



Отримано: 23 лютого 2020 р.

Прорецензовано: 29 лютого 2020 р.

Прийнято до друку: 04 березня 2020 р.

e-mail: zhytarmaksym@gmail.com

DOI: 10.25264/2311-5149-2020-16(44)-174-183

Самородов Б. В., Житар М. О. Оцінка функціонування ринку цінних паперів України в умовах глобалізації. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: науковий журнал. Острог: Вид-во НаУОА, березень 2020. № 16(44). С. 174–183.

УДК: 336.49

JEL-класифікація: E22, F65, G11

Самородов Борис Вадимович,

доктор економічних наук, професор,

директор Харківського навчально-наукового інституту ДВНЗ «Університет банківської справи»

Житар Максим Олегович,

кандидат економічних наук, доцент, заступник директора навчально-наукового інституту фінансів, банківської справи Університету державної фіскальної служби України

**ОЦІНКА ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ
В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ**

У статті здійснено оцінку функціонування ринку цінних паперів України в умовах глобалізації. Запропоновано методику розрахунку індексу довіри населення України до фінансових послуг з управління активами на основі інтегрального індексу. Зроблено висновок про те, що протягом досліджуваних семи років внаслідок існуючої макроекономічної нестабільності масових девальвацій вітчизняної валюти в країні значно низьким залишається і рівень довіри населення до компаній з управління активами. Якість фінансових послуг, які пропонують компанії з управління активами, та високий рівень довіри зі сторони населення є основою ефективного розвитку вітчизняного ринку цінних паперів.

Ключові слова: ринок цінних паперів, глобалізація, компанії з управління активами, інвестиційні фонди.

Самородов Борис Вадимович,

доктор экономических наук, профессор,

директор Харьковского учебно-научного института ГВУЗ «Университет банковского дела»

Житар Максим Олегович,

кандидат экономических наук, доцент, заместитель директора учебно-научного института финансов, банковского дела Университета государственной фискальной службы Украины

**ОЦЕНКА ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ УКРАИНЫ
В УСЛОВИЯХ ГЛОБАЛИЗАЦИИ**

Проведена оценка функционирования рынка ценных бумаг Украины в условиях глобализации. Предложена методика расчета индекса доверия населения Украины к финансовым услугам по управлению активами на основе интегрального индекса. Сделан вывод о том, что в течение исследуемых семи лет, в результате существующей макроэкономической нестабильности, массовых девальваций отечественной валюты в стране, значительно низким остается и уровень доверия населения к компаниям по управлению активами. Качество финансовых услуг, которые предлагают компании по управлению активами и высокий уровень доверия со стороны населения является основой эффективного развития отечественного рынка ценных бумаг.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, глобализация, компании по управлению активами, инвестиционные фонды.

Borys Samorodov,

Doctor of Economics, Professor, Director of Kharkiv Educational-Scientific Institute of SHEI «Banking University»

Maksym Zhytar,

PhD in Economics, Associate Professor, Deputy Director of the Educational and Scientific Institute of Finance and Banking of the University of the State Fiscal Service of Ukraine

**EVALUATION OF THE FUNCTIONING OF THE SECURITIES MARKET OF UKRAINE
UNDER THE CONDITIONS OF GLOBALIZATION**

The state of development of the securities market accompanies the effectiveness and efficiency of the overall system. Institutions of infrastructure of the securities market, concentrating money and investing it in financial instruments of the market in the future, form effective mechanisms for its functioning and development. Investment activity is the initial one in the securities market, and its main participants are collective investment funds, namely: mutual and corporate investment funds, mutual funds of investment companies, private pension funds, banking management funds, insurance companies, and other financial institutions. An assessment of the functioning of the securities market of Ukraine in the context of globalization. A



methodology for calculating the index of confidence of the population of Ukraine in financial services for asset management based on the integral index is proposed. Applying the calculation method developed and proposed by the team of the Strategic Analysis Department of the FBK audit and consulting company, the article calculated the share of each of the σ_n indicators using the expert assessment method. It is concluded that during the seven years under study, as a result of the existing macroeconomic instability and massive devaluations of the domestic currency in the country, the level of public confidence in asset management companies remains significantly low. The quality of financial services offered by asset management companies and a high level of public confidence is the basis for the effective development of the domestic securities market. It is proved that on the domestic securities market today there is no place for the value of reputation and a big crisis of confidence.

Keywords: securities market, globalization, asset management companies, investment funds.

Постановка проблеми. Стан розвитку ринку цінних паперів супроводжує дієвість та ефективність загальної економічної системи. Інституції інфраструктури ринку цінних паперів, зосереджуючи грошові кошти та в майбутньому вкладаючи їх у фінансові інструменти ринку, утворюють дієві механізми його функціонування та розвитку. Інвестиційна діяльність є початковою на ринку цінних паперів. Її головні учасники – фонди колективного інвестування, а саме: пайові та корпоративні інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, приватні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, котрі проводять операції з фінансовими активами для задоволення потреб третіх осіб особистим коштом або коштом цих осіб, а в ситуаціях, передбачених законодавством, також коштом отриманих від інших осіб фінансових активів з ціллю одержання прибутку чи збереження реальної вартості фінансових активів.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Вагомий внесок у дослідження описаної наукової проблеми зробили вітчизняні та зарубіжні вчені: Г. Азаренкова, М. Алексєєв, О. Амоша, О. Береславська, Т. Васильєва, О. Васюренко, О. Вовчак, Н. Волкова, В. Гєсць, А. Гриценко, А. Дамодаран, О. Дзюблюк, Д. Кауфман, Дж. Кейнс, Ю. Коваленко, О. Колодізєв, Т. Косова, М. Крупка, М. Кужєлєв, Р. Ла Порта, С. Леонов, І. Лук'яненко, Б. Луців, Т. Майорова, Г. Марковіц, В. Мельник, Я. Міркін, Д. Норт, С. Онишко, А. Пересада, Л. Примостка, С. Реверчук, О. Уільямсон, А. Череп, У. Шарп, А. Шаститко.

Метою статті є оцінка функціонування ринку цінних паперів України в умовах глобалізації.

Виклад основного матеріалу. В Україні виникнення інститутів спільного інвестування починається протягом 1994–1995 рр. та пов'язане з обмеженням використання приватизаційних сертифікатів на основі прийнятого Положення «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії». З 2001 р. Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» [1] створює законодавчу основу для виокремлення професійного виду діяльності щодо можливості ефективного використання фінансових заощаджень фізичних і юридичних осіб. Протягом 17 років інститути спільного інвестування росли, долаючи проблеми, які пов'язані зі світовою фінансовою кризою і внутрішніми економічними дисбалансами, однак динаміка була одночасно позитивною до 2014 р. включно, до того часу, поки ринок не зіткнувся з проблемами, які обмежували ефективну діяльність інститутів спільного інвестування в Україні.

Грунтовним індикатором, який описує стан розвитку інститутів спільного інвестування на вітчизняному ринку цінних паперів, є кількість інвестиційних фондів та компаній з управління активами (далі – КУА) (рис. 1).

Такі зміни кількісного складу КУА на ринку цінних паперів говорять про зростання їх кількості до фінансової кризи 2008 р. та повільне зменшення до кінця досліджуваного періоду. Кількість КУА досягла свого максимуму в 2009 р. – 411 компаній, кількість яких в час фінансової кризи зменшилась до 361 та на сьогоднішній час не досягла до значення показників 2009 р. В 2018 р. в середньому на 1 КУА припадало 4,08 інститутів спільного інвестування, що є не вагомим, додаючи те, що прибуток КУА утворюється, насамперед, за рахунок винагороди ІСІ, які зайняли місце в її управлінні. Отже, скорочення кількості інституцій з управління активами паралельно з нарощенням інвестиційних фондів говорить про «масштабування ринку» і дає можливість звільнитись від дрібних, неконкурентоспроможних компаній з управління активами.

При оцінці динаміки розвитку сфери колективного інвестування в Україні варто відмітити, що загальна тенденція є позитивною, однак на періоді, який досліджується, залишається значно низькою відносно показників чисельності населення в Україні, обсягів ВВП і показників розвитку вітчизняного банківського сектору.

Доповнюючим підтвердженням низького рівня розвитку сфери колективного інвестування в Україні є невагомий складові активів ІСІ відносно активів банківських установ та обсягу ВВП країни (табл. 1). Вітчизняні інститути спільного інвестування значно відрізняються від своїх подібних в інших країнах світу.

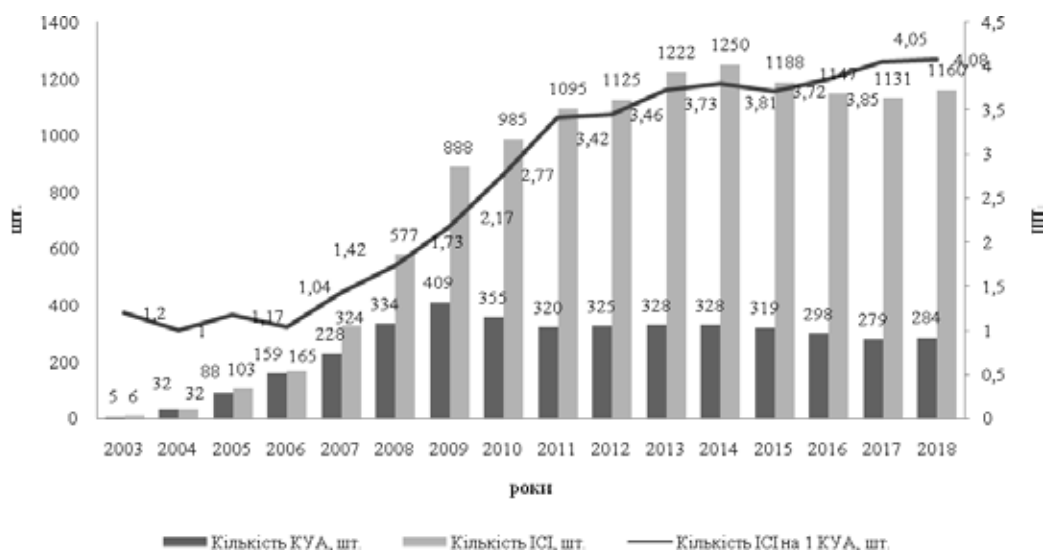


Рис. 1. Кількість КУА та ІСІ в Україні протягом 2005–2018 рр.

*Джерело: складено автором на основі звітів НКЦПФР та УАІБ.

Діюча законодавча база, яка утворювалась з врахуванням європейського досвіду, передбачає жорсткі умови на рахунок структури активів диверсифікованих пайових та корпоративних фондів [2]. Певні обмеження є актуальними в умовах розвинутого ринку цінних паперів, тоді як на сьогодні (малого рівня ліквідності ринку цінних паперів та нехватки інвестиційно привабливих його інструментів) утворюють перешкоди для активізації розвитку сфери спільного інвестування в Україні. Вважаємо, що на теперішній час законодавчі рамки ускладнюють і без того складний процес інвестиційної діяльності ІСІ і опиняються перед загрозою їх подальше існування [3].

Таблиця 1

ІСІ на фоні ВВП та банківського сектору України*

Показник	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Активи ІСІ в управлінні, млрд грн. (ліва шкала)	105,9	126,8	157,2	177,5	206,4	236,2	230,2	263,5
Активи банків, млрд грн.	942,1	1054,3	1127,2	1278,1	1316,9	1220,3	1242,9	1336,4
ВВП, млрд грн.	1079,3	1300,0	1404,7	1465,2	1586,9	1979,5	2383,2	2982,9
Відношення активів ІСІ до активів банків, %	11,24	12,03	13,95	13,89	15,67	19,35	18,352	19,72
Відношення активів ІСІ до ВВП, %	9,81	9,75	11,19	12,12	13,00	11,93	9,66	8,83

*Джерело: розраховано автором за даними звітів УАІБ [3].

Окремі показники охоплення населення країни послугами у сфері управління фінансовими активами відображено в табл. 2.

Таблиця 2

Показники охоплення населення України послугами у сфері управління фінансовими активами протягом 2010–2018 рр.*

Показник	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Кількість ІСІ: – на 1000 км ²	1,47	1,63	1,81	1,86	2,02	2,07	1,97	1,90	1,87	1,92
– на 100 тис. осіб дорослого населена	2,759	3,062	3,408	3,501	3,820	3,925	3,759	3,870	3,853	3,998
Кількість КУА: – на 1000 км ²	0,68	0,59	0,53	0,54	0,54	0,54	0,53	0,49	0,46	0,47
– на 100 тис. осіб дорослого населена	1,271	1,104	0,996	1,011	1,025	1,030	1,009	1,006	0,951	0,979
Відношення вкладень фізичних осіб в ІСІ до ВВП, %	0,58	0,36	0,33	0,33	0,48	0,63	0,79	0,87	0,99	0,99

*Джерело: розраховано автором за даними УАІБ.

Не беручи до уваги загальну позитивну динаміку кількісних показників ІСІ на ринку цінних паперів, показник, який описує частку вкладень фізичних осіб в ІСІ до ВВП країни, залишається значно малим та практично недосяжним до подібного показника в країнах з розвинутою економікою.

Для визначення впливу фінансового посередництва на торгівлю фінансовими активами та окреслення його ролі як основи функціонування ринку цінних паперів доречно здійснити аналіз особливостей його розвитку. Для оцінки було визначено певні показники: кількість фінансових посередників за видами; основні показники діяльності за видами фінансових посередників; частка активів кожного фінансового посередника в загальній сукупності всіх активів; обсяги активів, зібраними фінансовими посередниками, які припадають на тисячу осіб працюючого віку в Україні, в порівнянні з деякими країнами Європейського Союзу.

Вивчення кількості інституцій фінансового посередництва на ринку цінних паперів за видами фінансових установ підтверджує, що в період 2006–2017 рр. найбільшу кількість займали інститути спільного інвестування, які на кінець 2017 р. склали 1131 установи, однак в динаміці їхня кількість спала. Якщо здійснювати порівняння з максимальним значенням 2014 р. (1250 установ), на певний період їх кількість зменшилась на 119 одиниць. Аналізуючи збільшення кількості посередників протягом 20 років, підкреслимо, що в більшості з них мав вагомим значення. Максимально збільшилась чисельність інститутів спільного інвестування, організацій з управління активами та торговців цінними паперами. Така ситуація прослідковувалась до початку світової фінансової кризи 2007 р. та змінилась на протилежну. Переважно всі фінансові посередники відповіли на фінансову кризу зменшенням кількості установ. Вважаємо, що скорочення чисельності фінансових посередників не постійно можна вважати негативним явищем для ринку цінних паперів, оскільки в конкурентному світі інституції пристосовуються до жорстких кризових умов функціонування, тому ті, які не можуть опиратися конкурентному тиску зі сторони суперників, виходять з ринку.

На рахунок діяльності торговців цінними паперами в Україні протягом досліджуваного періоду, то перше місце займає брокерська та дилерська діяльність (рис. 2). Різниця між брокерською та дилерською діяльністю проявляється в: а) брокер здійснює діяльність від імені клієнта та на основі цивільно-правового договору проводить операцію з фінансовими активами коштом клієнта; б) дилер функціонує від власного імені та власним коштом проводить торгівлю фінансовими активами. Дохідність брокера – це комісійна вигода, а дохід дилера – це спекулятивний прибуток.

Значення дилерів на ринку цінних паперів полягає в тому, що вони підтримують ліквідність та стабільність ринку. Разом із брокерською та дилерською діяльністю торговці цінними паперами згідно з ліцензією НКЦПФР здійснюють діяльність з управління цінними паперами індивідуальних інвесторів в інтересах останніх (довірче управління).

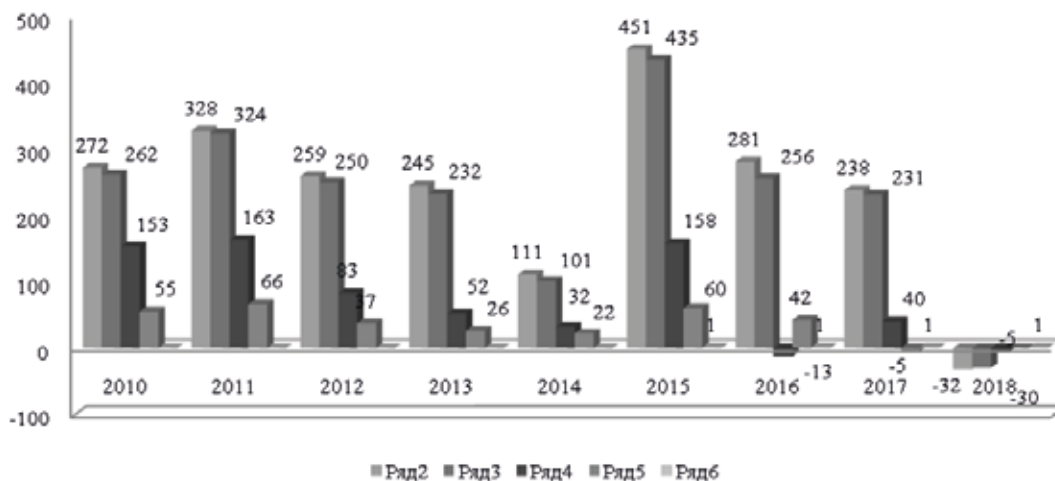


Рис. 2 Динаміка різниці між обсягом видатків та ліквідованих ліцензій на здійснення певних видів професійної діяльності на ринку цінних паперів України протягом 2014–2018 рр.

Примітка: Ряд 2 (Брокерська діяльність); Ряд 3 (Дилерська діяльність); Ряд 4 (Андеррайтинг); Ряд 5 (Управління цінними паперами); Ряд 6 (Управління іпотечним покриттям). *Джерело: розраховано автором за видами звітів НКЦПФР.



Для більш переконливого аналізу інститутів спільного інвестування важливо здійснити їх якісну оцінку на фоні ВВП країни та активів банківського сектору (рис. 3).

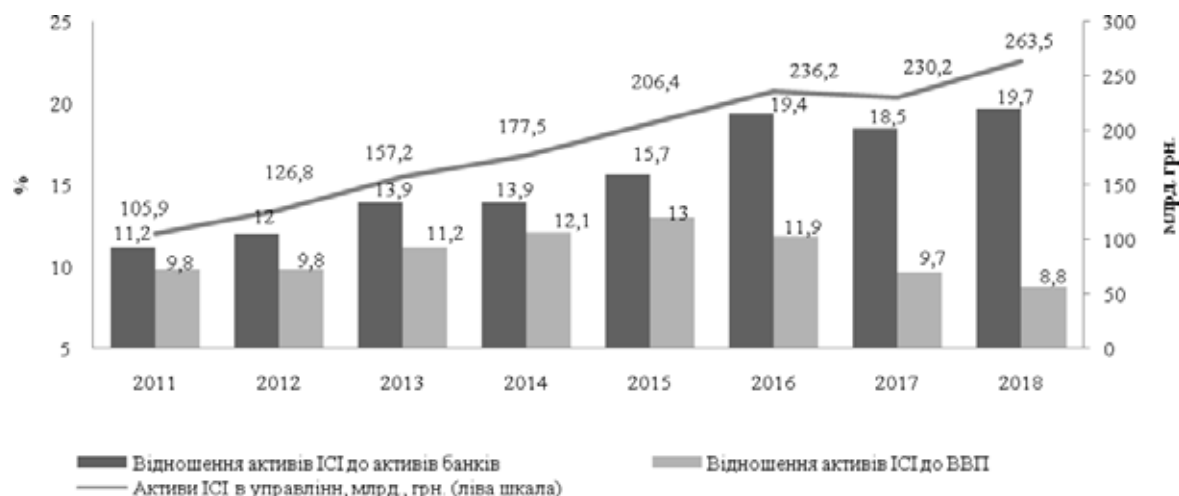


Рис. 3. Динаміка ІСІ на фоні ВВП та банківського сектору України в 2011–2018 рр., %

*Джерело: розраховано автором за видами звітів НКЦПФР.

Сумісні загальні активи ІСІ, які перебували в управлінні КУА і досягли значень 2017 р., склали 230,19 млрд грн., в 2018 р. вони вперше знизились – на 20,5% (після збільшення на 14,4% в 2016 р.). Співставлення активів ІСІ до ВВП України в 2017 р. спало другий рік поспіль – із 11,9% до 9,7% – на основі зростання як номінального (+20,5%), так і реального (+2,3%) валового внутрішнього продукту. Відношення до активів банку України знизилось в середовищі зростання останніх із 19,4% до 18,5%. Отже, співвідношення повернулося практично до межі 2011 р., однак залишилося вищим, ніж в 2008 р. (6,8%) [4, с. 5]. Як бачимо з рис. 3, відношення активів ІСІ до активів банків є досить незначним (на 21.12.2017 – 18,5%), а це свідчить про те, що, не беручи до уваги кількісну перевагу інститутів спільного інвестування, розміри активів банківських установ є більшими за аналогічні дані по ІСІ.

Усупереч негативній динаміці останніх років, яка проявляється у скороченні кількості банківських установ на сьогоденному етапі функціонування фінансового ринку, банки є найчисельнішими фінансовими посередниками за кількістю залучених активів та гарантують надання найрізноманітнішого переліку фінансових послуг, тоді як інші посередники спеціалізуються тільки на їх окремих видах.

Для більш детального аналізу функціонування інститутів спільного інвестування варто оцінити абсолютні показники та співставити отримані дані із показниками країн ЄС. Для цього обчислимо обсяг сукупних активів фінансових посередників, які припадають на одну тисячу осіб працездатного віку України, та порівняємо показниками країн ЄС. Цей показник є об'єктивнішим, ніж показники кількісної структури та сукупних активів ІСІ, тому що споживачами цих послуг є саме населення працездатного віку (табл. 3).

Таблиця 3

Показники діяльності інвестиційних фондів в 2018 р.

Показник	Загальний обсяг, млрд дол.	На одну особу, дол.
Загальний обсяг активів в правлінні інвестиційних фондів у світі	49 300	5611
Загальний обсяг активів в правлінні інвестиційних фондів у Америці	22 100	20 500
Загальний обсяг активів в правлінні інвестиційних фондів у Європі	17 700	19 720
Загальний обсяг активів в правлінні інвестиційних фондів у країнах Африки та Азії, Океанії	6 500	954,1

*Джерело: розраховано автором за даними [6].

Для України, включаючи європейський напрям її розвитку, досить вагомим є досвід європейських країн в сфері діяльності фінансового посередництва на ринку цінних паперів. Фінансове посередництво в країнах Європейського Союзу знаходиться на різних етапах розвитку [7, с. 8]. Переважно, економіки західноєвропейських країн, наприклад, Австрії, Бельгії, Німеччини, Нідерландів, розвиваються в рамках існування вільної конкуренції, тому на даний час ці країни характеризуються одним з найвищих показників ВВП в ЄС та найбільшими обсягами зосереджених фінансовими посередниками активів, однак країни ми-

нулого «соціалістичного табору», як-от Естонія, Латвія, Словаччина, Словенія, пізнавали зовсім другий шлях розвитку, на якому фінансове посередництво формувалось в межах жорсткої централізації влади та всіх фінансових потоків зі сторони держави. Згідно з даними табл. 3 за показниками обсягу активів ІСІ на одну особу ми займаємо місце далеко від країн Європи.

На ринку цінних паперів операції з фінансовими активами можуть проводитись організовано та неорганізовано. На початок 2018 р. в Україні зареєстровано 7 організаторів торгів на ринку цінних паперів (рис. 4). За регуляторною інформацією НКЦПФР, за висновками 2018 р. серед фондових бірж із загальним обсягом торгів перше місце займає ПАТ «Фондова біржа «Перспектива» (62% загального обсягу біржових контрактів); друге місце – ПАТ «Фондова біржа «ПФТС» (31%), третє місце – ПАТ «Українська біржа» (6,5%) [9]. Отже, на організаційно оформленому ринку в 2018 р. відслідковувалась консолідація торгівлі цінними паперами на двох фондових біржах – «Перспектива» і «ПФТС» (93% вартості біржових контрактів), в той час частка інших бірж в загальному обсязі торгів з фінансовими активами досягла лише 7%.



Рис. 4. Частка біржових контрактів з цінними паперами, що припадали на організаторів торгівлі в 2018 р. *Джерело: розроблено автором за даними НКЦПФР

Гарантом доцільного та прозорого обігу цінних паперів та обов'язковою складовою організацією сучасного ринку цінних паперів в Україні є депозитарна система. Її ефективна діяльність є основою реалізації принципів справедливості щодо цін на інвестиційні ресурси. В Україні депозитарна галузь піддалась процесам реформування. Переважно до 2014 р. вона створювалась із гуртових зберігачів, які обслуговували обіг цінних паперів, котрі були нерухомі а реєстраторів, які підтверджували права власності і проводили перереєстрацію прав на цінні папери, що перетворювались у бездокументарній формі. Ці інститути створювали нижній шабель депозитарної системи. В той час як Національний депозитарій та депозитарії, які проводили розрахунково-клірингову діяльність утворювали верхній рівень депозитарної галузі України. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» відмітив прямі інституції депозитарної системи – депозитарії, зберігачі та реєстратори – і опосередковані інституції – банківські установи, торговці цінними паперами, емітенти цінних паперів та організатори біржової торгівлі [10].

Ринок цінних паперів України відступився від реєстраторів, зберігачів та депозитаріїв, які виконували функції первинного та вторинного обліку прав на цінні папери. На їх зміну прийшли депозитарні установи, перелік повноважень був подібний до попередніх учасників ринку цінних паперів. В такому випадку на ринку розпочали діяльність чотири види нових інституцій: Центральний депозитарій на основі НДУ з функціями щодо обліку цінних паперів та прав на цінні папери; депозитарії-кореспонденти; клірингові інституції та розрахунковий центр. Закон України наділив їх правом здійснювати такі види діяльності [11]: депозитарна діяльність Центрального депозитарію, депозитарна діяльність Національного банку України; депозитарна діяльність установи; діяльність із зберігання активів інститутів спільного інвестування; діяльність із зберігання активів пенсійних фондів.

На кінець 2018 р. 210 інституцій отримали ліцензії на право здійснювати депозитарну діяльність як певного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів, яка потребує ліцензуванню. Реформа депозитарної системи безпосередньо має свої переваги, однак на практиці це не дало поштовху до скорочення кількості рахунків у цінних паперах як зі сторони зберігачів, так і зі сторони емітентів. Також зменшилась кількість цінних паперів на рахунках. Певний стан говорить про негативну тенденцію (рис. 5).

На сьогодні функціонування в Україні однорівневої депозитарної системи не є основою вважати депозитарну систему централізованою. Згідно з історією депозитарна система, розрахункова, клірингова, як і решта частини інфраструктури ринку цінних паперів, повинна утворитись як природне пролонгування розвитку біржових технологій.

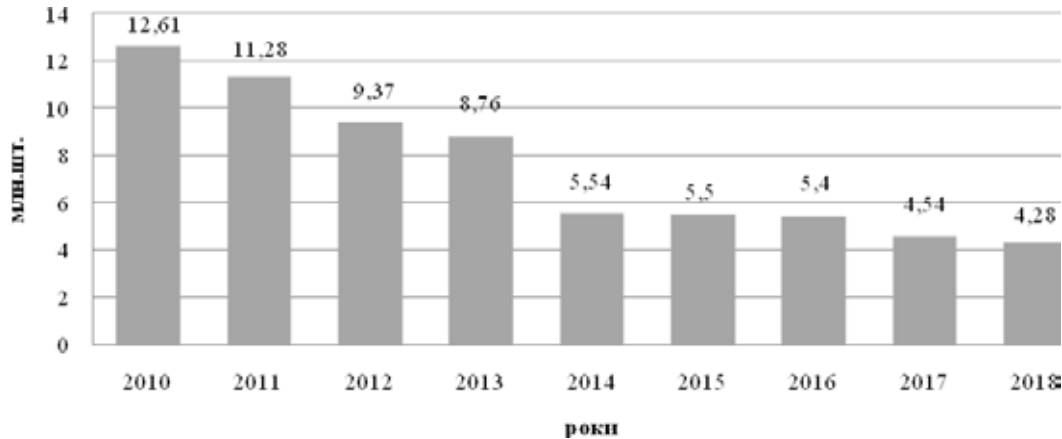


Рис. 5. Кількість рахунків власників цінних паперів у 2010–2018 роках, млн шт.

*Джерело: розроблено автором за даними Звітів НКЦПФР.

Однак в Україні все здійснювалось навпаки, тому централізація депозитарної системи в рамках біржової, де фрагментація не виправдала очікуваних позитивних наслідків. Як складові облікової інфраструктури ринку цінних паперів в Україні існують Центральний депозитарій та клірингова установа ПАТ «Розрахунковий центр», який на сьогодні не здійснює клірингу в повному його понятті, однак єдиний в Україні має ліцензію на клірингову діяльність [12, с. 13].

Функціонування фінансових посередників позитивно діє на ріст інвестиційної активності на ринку цінних паперів (рис. 6).

Згідно з даними 2017 р. питома частка валового нагромадження основного капіталу у ВВП в Україні складас тільки 18,9%. В цей час зарубіжний досвід підтверджує, що для ефективного розвитку економіки та утворення умов для розширеного відновлення частка інвестицій у ВВП країни повинна становити 25–30%. Отже, розміри інвестування не досягають рекомендованого значення (25–30%) для зберігання на ефективному рівні виробничих потужностей та соціальних об'єктів. Доцільно відмітити також низький рівень базових інновацій та технологічного оновлення економіки (в середньому ступінь зносу основних засобів в 2017 р. склав 60,1%) [14].

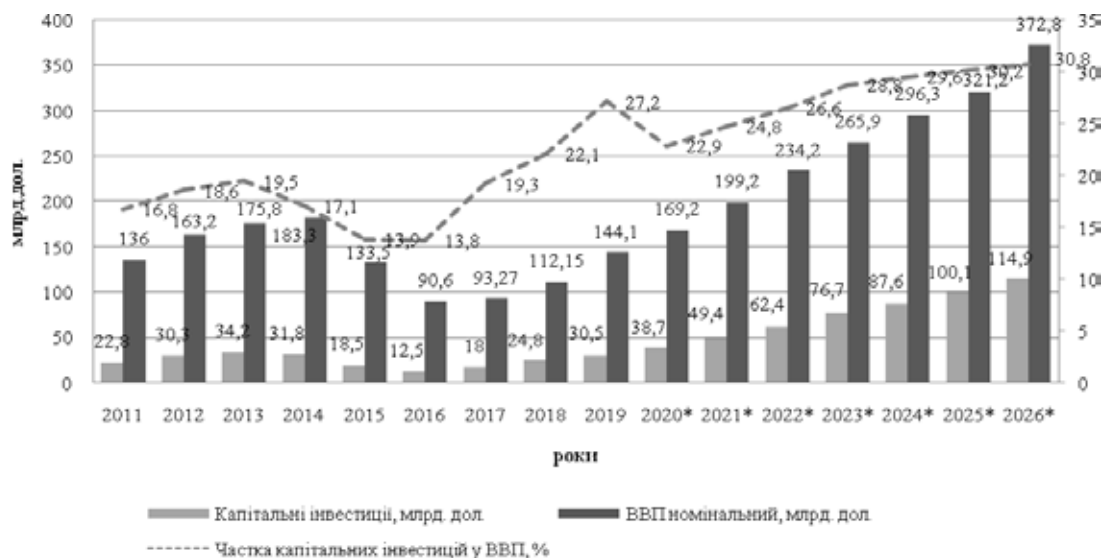


Рис. 6. Капітальні інвестиції та ВВП України в 2011–2019 рр. (фактично) та 2020–2026 рр. (прогноз)

*Джерело: розроблено автором на основі даних Держкомстату України.

Для впровадження інвестиційної функції фінансовим посередникам на ринку цінних паперів потрібно мати активи, які за обсягом подібні до активів підприємств. Згідно з даними Держкомстату України співвідношення активів фінансових посередників та активів підприємств перебувають в межах 35%, а в

розвинутих країнах, наприклад, США, цей показник складає 97%. Підсумуємо, основною проблемою фінансового посередництва на ринку цінних паперів в Україні є нераціональне здійснення ними основного завдання, зосередження заощаджень та їх перетворення в інвестиційний капітал. Згідно з аналітичними даними на теперішній час фінансові посередники на ринку цінних паперів забезпечують приблизно 20% потреби економіки в довгострокових інвестиціях.

Кількісний вплив фінансових активів, рух яких здійснюється на ринку цінних паперів, на суспільне виробництво окреслюється обсягом фінансових ресурсів, які акумулюються та розподіляються за допомогою фінансового посередництва. Однак головним є не кількість наданих фінансових послуг у сфері торгівлі фінансовими активами, а порядок їх формування, форми та умови використання. Позитивний вплив на економіку залежить від існуючого ефективного інституційного середовища ринку цінних паперів: дієвого взаємозв'язку фінансових посередників, з однієї сторони, й інвесторів та емітентів, з іншої, для гарантування алокативної ефективності (allocativ efficiency) та зменшення трансакційних витрат у періоді здійснення торгівлі фінансовими активами.

На сьогодні діяльність фінансових посередників на вітчизняному ринку цінних паперів надає їм можливості забезпечувати певні види фінансових послуг: управління фінансовими активами; облік фінансових активів; організацію торгівлі фінансовими активами; розрахунково-клірингове обслуговування.

Керування фінансовими активами проводиться фінансовими посередниками, професійним видом яких є управління активами інститутів спільного інвестування і індивідуальних інвесторів на основі укладених договорів довірчого управління. Протягом 10 років (2009–2018 рр.) вагома волатильність ринку цінних паперів передувала зменшенню рівня прибутковості, обумовлює зменшення чисельності компаній управління активами та операцій з індивідуальним довірчим управлінням (рис. 7).

Вивчення здійсненого Агенцією з регіонального розвитку USAID в 2016 р. не втілюють надії: із 64% опитаних респондентів, які, насамперед, зберігають грошові ресурси, більшість (55%) вкладають на банківські депозитні рахунки (більшість зберігають кошти на тримісячних вкладах в євро або в доларах і переважно віддають перевагу держбанкам чи банкам з іноземним капіталом), 15% вкладають в нерухомість, 7% інвестують у власний бізнес, 19,5% зберігають у валюті, готівковому вигляді. Інвестиційні сертифікати ІСІ придбають тільки 0,5% респондентів. Приблизно третина респондентів не називає жодного відомого їм ІСІ, 72% говорять про недовіру інвестиційним фондам та близько 95% вважають дані інвестиції ризикованим видом бізнесу в порівнянні із збереженням грошей на депозитних рахунках в банку переважно після фінансових криз 2008–2014 рр. Незадовільний стан колективного інвестування на вітчизняному ринку цінних паперів утверджують висновки досліджень компанії GFK, здійснених на замовлення НАБУ.

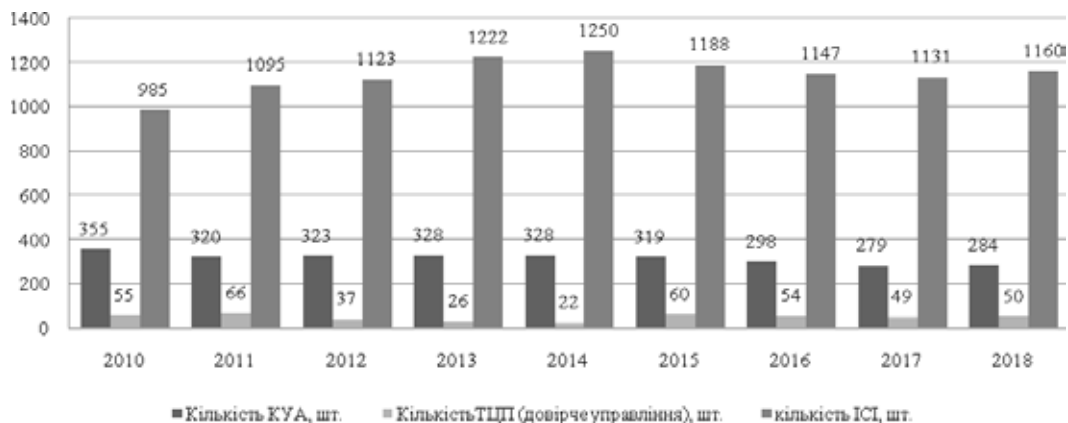


Рис. 7. Кількість компаній з управління активами, інститутів спільного інвестування та торговців цінними паперами, які здійснювали довірче управління з активами в Україні протягом 2010–2018 рр.

*Джерело: розроблено автором на основі даних УАІБ та річних звітів НКЦПФР.

Купівля та продаж фінансовими активами супроводжується трьома масштабними ризиками: системний ризик, ринковий ризик і ризик ліквідності [15, с. 16]. В цей час сфера фінансового посередництва, в основі якої акумулювання грошових коштів та їх подальше довірче управління, одночасно з попередньо перелічених ризиків особливістю є наявність не менш вагомому ризику – ризику довіри з боку інвесторів (не маючи бажання власників фінансових активів передавати їх як об'єкт управління або інвестиційний

капітал у середовище колективного управління на ринку цінних паперів). Основним з найважливіших факторів, який дає можливість говорити про існування проблеми з довірою на вітчизняному ринку цінних паперів, є масовий потік грошових коштів з ринку, включаючи інвестиційні фонди.

Здійснення оцінки рівня довіри до фінансових послуг з управління активами є досить вагомим, оскільки, використовуючи систему кількісних оцінок на підґрунті теоретичної бази знань, можна надати повну і реальну оцінку впливу певного явища на розвиток торгівлі фінансовими активами та сфери управління фінансовими активами в Україні. Тому пропонуємо обчислити індекс довіри населення України до послуг з управління фінансовими активами (що забезпечують фінансові установи, які згідно виданої ліцензії НКЦПФР реалізують послуги у сфері управління фінансовими активами інституційних інвесторів) протягом 2010–2018 рр., використовуючи групу показників, які характеризують кількісну сторону діяльності інвестиційних фондів на ринку цінних паперів: грошові витрати населення; вклади фізичних осіб в інвестиційні фонди; заощадження населення; обсяг прямих іноземних інвестицій в акціонерний капітал; обсяг капітальних інвестицій; обсяг інвестицій в Україні; активи інвестиційних фондів; капіталізація ринку цінних паперів (табл. 4).

Однак ріст вищеперерахованих показників ще не дає можливості одночасно розуміти як нарощення рівня довіри населення до фінансових послуг з управління активами, тому що, як правило, успішна економіка перебуває в фазі стабільного зростання. Відтак одночасно із зростанням базових макроекономічних параметрів, як ВВП, ростуть і ці показники [17]. Отже, для визначення кількісного значення індексу довіри населення України до фінансових послуг з управління активами результати всіх показників привіювались до ВВП країни.

Обчислення інтегрального індексу здійснювався за наступною формулою:

$$I_d = 0,161 * \frac{i_{1p}}{i_{16}} + 0,189 * \frac{i_{2p}}{i_{26}} + 0,203 * \frac{i_{3p}}{i_{36}} + 0,094 * \frac{i_{4p}}{i_{46}} + 0,044 * \frac{i_{5p}}{i_{56}} + 0,044 * \frac{i_{6p}}{i_{66}} + 0,151 * \frac{i_{7p}}{i_{76}} + 0,111 * \frac{i_{8p}}{i_{86}} \quad 1)$$

де: I_d – індекс довіри населення до фінансових послуг з управління активами;

розрахункові значення – питома вага показника, який входить в індекс;

i_p, i_{16} – значення показника в розрахунковому та базовому періодах.

Таблиця 4

Розрахунок індексу довіри населення до фінансових послуг з управління активами протягом 2011–2018 рр.*

Показники	Частка	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Обсяг грошових витрат населення/ВВП	0,1611	100	85,15	79,02	80,43	78,50	72,45	69,51	73,94
Обсяг вкладень фізичних осіб в ІСІ/ВВП	0,1889	100	99,43	142,35	187,53	232,54	259,80	296,46	294,93
Обсяг заощаджень населення/ВВП	0,2028	100	65,38	72,37	54,77	36,24	24,58	20,91	16,94
Обсяг прямих іноземних інвестицій в акціонерний капітал*/ВВП	0,0939	100	96,96	95,62	98,38	142,12	156,78	135,20	116,67
Обсяг капітальних інвестицій/ВВП	0,0472	100	110,94	116,27	101,93	82,64	84,47	90,09	89,89
Обсяг інвестицій в Україні/ВВП	0,0444	100	92,63	86,42	84,60	120,07	168,24	159,85	133,60
Активи ІСІ/ВВП	0,1506	100	99,43	114,09	123,52	132,57	121,64	98,47	90,08
Капіталізація ринку цінних паперів/ВВП	0,1111	100	115,95	126,44	80,32	103,13	77,04	62,63	11,04
Індекс довіри	1	100	91,59	103,83	104,82	117,92	118,69	117,27	106,98

*Джерело: розраховано автором за даними Держкомстату та УАІБ.

Застосовуючи методику обчислення, розроблену і запропоновану колективом Департаменту стратегічного аналізу аудиторсько-консалтингової компанії «ФБК» [17], нами здійснено розрахунок частки кожного з показників i_p за допомогою методу експертних оцінок. Показник ефективності використання експертних оцінок вищий при більшому авторитеті експертів та більшою кількістю експертів в опитуванні. Тому за сприяння ТОВ «КУА «ІС–Холдинг» та УАІБ було опитано 50 експертів – членів УАІБ з досягненням оцінки, наскільки повно перераховані раніше зазначені показники описують рівень довіри населення до компаній з управління активами. Методика опитування полягала в оцінці кожного показника певної оцінки за 8-бальною шкалою, де 8 балів приймали за найбільший вплив, 1 бал – найменший вплив, 0 – відсутність впливу. Враховуючи, що одну і ту ж саму оцінку виставляти декілька разів не можна було. Далі експертні оцінки за кожним показником узагальнювали та обчислювали частку показника в загальній сумі балів. Така частка i_p є часткою відповідного показника при розрахунку інтегрального індексу довіри. Сума всіх часток складає 1 [17].



В основному експерти значно високо оцінили зв'язок між запропонованими ними показниками та рівнем довіри населення до компаній з управління активами, підтвердженням якого стала здійснена ними оцінка показника ступеня узгодженості думок експертів за допомогою програми Mathcad.

Висновки. Отже, протягом досліджуваних семи років внаслідок існуючої макроекономічної нестабільності масових девальвацій вітчизняної валюти в країні значно низьким залишається рівень довіри населення до компаній з управління активами. Якість фінансових послуг, які пропонують компанії з управління активами, та високий рівень довіри зі сторони населення є основою ефективного розвитку вітчизняного ринку цінних паперів. Оскільки довіра – це підґрунтя формування ринків капіталів. В час, коли на вітчизняному ринку цінних паперів на сьогодні немає місця цінності репутації та велика криза довіри. Не звертаючи уваги на ці проблеми, ставить під сумнів результативність розвитку послуг у сфері управління фінансовими активами в майбутньому.

Література:

1. Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15.03.2001 р. № 2299-III. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2299-14>. (дата звернення: 22.01.2020).
2. The Sarbanes-Oxley Act. URL: <http://www.soxlaw.com/>. (дата звернення: 20.01.2020).
3. Косова Т. Д. Механізм управління інститутами спільного інвестування: світовий досвід і Україна. *Держава і регіон. Економіка та підприємництво*, 2013. № 1. С. 159–164.
4. Аналітичний огляд ринку управління активами в Україні. Українська асоціація інвестиційного бізнесу. URL: <http://www.uaib.com.ua>. (дата звернення: 24.01.2020).
5. Lukianenko I., Olishevych M. The Effects of Shocks on the Ukrainian Labour Market: SVEC Modeling. *Science Direct. Procedia Economics and Finance*, 2015. Volume 27. P. 311–322.
6. A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry. Investment company institute, 2017. URL: https://www.ici.org/pdf/2018_factbook.pdf. (дата звернення: 22.01.2020).
7. Організація економічного співробітництва і розвитку (ОЕСР). URL: <http://www.oecd.org/>. (дата звернення: 24.01.2020).
8. Samorodov B., Maslova A., Mysienko O. Evaluation of investment projects effectiveness in a bank's activity. *Economic Annals-XXI*, 2014. № 9–10 (1). P. 98–101.
9. Звіти НКЦПФР протягом 2001–2017 рр. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://old.nssmc.gov.ua/activities/annual>. (дата звернення: 25.01.2020).
10. Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні: Закон України від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР. URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/710/97-вр>. (дата звернення: 25.01.2020).
11. Бодров В., Рудасва Л. Нова депозитарна система України. *Вісник Національного банку України*, 2013. № 11. С. 10–15.
12. Антонов С., Шишков С. Фінансова інфраструктура: проблеми недорозвитку. *Дзеркало тижня*, 2014. № 30.
13. Kuzheliev M., Rekunenko I., Boldova A., Zhytar M. Modeling of structural and temporal characteristics in the corporate securities market of Ukraine. *Investment Management and Financial Innovations*, 2019. № 2. С. 260–269.
14. Ковалівська С. Інвестиції-2016: повільне, але оптимістичне зростання. *День*. 2016. URL: <https://day.kyiv.ua/uk/article/ekonomika/investyciyi-2016-povilne-ale-optimistychne-zrostannya>. (дата звернення: 22.01.2020).
15. Masharsky A., Azarenkova G., Oryekhova K., Yavorsky S. Anti-crisis financial management on energy enterprises as a precondition of innovative conversion of the energy industry: case of Ukraine. *Marketing and Management of Innovations*, 2018. № 3. p. 345–354.
16. Kuzhelev M., Zhytar M., Stabias S., Nemsadze G. Analysis of the current state of the corporate securities market of Ukraine. *Збірник наукових праць «Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики»*, 2019. № 2 (29). С. 150–158.
17. Доверие в экономике: количественная оценка. Аналитический доклад. URL: <https://www.fbk.ru/upload/images/doverie1.pdf>. (дата звернення: 27.01.2020).