

Krykavskiy, Ye. et al. *Partnerski vidnosyny na rynku B2B ta B2C* [Partnerships in the B2B market and B2C]. Lviv: Lvivska politekhnika, 2015.

Kornilyuk, R. "Nobelevskaya istoriya: ekonomicheskiye sily treniya Olivera Uilyamsona" [Nobel history: economic friction forces of Oliver Williamson]. <http://forbes.net.ua/opinions/1411151-nobel-evskaya-istoriya-ekonomicheskiye-sily-treniya-olivera-uilyamsona>

Kornilyuk, R. "Teoriya kontraktov: v chem sut otkrytiy nobelevskikh laureatov-2016" [Contract theory: the essence of the discoveries of Nobellaureates-2016]. <http://forbes.net.ua/nation/1422320-teoriya-kontraktov-v-chem-sut-otkrytiy-nobel-evskikh-laureatov-2016>

[Legal Act of Ukraine] (2003). <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/436-15>

[Legal Act of Ukraine] (2003). <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/435-15>

Odintsova, M. I. *Institutsionalnaya ekonomika* [Institutional Economics]. Moscow: Vysshaya shkola ekonomiki, 2009.

Ponomarenko, V. S., Tankov, K. M., and Lepeiko, T. I. *Lohistychnyi menedzhment* [Logistics management]. Kharkiv: INZhEK, 2010.

Smotritskaya, I. I. et al. *Gosudarstvennaya kontraktnaya sistema: sostoyaniye, problemy, perspektivy* [State contract system: state, problems, prospects]. Moscow: In-t ekonomiki RAN, 2013.

*Upravleniye kontraktnoy deyatelnostyu i regulirovaniye ispolneniya kontraktov v sisteme Organizatsii Obedinennykh Natsiy* [Contract management and regulation contract in the system of the United Nations]. Zheneva: OON, 2014.

УДК 336.011;336.012.23

## ДО ПИТАННЯ ПРО ФОРМУВАННЯ РИНКУ КАПІТАЛІВ В УКРАЇНІ

© 2016 СТЕЦЬКО М. В.

УДК 336.011;336.012.23

### Стецько М. В. До питання про формування ринку капіталів в Україні

Метою статті є визначення засадничих причин незадовільного функціонування ринку капіталів в Україні та обґрунтування необхідних умов його запуску. Визначено, що функціонування ринку капіталів слід досліджувати крізь призму інформаційної ефективності (у розумінні Ю. Фама). Доведено, що з моменту формального започаткування вітчизняного фондового ринку він характеризувався повною інформаційною неефективністю та фактичною відмовою функціонування ринкових механізмів. Причиною, що призвела до його фактичної руйнації, є функціональна неспроможність інституцій інфраструктури ринку та державного регулятора. Визначено пріоритетні завдання, які слід вирішити для формування ефективного ринку капіталів: запуск повноцінної діяльності регулятора (НКЦПФР), що передбачає приведення його компетенцій у відповідність до принципів IOSCO, та відповідне законодавче забезпечення; реформування законодавства про акціонерні товариства та обіг цінних паперів у напрямку адаптації його до вимог Євродиректив; очищення інфраструктури фондового ринку від недобросовісних оферентів послуг; очищення ринку від фіктивних цінних паперів. Необхідною умовою виконання цих завдань є зменшення інформаційної асиметрії на всіх рівнях функціонування ринку та забезпечення інформаційної прозорості усіх учасників ринку.

**Ключові слова:** інформаційна ефективність ринку капіталів, алокація капіталу, очищення ринку цінних паперів, відмова функціонування ринку, інформаційна асиметрія.

Табл.: 1. Бібл.: 18.

**Стецько Микола Васильович** – кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування, Тернопільський національний економічний університет (вул. Львівська, 11, Тернопіль, 46020, Україна)

E-mail: [nsteco6691@gmail.com](mailto:nsteco6691@gmail.com)

УДК 336.011;336.012.23

UDC 336.011;336.012.23

**Стецько Н. В. К вопросу о формировании рынка капиталов в Украине**  
Целью статьи является определение основных причин неудовлетворительного функционирования рынка капиталов в Украине и обоснование необходимых условий его запуска. Определено, что функционирование рынка капиталов следует исследовать сквозь призму информационной эффективности (в понимании Ю. Фама). Доказано, что с момента формального образования отечественного фондового рынка он характеризовался полной информационной неэффективностью и фактическим отказом функционирования рыночных механизмов. Причиной, приведшей к его фактическому разрушению, является функциональная несостоятельность институтов инфраструктуры рынка и государственного регулятора. Определены приоритетные задачи, которые следует решить для формирования эффективного рынка капиталов: запуск полноценной деятельности регулятора (НКЦБФР), что предполагает приведение его компетенций в соответствие с принципами IOSCO, и соответствующее законодательное обеспечение; реформирование законодательства в сфере акционерных обществ и ценных бумаг в направлении адаптации его к требованиям Евродиректив; очистка инфраструктуры фондового рынка от недобросовестных оферентов услуг; очистка рынка от фиктивных ценных бумаг. Необходимым условием выполнения этих задач является уменьшение информационной асимметрии на всех уровнях функционирования рынка и обеспечение информационной прозрачности всех участников рынка.

**Ключевые слова:** информационная эффективность рынка капиталов, алокация капитала, очищение рынка ценных бумаг, отказ функционирования рынка, информационная асимметрия.

Табл.: 1. Библ.: 18.

**Стецько Николай Васильевич** – кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов субъектов хозяйствования и страхования, Тернопольский национальный экономический университет (ул. Львовская, 11, Тернополь, 46020, Украина)

E-mail: [nsteco6691@gmail.com](mailto:nsteco6691@gmail.com)

**Stetsko M. V. On the Issue of Formation of the Capital Market in Ukraine**  
The article is aimed at determining the major causes of the extremely unsatisfactory functioning of the capital market in Ukraine and substantiating the necessary conditions for its launch. It has been determined that functioning of the capital market should be researched through the prism of the informational efficiency (in the perception of E. Fama). It has been proven that since the time point of the formal establishment of the national stock market it was characterized by the complete information inefficiency and the actual refusal of functioning of the market mechanisms. The cause leading to its actual destruction is the functional inconsistency of institutions of the market infrastructure along with the State regulator. The article defines priorities that should be addressed for formation of the effective capital market: launch of the full-fledged activities by the regulator (National Securities and Stock Market Commission), which implies bringing its competences in line with the IOSCO principles, and the appropriate legislative provision; reforming the legislation in the sphere of joint-stock companies and securities towards adapting it to the requirements of the European directives; clearing the stock market infrastructure from the unscrupulous offerers of services; cleaning the market from the fictitious securities. A sine qua non for implementing these tasks is reducing the information asymmetry at all levels of functioning of the market and ensuring the informational transparency for all market participants.

**Keywords:** information efficiency of the capital market, capital allocation, purifying the securities market, market failure, information asymmetry.

Tbl.: 1. Bibl.: 18.

**Stetsko Mykola V.** – PhD (Economics), Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance Entities and Insurance, Ternopil National Economic University (11 Lvivska Str., Ternopil, 46020, Ukraine)

E-mail: [nsteco6691@gmail.com](mailto:nsteco6691@gmail.com)

Метою функціонування ринку капіталів є забезпечення результативного трансферту капіталу від інвесторів (капіталодавців) до підприємств (капіталоотримувачів). Ефективний ринок передбачає ефективну алокацію капіталу та операційну ефективність. Вкладення капіталу (ефективна алокація) супроводжується реалізацією трансформаційної функції корпоративних фінансів, за якої преференції капіталодавців (інвесторів та кредиторів) трансформуються в кондиції залучення капіталу його одержувачами [1]. Причому трансферт капіталу є можливим лише за досягнення відповідними параметрами (ціна капіталу, ризики, інформаційне забезпечення) точки рівноваги. Іншими словами, ринок забезпечує ефективну алокацію капіталу в разі, якщо ціни на ньому встановлюються таким чином, що скоригована на ризик очікувана (гранична) рентабельність інвестицій (з урахуванням витрат на інформацію) oferентів капіталу відповідає рентабельності активів одержувачів капіталу. Необхідною умовою ефективно алокації є мінімальні накладні витрати на трансферт (операційна ефективність). Фінансові посередники, які здійснюють послуги з трансферту капіталу за мінімальними цінами, мають забезпечувати для себе достатній рівень рентабельності. Однак описаний механізм функціонування ринку капіталів час від часу дає збої (*Market Failure*). Мова йде про ситуацію, коли ринок не забезпечує оптимальну алокацію ресурсів [2].

Ринок капіталу України із самого початку його формального започаткування не виконував своєї функції, тобто має місце не тимчасовий збій ринкового механізму, а його хронічна функціональна неспроможність. Окрім назви, вітчизняний ринок цінних паперів не має нічого спільного з відповідними ринками розвинених країн. Він виконував які завгодно функції всі ці роки, окрім головної – залучення капіталу компаніями та забезпечення його ефективного використання для розвитку. Вітчизняний ринок капіталів, починаючи з 1990-х років, лише формально існував, а не розвивався [3]. На наш погляд, така ситуація пояснюється не дрібними недоліками в окремих законодавчих чи нормативно-правових актах, у діяльності фінансових посередників чи роботі регулятора, а системними причинами. Ці причини криються в невиконанні фундаментальних вимог до ефективного функціонування ринку як емітентами цінних паперів, так і фінансовими посередниками, інвесторами та регулятором.

Інфраструктура фондового ринку виявилася деформованою. Вона була зорієнтована не на обслуговування добросовісних учасників ринку, а на забезпечення отримання надприбутків ринковими спекулянтами та рейдерами. Ринок капіталу не відповідав критеріям інформаційної ефективності ринку, а система регулювання та нагляду за ринком не відповідала принципам Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO). Водночас, більшість вітчизняних авторів, які займаються проблематикою фондового ринку (С. Науменкова, С. Міщенко [4], О. Мозговий [5], Г. Терещенко [6] та інші), проблематику неефективності функціонування вітчизняного ринку капіталів звужують до рівня окремих фрагментарних питань, вирішення яких не впливає

на зміну існуючих рамкових умов формального функціонування ринку.

Численні західні дослідники (див. наприклад, праці Б. Корнела, Р. Ролла [7], С. Гросмана, Й. Стігліца [8], Т. Бека, Х. Казерера, Ш. Раппа [9]) акцентують увагу на з'ясуванні окремих питань функціонування розвинених ринків, абстрагуючись від проблематики відмови функціонування ринкових механізмів на дрібних і неперспективних локальних ринках країн, що розвиваються. Відтак, питання запуску ефективного локального ринку капіталів за хронічної відмови функціонування ринку є малодослідженим, однак досить актуальним.

Метою пропонованої статті є визначення засадничих причин відмови функціонування ринку капіталів в Україні та обґрунтування необхідних умов його запуску.

З теоретичної точки зору, причинами відмови функціонування ринкових механізмів на ринку капіталів є повна інформаційна асиметрія на всіх його рівнях та неринкова поведінка окремих учасників (зловживання окремих гравців, що призводить до колективної нерациональності). Першопричиною такої ситуації є невиконання державою своїх функцій, зокрема, щодо забезпечення дієздатної інфраструктури фондового ринку, регулювання та нагляду. Відтак, вирішення проблеми відмови функціонування ринку знаходиться у площині державного втручання. Принциповим тут є з'ясування пріоритетних напрямків та меж регуляторного втручання держави в ринкові процеси. Для вирішення цього завдання звернемося до теоретичних постулатів функціонування ринку капіталів.

Ідея ефективного ринку капіталів ґрунтується на дефініції інформації та її вартості. Ринок буде ефективним, якщо релевантна інформація буде автоматично відображатися в ціні активів. Отже, ціна активу є ключовим інструментом алокації ресурсів на ринку. В ідеальному випадку вона є виразом усієї релевантної інформації щодо його потенційної прибутковості та ризиковості. Актуальна та потенційна ціна має бути основним сигналом для інвесторів у питаннях фінансово-інвестиційних рішень. Концепція ефективного ринку значною мірою ґрунтується на гіпотезах Ю. Фама, відповідно до яких ринок є ефективним, якщо ціна активу в будь-який час «повністю рефлектує» всю наявну інформацію. На цій тезі побудована гіпотеза інформаційної ефективності ринку: «Умовою інформаційної ефективності ринку є повне та коректне рефлектування всієї наявної інформації у цінах, що є результатом ринкових трансакцій. Ринок у будь-який час знаходиться у стані рівноваги та виражає правдиву фундаментальну вартість активів» [10]. З огляду на результати емпіричних досліджень у 1970 р. Ю. Фама виокремив три форми інформаційної ефективності ринку:

- ★ *слабка форма ефективності (Weak Form Efficiency)* – передбачає, що жоден інвестор не зможе отримати надприбутки, якщо для прийняття своїх рішень він буде використовувати лише історичні дані щодо рівня цін на активи та їх рентабельності. Це пояснюється тим, що ринкова ціна активу автоматично відображає всю

релевантну ретроспективну інформацію щодо нього. Відтак, результати технічного аналізу не представляють ніякої цінності в контексті можливості отримати надприбутки;

- ✦ *помірна форма ефективності (Semi-Strong Form Efficiency)* – передбачає, що жоден інвестор не зможе отримати надприбутки, якщо його інвестиційні рішення ґрунтуватимуться виключно на історичній та актуальній публічній інформації. Йдеться, зокрема, про інформацію, що міститься в річній звітності емітентів, та про традиційні методи її аналізу. Зазначена інформація автоматично знаходить свій вираз у ринкових цінах активів, а отже, не придатна для отримання надприбутків;
- ✦ *сильна форма ефективності (Strong Form Efficiency)* – стан ринку, за якого жоден інвестор не зможе отримати надприбутки, незалежно від того, чи публічною інформацією він оперує, чи ні. У цьому разі ціна активу (ринковий курс цінних паперів) автоматично реагує на будь-яку інформацію, у тому числі інсайдерську. Таким чином, навіть інсайдери, які мають монопольний доступ до інформації, не мають можливості отримати надприбутки [11].

М. Рубінштайн та М. Латхам, на відміну від Ю. Фама, обґрунтовують більш сильний рівень інформаційної ефективності: ринок капіталів слід вважати ефективним, якщо будь-який інформаційний привід не впливає як на ціну активів, так і на загальний інвестиційний портфель. Тобто, ефективність ринку за Рубінштайном і Латхамом, не передбачає, що інформація спричинює додаткові трансакції [12; 13].

За екстремальної форми інформаційної ефективності ринку систематичне отримання надприбутків є неможливим. Істотне перевищення прибутків окремих учасників ринку над нормальним прибутком можливе лише в результаті випадкового збігу обставин. Щоправда, експертне середовище досить критично оцінює зазначену форму ефективності. Навіть Ю. Фама у своїй пізнійшій праці визнає, що гіпотеза екстремальної форми інформаційної ефективності є повністю хибною («surely false») [10]. Завжди знайдуться учасники ринку, які прагнуть трансформувати свої переваги в інформаційному забезпеченні в додаткові прибутки. Водночас, зазначену екстремальну форму можна інтерпретувати як ідеальний еталон функціонування ринку капіталів. В інтересах регуляторних органів, саморегульованих організацій та всіх учасників ринку є створення таких рамкових умов, які б не дозволяли зловживати інсайдерською інформацією, оскільки вона є основною причиною руйнування ринку. Разом з тим, з практичної точки зору, створення таких рамкових умов є неможливим, оскільки в цьому разі надто високими будуть трансакційні витрати, перш за все, пов'язані зі звітністю та контролем діяльності учасників ринку. Зазначимо, що перші дві форми інформаційної ефективності ринку, за Ю. Фама, не виключають можливості отримання надприбутків у результаті використання інсайдерської інформації.

Ефективний ринок реагує на всю релевантну інформацію миттєво, цілком і повністю. Ціни на активи на такому ринку є агрегованими. Повністю агрегований ринок відповідає сильній формі інформаційно-ефективного ринку. Водночас, механізм агрегації релевантної інформації в ринкових цінах залишається не до кінця вивченим. Потенційна вартість релевантної для прийняття рішень інформації визначається як різниця між прибутком інвестора, який він зможе реалізувати, оперуючи відповідною інформацією (з урахуванням витрат на отримання та обробку інформації), та прибутком, без володіння інформацією. Після вирахування витрат на збір та аналіз інформації додатковий прибуток певного учасника ринку від оперування додатковою інформацією дорівнюватиме нулю. Таким чином, за ефективного ринку, для його учасників немає ніякого сенсу нести додаткові витрати на інформацію, яка не принесе додаткового прибутку. У випадку слабкої ефективності, за Ю. Фама, це означає, що ніхто не буде сплачувати за інформацію щодо історичних даних про динаміку курсів та рентабельності. За середньої ефективності ціна інформації, що міститься в публічній звітності, буде дорівнювати нулю. За сильної ефективності ринку будь-яка релевантна інформація щодо активу буде дорівнювати нулю, оскільки вона миттєво агрегується в цінах. Отже, інформація не приносить додаткового прибутку інсайдерам. Однак, як стверджують Д. ван Хорн і Д. Вахович, парадокс полягає в тому, що значна кількість учасників ринку не вірить у його ефективність. Відтак, прагнучи отримати прибуток, вони несуть значні витрати на збір та аналіз релевантної інформації. Як тільки такого роду діяльність припиняється, рівень інформаційної ефективності ринку зменшується [14]. Відтак, з'являються можливості для отримання надприбутків у результаті переваг в інформаційному забезпеченні.

Якщо додаткова інформація не приносить жодного прибутку, то втрачається будь-який сенс на її збір та аналіз. У цьому контексті Ч. Бланкарт наголошує, що раціональний індивід збиратиме додаткову інформацію доти, доки очікувана гранична вигода від додатково отриманої інформації буде вищою, ніж граничні витрати. Коли ці величини зрівняються, раціональний індивід призупинить подальший збір інформації [15]. Виникає логічне запитання, яким чином при цьому функціонуватиме механізм агрегації, а також за рахунок чого (яких доходів) існуватиме армія фінансових аналітиків? Чимало дослідників показали, що стан ринкової рівноваги передбачає певні трансакційні витрати, зокрема, витрати на інформаційне забезпечення фінансово-інвестиційних рішень. Додатковий прибуток від використання інформації має щонайменше компенсувати витрати на її збір та аналіз. Якщо цього не відбувається, то виникає певний парадокс, який в економічній літературі одержав назву «парадокс Гросмана – Стігліца».

За гіпотезою С. Гросмана та Дж. Стігліца, інформаційна ефективність ринку залежить від розрахунків витрат і вигід інвесторів щодо збору та обробки релевантної інформації [16]. Відповідно до їх моделі на фондовому ринку обертаються безризикові та ризикові цінні папери. Рівень ризику та дохідність останніх мож-

на з'ясувати, лише здійснивши певні витрати на збір та обробку інформації. На ринку діють два типи інвесторів: поінформовані, які за певних інформаційних витрат володіють інформацією щодо реальної вартості цінних паперів; непоінформовані, які не несуть витрат на інформацію, а орієнтуються на результати технічного (ретроградного) аналізу. Приймаючи інвестиційні рішення, поінформовані інвестори так чи інакше впливають на ринкові ціни активів. Непоінформовані учасники ринку не несуть витрат на інформацію, однак можуть з'ясувати відповідну інформацію виходячи зі змін у ринкових цінах, які стали наслідком дій поінформованих інвесторів. Таким чином, завдяки механізму агрегації інформації в цінах, усі учасники ринку стають більш інформованими. С. Гросман та Дж. Стігліц показали, що сильна форма інформаційно ефективного ринку є несумісною з трансакційними витратами, оскільки інвестори не матимуть стимулів нести витрати на додаткову інформацію. Якщо так, то яким чином забезпечується сильна форма інформаційної ефективності ринку? За стану інформаційної рівноваги (інформаційного еквілібріуму), з урахуванням витрат на інформацію, поінформовані та непоінформовані інвестори отримують однаковий прибуток. Причому ціна у стані інформаційного еквілібріуму відрізняється від справедливої фундаментальної вартості, оскільки є наслідком стохастичного впливу непоінформованих інвесторів. Відтак, вона є результатом інформаційної неефективності. У цьому полягає інформаційний парадокс Гросмана – Стігліца, відповідно до якого витрати на інформаційне забезпечення інвестиційних рішень є несумісними з ефективним ринком капіталів в інтерпретації Ю. Фама. Більше того, з урахуванням чинника платності інформації, ринки навіть не є наближеними до стану інформаційної ефективності [8].

Як доводять Б. Корнелл Р. Ролл, за умови раціональної поведінки учасників ринку капіталів, використання додаткової інформації сприяє оптимізації інвестиційних рішень та підвищенню рентабельності вкладень. Аналогічно до попередньої моделі, Б. Корнелл і Р. Ролл розглядали дві групи інвесторів, що використовували (1) стратегію інвестиційного аналізу, яка пов'язана з певними витратами на збір та обробку інформації та (2) стратегію випадкового вибору об'єкта інвестицій, за якої відсутні витрати на інформацію. Було показано, що частка інформованих інвесторів позитивно корелює з очікуваною величиною спекулятивного прибутку (що є результатом переваг в інформаційному забезпеченні) та негативно корелює з величиною витрат на інформацію. Величина валових доходів поінформованих інвесторів буде вищою, однак у середньому по ринку, як довели Б. Корнелл і Р. Ролл, додатковий прибуток (нетто) від додаткової інформації дорівнює нулю. Відтак, рівноважні ринкові ціни мають допускати певний рівень неефективності, а витрати на збір та аналіз інформації є виправданими [7]. Цим самим, гіпотеза Корнелла – Ролла, як і парадокс Гросмана – Стігліца, дещо суперечить рестриктивному визначенню ефективного ринку, що наведено у працях Ю. Фама.

Критерієм інформаційної ефективності ринку можна прийняти умовну варіацію майбутньої вартості активів. Нульове значення варіації означає найвищу форму інформаційної ефективності, за якої в учасників ринку відсутня невизначеність щодо майбутньої вартості активів, а інсайдери не мають змоги перерозподілити вартість на свою користь. Зворотна ситуація має місце в разі високих значень умовної варіації. Вона свідчить про значну невизначеність щодо майбутньої вартості активів та інформаційну неефективність ринку. Та обставина, що ринки цінних паперів є досить волатильними та далекими від нульової варіації вартості активів, є ще одним підтвердженням того, що всі ринки допускають певну частку неефективності. У реальному світі ринки капіталів агрегують інформацію не миттєво та не повністю. Залежно від рівня регулювання окремих ринків, наявності ринкової інфраструктури, кваліфікації учасників ринку їх можна класифікувати відповідно до рівня інформаційної ефективності. Для цього слід дати відповіді на такі питання:

– Наскільки швидко реагує ринковий курс цінних паперів на нову інформацію, яка є релевантною для цільової оцінки вартості?

– Чи можуть бути використані результати технічного аналізу цінних паперів, що ґрунтуються на історичній інформації, для формування ефективного портфеля цінних паперів?

– Чи отримують поінформовані інвестори систематично вищі прибутки від інвестування коштів на ринку, порівняно з непоінформованими учасниками ринку?

– Наскільки волатильними є ринки?

За висновками більшості експертів, ринки капіталів у розвинених країнах характеризуються помірною формою інформаційної ефективності. Щодо вітчизняного ринку капіталу, можна припустити, що, починаючи з його започаткування, він не відповідав жодній із окреслених трьох форм інформаційної ефективності. Дозволимо собі не погодитися з висновками окремих авторів, що український фондовий ринок є інформаційно ефективним [17]. На наш погляд, мала місце повна відсутність інформаційної ефективності, що й стало визначальним фактором неліквідності та неконкурентності ринку. Рівень недостовірності інформації та маніпулювання нею досяг таких масштабів, що неможливо об'єктивно оцінити рівень капіталізації ринку, його волатильність та чутливість до нової інформації. Зрозуміло, що за таких обставин ані технічний, ані фундаментальний аналіз емітентів не має жодного сенсу. Це пояснюється, перш за все, маніпуляціями у звітності емітентів, практично повною відсутністю лінійного зв'язку між результатами технічного та фундаментального аналізу активів з їх потенційною дохідністю. За інформацією НКЦПФР, до початку системної роботи з очищення ринку цінних паперів «від сміття», частка торгівлі фіктивними цінними паперами на організованому ринку складала 73%, а на неорганізованому – 62%. Якщо ж враховувати ту обставину, що переважна частка цінних паперів, які належать до нефіктивних, були емітовані державою (ОВДП), а станом на середину 2016 р. акції лише 15 емітентів були включені до біржових реєстрів, то можна стверджувати,

що де-факто в Україні не існує ринку капіталів у традиційному його розумінні [3]. Усі ключові фактори, що зумовили таку ситуацію, так чи інакше пов'язані перш за все з інформаційною неефективністю ринку.

**Ф**ормуванню чорного ринку інсайдерської інформації, рейдерським захопленням активів, обігу фіктивних цінних паперів та іншим зловживанням на ринку сприяла деформована інфраструктура вітчизняного ринку капіталів. Саме квазідіяльність інституцій, що формують інфраструктуру ринку (а також бездіяльність регулятора) тривалий час були джерелами основних ризиків для інвесторів та емітентів, що й призвело до фактичного руйнування ринку. Причиною відмови функціонування ринку є також антиконкурентні дії або ж бездіяльність державних органів влади. В Україні протягом усього періоду формального функціонування ринку капіталів мав місце повний набір порушень антиконкурентного законодавства з боку державних органів. Законодавство про захист від недобросовісної конкуренції фактично не діяло. Неоднакове ставлення державних наглядових органів до різних учасників ринку стало системним явищем.

У разі, якщо ринок капіталу є інформаційно неефективним, інвестори, які не володіють повною інформацією, несуть ризик отримання збитків через дії більш поінформованих учасників ринку. Ця ситуація досить чітко проявлялася протягом усієї історії функціонування українського ринку капіталів. Через абсолютну інформаційну неефективність ринок капіталу в Україні став інструментом «відбору» вартості недобросовісними учасниками ринку в добросовісних інвесторів. На ринку торгувалося забагато цінних паперів емітентів з ознаками фіктивності, за результатами операцій з такими інструментами формувалися фіктивні показники капіталізації. Відтак, ринок подавав фіктивні сигнали інвесторам та економіці в цілому [3]. За такої ситуації будь-який серйозний інвестор або ж згортає свої інвестиції на ринку, або ж узагалі оминає ринок.

У рамках очищення ринку від фіктивних, нічим незабезпечених «активів», НКЦПФР, починаючи з 2014 р., вживає заходи щодо блокування торгівлі цінними паперами цілого ряду емітентів, а також вдається до порушення адміністративних справ у рамках протидії маніпулюванню цінами на фондових біржах (станом на жовтень 2016 р. – 153 справи). За результатами проведених Комісією заходів ринкову частку торгів цінними паперами, біржова вартість яких не кореспондується з показниками їх фінансово-господарської діяльності, вдалося суттєво знизити. Станом на середину 2016 р. кількість емітентів акцій, які відповідають вимогам для знаходження в лістингу фондових бірж, скоротилася зі 136 до 15 [3]. У табл. 1 наведено інформацію щодо кількості випусків цінних паперів корпоративних емітентів, які включені до біржових реєстрів на середину 2016 р.

З інформаційною неефективністю ринку тісно пов'язаний комплекс проблем щодо низького рівня захисту прав власності інвесторів. Користуючись низьким рівнем виконання державою своїх функцій, а також перевагами в інформаційному забезпеченні, окремі гравці

Таблиця 1

**Кількісні показники «очищення» ринку капіталів України протягом 2015–2016 рр.**

Біржа	Кількість емітентів акцій		Кількість емітентів облігацій	
	01.07.2015 р.	01.07.2016 р.	01.07.2015 р.	01.07.2016 р.
ПФТС	52	7	112	23
КМФБ	29	–	27	13
Перспектива	13	–	27	11
Універсальна	27	1	–	–
УБ	16	7	6	–
УФБ	3	–	14	–
ІННЕКС	3	–	–	–
СЕФБ	1	–	2	–

ринку здійснювали перерозподіл вартості на свою користь. Як результат, добросовісні інвестори втрачали активи. Таким чином, інформаційна неефективність ринку є індикатором того, що права власності інвесторів є повністю незахищеними. З вищевикладеного випливає, що вітчизняний ринок капіталів фактично слід формувати заново. З цією метою необхідним є втручання держави в ринкові процеси, зокрема, мають бути створені умови для забезпечення помірної форми інформаційної ефективності ринку. Непересічна роль у цьому процесі має бути відведена Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Для формування повноцінного ринку капіталів слід нейтралізувати чинники, які фактично призвели до відмови функціонування ринкових механізмів та втрати довіри до нього. Ключовими при цьому є невиконання державою функцій щодо створення ефективної інфраструктури ринку капіталів, нагляду та регулювання діяльності учасників ринку. З метою побудови ринку капіталів з ознаками інформаційної ефективності, на наш погляд, слід вирішити такі пріоритетні завдання:

- ✦ запуск повноцінної діяльності регулятора – Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Це є необхідною умовою якісного регулювання ринку та захисту інтересів усіх його учасників. Діяльність регулятора має спиратися на 38 принципів регулювання ринків цінних паперів, що сформовані IOSCO [18]. Для цього слід сформувати адекватне законодавче забезпечення діяльності НКЦПФР, яке б, серед іншого, дозволило б Україні підписати Багатосторонній меморандум про взаєморозуміння щодо консультування та співробітництва і обміну інформацією (IOSCO-ММОУ);
- ✦ реформування законодавства про акціонерні товариства та обіг цінних паперів у напрямку адаптації його до вимог Євродиректив. Основні положення, які потребують реформування,

пов'язані із захистом прав інвесторів та емітентів цінних паперів, забезпечення транспарентної їх діяльності. Йдеться, зокрема, про урегулювання механізму використання переважних прав, установлення курсу емісії цінних паперів, питання збільшення та зменшення статутного капіталу, оцінки вартості активів та цілу низку інших;

- ★ *очищення інфраструктури фондового ринку від недобросовісних оферентів послуг.* Фондові біржі, торговці цінними паперами, реєстратори, зберігачі, компанії з управління активами та інші інституції мають за мінімального ризику та витрат здійснювати якісну та прозору операційну підтримку функціонування фондового ринку.

У питаннях регулювання ринку капіталів не має бути місця для формалістики – мають діяти принципи. Результатом формального підходу до регулювання ринку цінних паперів в Україні став формальний фондовий ринок з формальним рівнем капіталізації [3].

## ВИСНОВКИ

Науково-практичні дебати навколо питання формування та регулювання ринку капіталів в Україні не припиняються з моменту його формального започаткування. З огляду на періодичні кризи на світових ринках капіталів, питання вдосконалення регулювання фінансових відносин на відповідних ринках не втрачає своєї актуальності також і на глобальному рівні. Щоправда, масштаби зловживань та маніпуляцій на вітчизняному і розвинених ринках капіталів є незіставними. В Україні має місце класичний випадок відмови функціонування ринку (*Market Failure*) капіталів. Логічним теоретичним поясненням цього є повна інформаційна неефективність ринку та фактичне невиконання державою комплексу функцій, пов'язаних із запровадженням справедливих правил гри на ринку капіталів. Йдеться як про фактично недієздатну інфраструктуру ринку та декларативне законодавче забезпечення діяльності його учасників, так і про неефективну роботу регулятора ринку. Як наслідок, на ринку відсутні серйозні інвестори та емітенти, а сам ринок є формальним утворенням, яке не виконує функції, притаманні ринку капіталів (трансформації, алокації капіталу, інформаційно-комунікаційна, управління поведінкою). Формування цивілізованих правил гри на вітчизняному ринку капіталів має здійснюватися крізь призму забезпечення інформаційної ефективності ринку. Інформаційна ефективність визначає об'єктивність ціноутворення на активи, волатильність ринку, рівень захисту прав власності учасників ринку та ступінь виконання функції алокації фінансових ресурсів. ■

## ЛІТЕРАТУРА

1. **Зимовець В. В., Терещенко О. О.** Корпоративні фінанси як домінанта фінансової науки. *Фінанси України*. 2015. № 9. С. 78–95.
2. **Bator F.** The Anatomy of Market Failure. *Quarterly Journal of Economics*. August 1958. Bd. 72, No. 3, 1958. P. 351–379.
3. **Хромаєв Т.** Як створити в Україні ефективний ринок капіталу. URL: [http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k\\_finsiv\\_pidprijemstv/market](http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k_finsiv_pidprijemstv/market)

4. **Мозговий О. М., Стукало Н. В.** Інтегративно-індексний метод оцінювання рівня фінансової глобалізації країн світу. *Міжнародна економічна політика*. 2009. № 8. С. 5–26.

5. **Науменкова С. В., Міщенко В. І.** Сучасні проблеми капіталізації банківської системи України. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2013. № 2(15). С. 3–11.

6. **Терещенко Г. М.** Напрями удосконалення системи державного регулювання ринку фінансових послуг. *Наукові праці НДФІ*. 2010. № 4 (53). С. 109–114.

7. **Cornell B., Roll R.** Strategies for Pairwise Competitions in Markets and Organizations. *Bell Journal of Economics*. 1981. Vol. 12, Issue 1. P. 201–213.

8. **Grossman S. J., Stiglitz J.** On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *American Economic Review*. 1980. Vol. 70, Issue 3. P. 393–408.

9. **Beck Th., Kaserer Ch., Rapp M-S.** *Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven // Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie*. 2015. 216 s.

10. **Fama E. F.** Efficient Capital Markets II. *Journal of Finance*. 1991. Vol. 46, No. 5. P. 1575–1617.

11. **Fama E. F.** Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*. 1970, Vol. 25, No. 2. P. 383–417.

12. **Rubinstein M.** Securities Market Efficiency in an Arrow-Debreu Economy. *American Economic Review*. – December 1975. Vol. 63. P. 812–824.

13. **Latham M.** Defining Capital Market Efficiency. Finance Working Paper/Institute for Business and Economic Research, University of California. 1985. No. 150. P. 3–15.

14. **Ван Хорн Дж., Вахович Дж.** Основы финансового менеджмента/пер. с англ. 12-е изд. М.: ООО Вильямс, 2006. 1232 с.

15. **Blankart Ch.** *Öffentliche Finanzen in der Demokratie: Eine Einführung in die Finanzwissenschaft*. 8. Ausgabe. München, 2011. 735 S.

16. **Grossman S. J., Stiglitz J.** Information and Competitive Price System. *American Economic Review*. May 1976. P. 246–253.

17. **Хвостенко В., Бабич М.** Теоретичні засади інформаційної ефективності як базовий інструмент ціноутворення на фондовому ринку. *Економічний аналіз*. 2013. Т. 12 (2). С. 159–162.

18. Objectives and Principles of Securities Regulation – IOSCO. URL: <https://www.iosco.org/>

## REFERENCES

Bator, F. "The Anatomy of Market Failure". *Quarterly Journal of Economics*. Bd. 72, Nr. 3 (1958): 351-379.

Beck, Th., Kaserer, Ch., and Rapp, M-S. "Beteiligungs- und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven". In *Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie*, 2015.

Blankart, Ch. *Öffentliche Finanzen in der Demokratie: Eine Einführung in die Finanzwissenschaft*. München: 8 Ausgabe, 2011.

Cornell, B., and Roll, R. "Strategies for Pairwise Competitions in Markets and Organizations". *Bell Journal of Economics*. Vol. 12 (1981): 201-213.

Fama, E. F. "Efficient Capital Markets II". *Journal of Finance*, Vol. 46, no. 5 (1991): 1575-1617.

Fama, E. F. "Efficient Capital Markets: A Review of the Theory and Empirical Work". *The Journal of Finance*. Vol. 25, no. 2 (1970): 383-417.

Grossman, S. J., and Stiglitz, J. "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". *American Economic Review*. Vol. 70 (1980): 393-408.

Grossman, S. J., and Stiglitz, J. "Information and Competitive Price System". *American Economic Review*, May (1976): 246-253.

Khromaiev, T. "Yak stvoryty v Ukraini efektyvnyi rynok kapitalu" [How to create in Ukraine an effective capital market]. [http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k\\_finsiv\\_pidprijemstv/market](http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k_finsiv_pidprijemstv/market)

Khvostenko, V., and Babych, M. "Teoretychni zasady informatsiinoi efektyvnosti yak bazovyi instrument tsinoutvorennia na fondovomu rynku" [The theoretical foundations of information efficiency as a basic tool of pricing in the stock market]. *Ekonomichnyi analiz*. Vol. 12 (2) (2013): 159-162.

Latham, M. "Defining Capital Market Efficiency". *Finance Working Paper*, no. 150 (1985): 3-15.

Mozhoviy, O. M., and Stukalo, N. V. "Intehratyvno-indeksnyi metod otsiniuvannia rivnia finansovoi hlobalizatsii krain svitu" [Integrative-index method of assessment of the level of financial globalization countries]. *Mizhnarodna ekonomichna polityka*, no. 8 (2009): 5-26.

Naumenkova, S. V., and Mishchenko, V. I. "Suchasni problemy kapitalizatsii bankivskoi systemy Ukrainy" [Modern problems of

capitalization of the banking system of Ukraine]. *Finansovo-kredyt-na diialnist: problemy teorii ta praktyky*, no. 2(15) (2013): 3-11.

"Objectives and Principles of Securities Regulation - IOSCO" <https://www.iosco.org/>

Rubinstein, M. "Securities Market Efficiency in an Arrow-Debreu Economy". *American Economic Review*. Vol. 63, December (1975): 812-824.

Tereshchenko, H. M. "Napriamy udoskonalennia systemy derzhavnoho rehuliuвання rynku finansovykh posluh" [Directions of perfection of system of state regulation of financial services market]. *Naukovi pratsi NDFI*, no. 4(53) (2010): 109-114.

Van, Khorn Dzh., and Vakhovich, Dzh. *Osnovy finansovogo menedzhmenta* [Fundamentals of financial management]. Moscow: Viliams, 2006.

Zymovets, V. V., and Tereshchenko, O. O. "Korporatyvni finansy yak dominanta finansovoi nauky" [Corporate Finance as a dominant financial science]. *Finansy Ukrainy*, no. 9 (2015): 78-95.