-oblikovuiutsia-na-balansi-neplatospromozhnykh-bankiv-smittievi-i-vykorystovuvalys-dlia-vyvedennia-likvidnykh-aktyviv
18. Підсумки діяльності страхових компаній за 2017 рік / Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL: https://www.nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/SK/2017_rik/sk_%202017.pdf
19. Institutional Investors Statistics / OECD. 2017. URL: https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017/international-comparisons_instinv-2017-2-en
20. Pension Markets in Focus / OECD. 2018. URL: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2018.pdf>
21. Ткач Олександр. Пенсійні уроки для України. Польський досвід. *Дзеркало тижня. Україна*. 22.09.2017. URL: https://dt.ua/macrolevel/pensiyni-uroki-dlya-ukrayini-polskiy-dosvid-254926_.html
22. Овчаренко Григорій. Відсутність в Україні фондового ринку – "плюс" для пенсійної реформи / *Мінфін*. 30.10.2018. URL: <https://minfin.com.ua/ua/2018/10/30/35392383/>
23. Гончаров Олександр. Старі правила в економіці не працюють, нових поки немає. А можна було би повчитися у Польщі. *112.ua*. 18.03.2019. URL: <https://ua.112.ua/mnenie/stari-pravya-v-ekonomitsi-ne-pratsuiut-novykh-pokuy-nemaie-a-mozhna-bulo-b-povchytysia-u-polshchi-484354.html>
24. Government Pension Fund Global / Norges bank. February 2019. URL: <https://www.nbim.no/contentassets/02bfbef416f4014b043e74b8405fa97/annual-report-2018-government-pension-fund-global.pdf>
25. Кількість юридичних осіб за організаційними формами / Державна служба статистики України. URL: http://www.ukrstat.gov.ua/edrpy/ukr/EDRPU_2018/ks_opfg/ks_opfg_0118.htm
26. Показники банківської системи / Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=34661442
27. Regional Central Counterparty: a solution for Central and Easter Europe / European Bank for Reconstruction and Development and Oliver Wyman. September 2015. URL: <https://www.ebrd.com/documents/comms-and-bis/regional-central-counterparty.pdf>
28. Хромаєв Тимур. Багато хто кричить "зрада" і "ганьба" у Фейсбуці, але доводить власну правоту не вміють / *Financial Club*. 26.12.2018. URL: <https://finclub.net/ua/analytics/tymur-khromaiev-bahato-khto-krychyt-zrada-i-hanba-u-feisbutsi-ale-dovodyty-vlasnu-pravotu-ne-vmiut.html>
29. MSCI Global Market Accessibility Review (2018, June). URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2018_%28FINAL%29.pdf/04dd3b70-487a-8395-912c-89a202b5b4fa
30. Market capitalization of listed domestic companies (current US\$) Stock market capitalization to GDP / World Bank, Development Research Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD; https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=1250&series=GFDD.DM.01>
31. Обсяги торгів облігаціями в Україні співставні з європейськими показниками. *FinPost*. 06.02.2018. URL: <https://finpost.com.ua/news/6975>
32. Шишков С.Є. Олігархізм як чинник інституційних деформацій фондового ринку в Україні. *Український соціум*. 2019. № 2 (69). С. 84–96.

Надійшла до редакції 15.05. 2019 р.



Шишков С.Е., канд. экон. наук

директор ЧАО ""Фондовая биржа "Перспектива"" (Днепр)

**СТРУКТУРНО-ФУНКЦИОНАЛЬНЫЕ ДЕФОРМАЦИИ
ФОНДОВОГО РЫНКА В УКРАИНЕ:
МАКРО- И МИКРОИЗМЕРЕНИЕ**

Выявлены факторы классификации эмитентов и их ценных бумаг (формы обращения и допуска к торгам, листинга, публичности, вида предложения, ликвидности, объективности ценообразования) в контексте определения причин ограниченности инструментария на регулируемом рынке Украины и признаков его непривлекательности для эмитентов и инвесторов. Определены особенности формирования и структуры инвестиционных портфелей финансовых институтов и других инвесторов (в сравнении с международными факторами) и сложности оценки и диверсификации активов. Выявлено, что резкое сокращение круга эмитентов и финансовых посредников (из-за меняющегося законодательства, повышения нормативных требований и противоречивого правоприменения) привело к сокращению ликвидности, уменьшению конкуренции, росту трансакционных издержек, но не способствовало развитию рынка, его инфраструктуры, объективности ценообразования. Акцентируется внимание на условности рыночных бенчмарков (биржевых индексов акций, совокупной капитализации) в Украине из-за ограниченности финансового инструментария, отсутствия публичных компаний, мизерной ликвидности, высокой волатильности и искусственности ценовых ориентиров. Определены признаки неликвидности регулируемого фондового рынка Украины в сравнении с мировыми торговыми площадками (прежде всего, по акциям), а также причины нерегулярности торгов, преимущественно адресный характер заключения сделок, отсутствие активного рынка и реальных цен (в частности, из-за неудовлетворительного регулирования биржевого ценообразования). Однако следует подчеркнуть значительную роль государственных облигаций, которые отличаются от других ценных бумаг в Украине повышенной ликвидностью, значительным спросом инвесторов, большей прогнозируемостью и адекватностью цен, что является достаточно ожидаемым фактором для неразвитого фондового рынка. Выявлены особенности и проблемы ценообразования на неразвитом фондовом рынке, которые значительно усложняют задачу противодействия злоупотреблениям рынком, в частности из-за тотальной неликвидности, отсутствия или противоречивости в имплементации международной практики, субъективности существующих регуляторных критериев относительно выявления манипулирования.

Ключевые слова: фондовый рынок, фондовая биржа, объем торгов, ценные бумаги, ценообразование, манипулирование, злоупотребление рынком, публичная компания, публичное предложение, листинг, squeeze-out



*S. Shyshkov, PhD in Economics
Director of PrJSC Stock Exchange "Perspektiva"*

**STRUCTURAL-FUNCTIONAL DEFORMATIONS
OF THE STOCK MARKET IN UKRAINE:
MACRO- AND MICRO-MEASUREMENTS**

The article highlights the factors of the classification of issuers and their securities (forms of circulation and admission to trading, listing, publicity, type of offering, liquidity, objectivity of pricing) in the context of determining the reasons for the limited number of instruments in Ukraine's regulated market and signs of its unattractiveness for issuers and investors. The author defines peculiarities of the formation and structure of investment portfolios of financial institutions and other investors (in comparison with international indicators) and difficulties of the valuation and diversification of assets. It has been revealed that a sharp reduction in the number of issuers and financial intermediaries (through variable legislation, increased regulatory requirements and controversial enforcement) led to a reduction in liquidity and competition, an increase in transaction costs, and did not contribute to market development, its infrastructure, and the objectivity of pricing.

The emphasis is on the conventionalities of market benchmarks (stock indexes of shares, total capitalization) in Ukraine due to the limited financial instruments, lack of public companies, scanty liquidity, high volatility and artificiality of pricing. Indicated various signs of illiquidity of Ukraine's regulated stock market in comparison with world trading platforms (first of all, in relation to shares), as well as reasons of irregularity of the trades, mainly the purpose oriented conclusion of agreements, absence of active market and actual prices (in particular, due to unsatisfactory regulation of exchange pricing).

However, it is worth emphasizing the significant role of government bonds that differ from other securities in Ukraine in that they have increased liquidity, strong investor demand, more predictability and price adequacy, which is a sufficiently anticipated factor for an underdeveloped stock market.

The author highlights peculiarities and problems of pricing in the underdeveloped stock market, which considerably complicate the task of counteracting market abuse, in particular due to total illiquidity, the absence of contradiction in the implementation of international practice, and subjectivity of the existing regulatory criteria for the detection of manipulation.

Keywords: *stock market, stock exchange, trading volume, securities, asset pricing, market manipulation, market abuse, public company, public offering, listing, squeeze-out*



References

1. World Federation of Exchanges. Reports. Retrieved from <https://www.world-exchanges.org>
2. Changing the legislation on ICI: slow down (2016, June 15). *Stock World*. Retrieved from <https://www.stockworld.com.ua/ru/news/izmenieniie-zakonodatiel-stva-ob-isi-spieshit-miedlienzo> [in Russian].
3. Korol, Viacheslav. (2017, July 25). Listing in Ukrainian: beat yours so that people are afraid. *Ekonomichna pravda – Economic truth*. Retrieved from <https://www.epravda.com.ua/columns/2017/07/25/627444/> [in Ukrainian].
4. Annual report of the National Commission on Securities and Stock Market for 2017. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspfr-za-2017-rk/> [in Ukrainian].
5. Annual report of the National Depository of Ukraine for 2017. Retrieved from https://csd.ua/images/stories/pdf/CSD_report2017.pdf [in Ukrainian].
6. Involvement of the population in the investment process (2017, April 24). *BCS Express*. Retrieved from <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/vovlechennost-naseleniia-mira-v-investitsionnyi-protsess> [in Russian].
7. UX Review (2017). No. 27. Retrieved from <http://fs.ux.ua/f/2325/27-ux-review-done.pdf> [in Russian].
8. Analytical review of the asset management market for 2017. Ukrainian Association of Investment Business. Retrieved from http://www.uaib.com.ua/analituaiib/publ_ici_quart/266015.html [in Ukrainian].
9. Results of the development of the system of non-state pension provision as of December 31, 2017. National Commission, which carries out state regulation in the field of financial services markets. Retrieved from https://www.nfp.gov.ua/files/17_Dep_Repetska/NPF_IV_kv%202017.pdf [in Ukrainian].
10. Bonded domestic government loans in circulation, for the sum of principal debt. National Bank of Ukraine. Retrieved from https://bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls [in Ukrainian].
11. World Economic Outlook Database. Retrieved from <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/weoselgr.aspx>
12. Investment Company Fact Book. A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry (2018, May). Investment Company Institute. Retrieved from https://www.ici.org/pdf/2018_factbook.pdf
13. Global pension assets study (2018, February). Willis Towers Watson, Thinking Ahead Institute. Retrieved from <https://www.willistowerswatson.com/-/media/WTW/Images/Press/2018/01/Global-Pension-Asset-Study-2018-Japan.pdf>
14. Sovereign Wealth Fund Rankings (2018, August). Sovereign Wealth Fund Institute. Retrieved from <https://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/>
15. Securities in the portfolio of deposit-taking corporations. National Bank of Ukraine. Retrieved from https://bank.gov.ua/files/3.4-Securities_assets.xls [in Ukrainian].
16. Report on financial structures (2017, October). European Central Bank. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reportonfinancialstructures201710.en.pdf>
17. Information note (2018, May16). Guarantee Fund for Individuals Deposits. Retrieved from <http://www.fg.gov.ua/about/prezentatsiji-fondu/37420-70protsent-tsinnykh-paperiv-shcho-oblikovuiutsia-na-balansi-neplatospromozhnykh-bankiv-smittievi-i-vykorystovuvaylys-dlia-vyvedennia-likvidnykh-aktyviv> [in Ukrainian].
18. Results of the activity of insurance companies for 2017. National Commission, which carries out state regulation in the field of financial services markets. Retrieved from https://www.nfp.gov.ua/files/OgliadRinkiv/SK/2017_rik/sk_%202017.pdf [in Ukrainian].

19. OECD (2017). Institutional Investors Statistics. Retrieved from https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2017/international-comparisons_instinv-2017-2-en
20. OECD (2018). Pension Markets in Focus. Retrieved from <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2018.pdf>
21. Tkach, Oleksandr (2017, September 22). Retirement lessons for Ukraine. Polish experience. *Dzerkalo tyzhnia. Ukraina – Mirror of the week. Ukraine*. Retrieved from https://dt.ua/macrolevel/pensiyni-uroki-dlya-ukrayini-polskiy-dosvid-254926_.html [in Ukrainian].
22. Ovcharenko, Hryhorij (2018, October 30). The absence of a stock market in Ukraine is a 'plus' for pension reform. Ministry of Finance of Ukraine. Retrieved from <https://minfin.com.ua/ua/2018/10/30/35392383/> [in Ukrainian].
23. Honcharov, Oleksandr (2019, March 18). Old rules in the economy do not work, no new ones. And one could learn in Poland. *112.ua*. Retrieved from <https://ua.112.ua/mnenie/stari-pravyla-v-ekonomitsi-ne-pratsiuiut-novykh-poky-nemaie-a-mozhna-bulo-b-povchytsia-u-polshchi-484354.html> [in Ukrainian].
24. Government Pension Fund Global (2019, February). Norges bank. Retrieved from <https://www.nbim.no/contentassets/02bfbef416f4014b043e74b8405fa97/annual-report-2018-government-pension-fund-global.pdf>
25. Number of legal entities by organizational forms. State Statistics Service of Ukraine. Retrieved from http://www.ukrstat.gov.ua/edrpy/ukr/EDRPU_2018/ks_opfg/ks_opfg_0118.htm [in Ukrainian].
26. Indicators of the banking system. National Bank of Ukraine. Retrieved from https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=34661442 [in Ukrainian].
27. Wyman, Oliver. (2015, September). Regional Central Counterparty: a solution for Central and Easter Europe. European Bank for Reconstruction and Development. Retrieved from <https://www.ebrd.com/documents/comms-and-bis/regional-central-counterparty.pdf>
28. Khromaiev, Tymur (2018, December 26). Many cry 'treason' and 'shame' on Facebook, but they can not prove their own right. *Financial Club*. Retrieved from <https://finclub.net/ua/analytics/tymur-khromaiev-bahato-khto-krychyt-zrada-i-hanba-u-feisbutsi-ale-dovodyty-vlasnu-pravotu-ne-vmiut.html> [in Ukrainian].
29. MSCI Global Market Accessibility Review (2018, June). Retrieved from https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2018_%28FINAL%29.pdf/04dd3b70-487a-8395-912c-89a202b5b4fa
30. Market capitalization of listed domestic companies (current US\$). Stock market capitalization to GDP. World Bank, Development Research Group. Retrieved from <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>, <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=1250&series=GFDD.DM.01>
31. The volumes of bonds trading in Ukraine are comparable to European ones (2018, February 06). *FinPost*. Retrieved from <https://finpost.com.ua/news/6975> [in Ukrainian].
32. Shyshkov, S.Ye. (2019). Oligarchism as a factor in the institutional deformation of the stock market in Ukraine. *Ukr. Socium – Ukrainian society*, 2(69), 84-96 [in Ukrainian].