



Шишков С.Є., канд. екон. наук, директор ПрАТ ФБ “Перспектива”, вул. Воскресенська, 30, Дніпро, 49000, Україна, email: s.shishkov@fbp.com.ua, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

ЗАЛУЧЕННЯ ІНДИВІДУАЛЬНИХ ІНВЕТОРІВ ДО ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ: ТЕХНОЛОГІЇ ТА ІНСТРУМЕНТАРІЙ

З'ясовано, що індивідуальні (роздрібні або масові) інвестори стають дедалі значущими учасниками світових фінансових ринків завдяки глобалізації, спрощенню транскордонного руху капіталу, технологічним заходам щодо забезпечення прямого доступу до торгів, зростанню заощаджень і фінансової обізнаності населення у більшості держав світу, зниженню тарифів і скороченню трансакційних витрат, розширенню кола ліквідного фінансового інструментарію, посиленню інформаційної прозорості ринків капіталу. Констатовано, що в Україні, незважаючи на певні позитивні зрушення (зокрема, щодо активізації інвестицій населення у державні облигації та поступовий рух у бік застосування технологічного досвіду розвинутих ринків), є чимало проблем, що ускладнюють залучення індивідуальних інвесторів на фондовий ринок і підвищення їхньої довіри до ринкового інструментарію. Встановлено, що певні проблеми (зокрема, обмеженість фінансових ресурсів або недостатня фінансова грамотність населення) мають системний характер і можуть бути усунені лише із загальним розвитком національної економіки та ринків капіталу. Обґрунтовано необхідність скорочення фінансового та регуляторного навантаження на емітентів і фінансових посередників, оскільки нагляд за непублічними емітентами лише розпорошує ресурси держави та учасників ринку, збільшує трансакційні витрати та не надає реальних стимулів для розвитку ринку недержавних цінних паперів. Акцентовано на необхідності ліквідації істотного відставання України від розвинутих ринків капіталу в питаннях розбудови розрахункової інфраструктури та спрощення операцій індивідуальних інвесторів. З урахуванням практики податкової пільги на інвестиційні доходи фізичних осіб від операцій з державними цінними паперами запропоновано доцільність впровадження аналогічних пільг для інвесторів у цінні папери емітентів, які здійснили публічну пропозицію.

Ключові слова: фондовий ринок, фондова біржа, цінні папери, емітент, воєнний стан, облигації внутрішньої державної позики, військові облигації, індивідуальні інвестори, роздрібні інвестори, некваліфіковані інвестори.

Shyshkov S.Ye., PhD. (Economics), Chief Executive Officer of Stock Exchange “Perspektiva”, 30, Voskresenska Str., Dnipro, 49000, Ukraine, email: s.shishkov@fbp.com.ua, ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0003-4440-9572>

ATTRACTING INDIVIDUAL INVESTORS TO THE STOCK MARKET OF UKRAINE: TECHNOLOGIES AND TOOLS

The author discovered that individual (retail or mass) investors are becoming increasingly significant participants in world financial markets due to globalisation, simplification of cross-border movement of capital, technological measures to ensure direct access to trades,

growth of savings and financial awareness of the population in most countries of the world, reduction of tariffs and transaction costs, expansion of the range of liquid financial instruments, and strengthening of information transparency of capital markets. It was established that in Ukraine, despite certain positive developments, regarding the activation of public investments in government bonds and the gradual movement towards the application of the technological experience of developed markets, many problems make it challenging to attract individual investors to the stock market and increase their confidence in the market tools. The paper states that certain problems (in particular, limited financial resources or low financial literacy of the population) are systemic and can be eliminated only with the general development of the national economy and capital markets. The need to reduce the financial and regulatory burden on issuers and financial intermediaries is well-founded since the supervision of non-public issuers only scatters the resources of the state and market participants, increases transaction costs, and does not provide real incentives for the development of the non-state securities market. The author emphasises the need to eliminate Ukraine's significant lag behind developed capital markets regarding settlement infrastructure development and simplifying operations for individual investors. Considering the practice of tax relief for the investment income of individuals from transactions with state securities, the paper proposes the feasibility of introducing similar benefits for investors in securities of issuers that have been made public.

Keywords: stock market, stock exchange, securities, issuer, martial law, domestic government loan bonds, war bonds, individual investors, retail investors, unqualified investors.

Індивідуальні (роздрібні або масові) інвестори стають дедалі значущими учасниками світових фінансових ринків завдяки глобалізації, спрощенню транскордонного руху капіталу, технологічним заходам щодо забезпечення прямого доступу до торгів, зростанню заощаджень і фінансової обізнаності населення у більшості держав світу, зниженню тарифів та скороченню трансакційних витрат, розширенню кола ліквідного фінансового інструментарію, зростанню інформаційної прозорості ринків капіталу.

Питання зростаючої ролі індивідуальних інвесторів на ринках капіталу, ефективності їхніх інвестиційних рішень, впливу сучасних технологій забезпечення доступу до торгів на трансакційні витрати, ліквідність і ціноутворення досить ґрунтовно вивчалися зарубіжними дослідниками, такими як Л. Альфаро, Б. Барбер, Е. Боумер, І. Велш, Г. Ітон, Р. Каніел, М. Чарлз та інші [1–7]. Зазначені питання в контексті складнощів залучення фінансових ресурсів населення до формування та розвитку фондового ринку України в умовах недостатньої фінансової грамотності, інформаційної асиметрії та обмеженості заощаджень знайшли відображення у працях вітчизняних науковців, зокрема, А. Головка, Г. Дугінець, О. Мозгового, В. Опаріна, І. Рекуненко, І. Ройка, Н. Шелудько [8–14]. Проте залишаються недостатньо розробленими питання, пов'язані з вирішенням проблем дефіциту привабливого локального фінансового інструментарію для індивідуальних інвесторів на незрілих ринках капіталу, складнощів доступу до інструментів зовнішніх ринків і наслідків обмеження обігу цінних паперів у воєнних умовах.

Отже, актуальність дослідження цих питань зумовлена необхідністю визначення стимулів як для залучення заощаджень населення в інструменти національного фон-

дового ринку, так і усунення перешкод для інвестицій індивідуальних інвесторів на зовнішніх ринках, щоб створити рівні умови для інвестиційної діяльності та максимізувати залучення зовнішніх і внутрішніх фінансових ресурсів в Україну для забезпечення функціонування економіки, підтримання її обороноспроможності та подальшого післявоєнного відтворення.

З огляду на це, **мета статті** – виявити сучасний стан і проблеми залучення індивідуальних інвесторів до ринків капіталу в Україні порівняно з іншими напрямками інвестицій, з'ясувати обмеження та перспективи акумулювання коштів населення для фінансування відновлення та розвитку української економіки.

Правові й технологічні передумови залучення індивідуальних інвесторів до фондового ринку. У світі залучення масового інвестора до ринків капіталу активізувалося з 90-х років ХХ ст. Якщо до цього вкладення у цінні папери були поширеними, насамперед, серед інвесторів з високим і середнім рівнем достатку та у державах з розвинутими ринками капіталу, то згодом до них долучилися менш заможні інвестори та нові держави, зокрема постсоціалістичні, з новоствореними ринками. Цьому сприяли активні приватизаційні процеси та бажання випробувати свої сили на ринку, який для багатьох мешканців держав зі східного боку залізної завіси був дотепер недоступним.

Крім цих екстенсивних факторів, на розширення кола інвесторів у світі вплинули правові та технологічні заходи, які забезпечили віддалений доступ до торгів, збільшення конкуренції (серед торговельних майданчиків, інвестиційних компаній та інфраструктури фінансових ринків), зменшення транскордонних бар'єрів для руху капіталу, тобто глобалізацію ринків капіталу, автоматизацію бізнес-процесів та як наслідок скорочення трансакційних витрат і зростання кількості угод.

Посилення ролі соціальних мереж і пандемія дали додаткового поштовху активності індивідуальних інвесторів паралельно з динамічним зростанням на світових ринках акцій¹. Координовані завдяки соціальним мережам дії мільйонів індивідуальних інвесторів почали впливати вже не тільки на ліквідність, але й на ціноутворення акцій окремих емітентів (таких, як GameStop), причому більш суттєво, ніж операції інституційних інвесторів. Водночас ініціювання та правові наслідки гейміфікації інвестування, а також невизначеність щодо дій онлайн-брокерів вже стали у 2021 р. підставою для активних дискусій, судових слухань і розслідувань фінансових регуляторів США щодо сучасних ознак маніпулювання ринком, а також формування SEC спеціальних рекомендацій для компаній, які прагнуть залучити капітал у періоди екстремальної волатильності цін².

¹ За 2019–2020 рр. кількість клієнтських рахунків у провідних онлайн-брокерів США потроїлася. У 2021 р. шість онлайн-брокерів обслуговували 121 млн торгових рахунків інвесторів з усього світу. (Див.: McCrank J. The U.S. retail trading frenzy in numbers. *Reuters*. 2021. Jan 29. URL: <https://www.reuters.com/article/us-retail-trading-numbers-idUSKBN29Y2PW>).

² Sample Letter to Companies Regarding Securities Offerings During Times of Extreme Price Volatility. *U.S. Securities and Exchange Commission*. 2021. February 8. URL: https://www.sec.gov/corpfin/sample-letter-securities-offerings-during-extreme-price-volatility#_edn1

Індивідуальні інвестори наразі можуть бути не просто достатньо фінансово грамотними й ефективними у своїх операціях, але й визнані такими ж кваліфікованими інвесторами, як і професійні учасники ринків капіталу³.

Україна перебувала у руслі світових тенденцій активного розвитку глобальних фінансових ринків, що стартував у 90-ті роки ХХ ст., та, на перший погляд, не надто і запізнювалася. Так, депозитарії для обслуговування державних і недержавних цінних паперів були створені ще у 1995–1996 рр., натомість сучасна інфраструктура фінансових ринків була інституційно оформлена лише у 2013 р. та дуже довго не орієнтувалася на інтереси ліквідного біржового ринку, прийнятого для залучення масового інвестора, зокрема моделі гарантованих грошових розрахунків за наслідком біржових торгів з'явилися лише у 2007–2009 рр., перший (хоч і доволі екзотичний) центральний контрагент – у 2010 р. [15]. Законодавство про електронний документообіг прийнято в Україні у 2003 р., проте електронний підпис (та його ерзаци) почав вживатися на фондовому ринку лише у 2007–2009 рр., основним форматом взаємодії (звітності професійних учасників ринку до регулятора) електронний документообіг став вже у 2011 р., а остаточні вимоги до його стандартизації були впорядковані на рівні законодавства про електронні довірчі послуги лише у 2017 р. Масові програмні продукти щодо автоматизації діяльності та внутрішнього обліку інвестиційних фірм почали впроваджуватися лише у 2007–2009 рр. [16]. Первісні нормативні вимоги до стандартизації біржового ціноутворення та протидії маніпулюванню цінами в Україні були встановлені лише у 2010–2011 рр.⁴.

Отже, з правової та технологічної точки зору інтернет-трейдинг в Україні і не міг виникнути до 2009–2011 рр. Проте подальші намагання розвинути технології та пра-

³ З 2021 р. це вже стосується і України. Відповідно до статті 6 Закону України “Про ринки капіталу та організовані товарні ринки”, кваліфікованими інвесторами є: міжнародні фінансові організації, іноземні держави та центральні банки; Міністерство фінансів України та Національний банк України; професійні учасники ринків капіталу, банки та страхові компанії; іноземні фінансові установи згідно з критеріями НКЦПФР; юридичні особи, зокрема створені за законодавством іншої держави, відповідно до критеріїв (активи ≥ 20 млн грн., річний чистий дохід ≥ 40 млн грн, власні кошти ≥ 2 млн грн). Можуть бути визнані кваліфікованими інвесторами фізичні й юридичні особи, які є клієнтами інвестиційної фірми, у разі відповідності принаймні 2 з 3 критеріїв: 1) протягом останніх 4 кварталів укладали та виконували щокварталу не менше ніж 10 правочинів, розмір яких є значним; 2) володіють коштами на банківських рахунках і цінними паперами на суму $\geq 0,5$ млн грн; 3) мають досвід проведення операцій на ринках капіталу або стаж роботи у фінансовій установі за відповідним фахом ≥ 1 рік. Згідно з рішенням НКЦПФР від 23.09.2021 р. № 822, правочини фізичних осіб за першим критерієм є значними, якщо загальна сума правочинів ≥ 50 тис. грн, вартість предмета правочину перевищує 5% сукупного річного доходу особи. У ЄС фінансові критерії є вищими.

⁴ Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про затвердження роз’яснення щодо оприлюднення фондовими біржами біржового курсу цінних паперів за результатами біржових торгів” від 16.02.2010 р. № 255. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/vr255312-10#Text>; Рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про затвердження Порядку запобігання маніпулюванню цінами під час здійснення операцій з цінними паперами на фондовій біржі” від 14.06.2011 р. № 716. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1045-11#Text>

вову основу ринку під потреби масового інвестора виявилися марними, адже не було головного – реального попиту з боку населення, інтересу емітентів до ринку, а також прийнятних фінансових інструментів. Перша спроба запуску інтернет-трейдингу у 2009–2012 рр. лише виявила масштаб проблем і не спричинила виникнення ліквідного публічного ринку.

Нині правові та технологічні проблеми, що ускладнювали діяльність брокерів, процедури розрахунків, впровадження електронного документообігу тощо, значною мірою вирішені, проте попит населення України є лише до суверенних облігацій і цінних паперів іноземних емітентів. Більше того, вкладення домогосподарств у цінні папери (принаймні корпоративні, рис. 1) у валютному еквіваленті за останні роки скоротилися та стагнують, зокрема, через девальваційні чинники та є мізерними порівняно з коштами населення, розміщеними на депозитних вкладах, інвестиціями у нерухомість, криптовалюту, заощадженнями в іноземній валюті, а також інвестиціями фінансових інститутів у цінні папери. Така ситуація істотно відрізняється від міжнародних тенденцій.

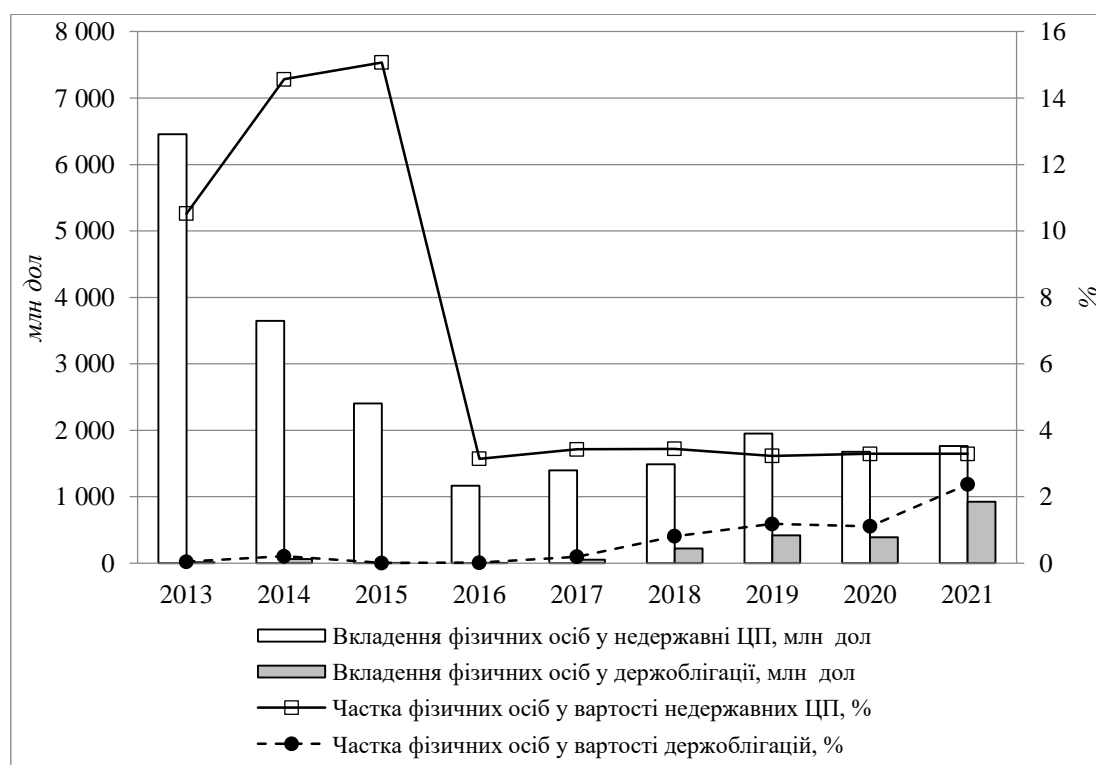


Рис. 1. Вкладення фізичних осіб у державні та недержавні цінні папери у 2013–2021 рр.

Джерело: ОВДП, які знаходяться в обігу за номінально-амортизаційною вартістю. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/Depository/T-bills_nom.xlsx; Звіти про діяльність НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports>

Причини такої ситуації стають більш зрозумілими, якщо проаналізувати еволюцію фондового ринку України в контексті численних, але переважно не надто успішних спроб держави та учасників ринку залучити заощадження населення у фінансові інструменти локального фондового ринку.

Практика залучення населення України на фондовий ринок. Першою спробою природно була масова приватизація, яка надала первісний імпульс створенню фондового ринку, адже саме за наслідками приватизації в Україні виникли десятки тисяч емітентів, тисячі фінансових посередників і мільйони інвесторів, біржі, депозитарна система, інформаційна інфраструктура, численні бенчмарки. Проте, попри ці формальні ознаки, ринок як феномен, як специфічний інститут, що має виконувати певні макроекономічні функції й збалансовувати інтереси емітентів та інвесторів, в Україні так і не сформувався. Отже, приватизація виявилася неефективною ані у фінансовому аспекті (надходження від продажу належних державі активів були значно нижчими порівняно з іншими постсоціалістичними державами), ані, найголовніше, у функціональному аспекті (формально створений ринок не став скільки-небудь значущим для національної економіки механізмом залучення інвестицій і розміщення заощаджень). Подальші спроби реформування тільки більш наочно виявили цю проблему та призвели до деградації навіть початкових кількісних здобутків.

За результатом тривалої приватизації в Україні основними учасниками фондового ринку стали:

1) мільйони так званих “сплячих” акціонерів, переважна більшість яких не могли позбутися отриманих під час приватизації цінних паперів через відсутність попиту, не отримували дивідендів на свої акції (були інвесторами лише формально);

2) десятки тисяч емітентів, створених у формі відкритих (публічних) акціонерних товариств, які ніколи не залучали, не могли і не планували залучати капітал у публічний спосіб (отже, така організаційно-правова форма, яку вони переважно не могли змінити, спричиняла додаткові складнощі та витрати без жодних перспектив їх компенсації під час залучення капіталу), не були і не бажали бути публічними компаніями;

3) кілька десятків емітентів, умовно кваліфікованих як “блакитні фішки” через хоч якусь ліквідність і відомість (часто ще з радянських часів), акції яких поступово були консолідовані (переважно представниками фінансово-промислових груп), після чого ці емітенти також втратили інтерес до обігу цінних паперів на локальному ринку та бачили в ньому лише необов’язкове навантаження, а залучати капітал воліли за межами України;

4) численні фінансові посередники, які спочатку орієнтувалися на скупку акцій в інтересах нерезидентів та/або мажоритаріїв, а після падіння зовнішнього попиту на українські активи після кризи 2008 р. і остаточної консолідації структури власності в найвідоміших компаніях, сконцентрувалися на обслуговуванні операцій бізнесу з фіктивними цінними паперами (для мінімізації бази оподаткування) та операцій інститутів спільного інвестування (переважно для перерозподілу фінансових потоків та управління фінансовими результатами в межах груп пов’язаних компаній) [17; 18].

Водночас існував стійкий попит незначної кількості більш-менш активних інвесторів, зацікавлених у самостійному трейдингу та прямому доступі до біржових

торгів найліквіднішими (за українськими мірками) цінними паперами. Цей попит стримувався правовою та технологічною неготовністю інфраструктури: відсутністю програмних продуктів для онлайн-трейдингу, автоматизації бізнес-процесів інвестиційних фірм, систем гарантування розрахунків, центрального контрагента, маркет-мейкерів тощо.

До 2009 р. ці проблеми були якщо не повністю вирішені, то хоча б стали зрозумілими для учасників ринку, зокрема, через відновлення міжбіржової конкуренції, адже після тривалого домінування біржі ПФТС, з якою з 1996 р. асоціювався український фондовий ринок, з'явилися альтернативні гравці – ФБ “Перспектива” та “Українська біржа”, які запропонували ринку нові можливості.

Завдяки активній інформаційній, технологічній і фінансовій підтримці російського акціонера (біржі РТС, пізніше об'єднаній з ММВБ у Московську біржу) друга спроба залучення фізичних осіб дедалі асоціюється саме з “Українською біржею”, хоча онлайн-трейдинг та пов'язані сервіси досить швидко були впроваджені і на інших майданчиках. Низка заходів “Української біржі” (активне фінансування маркет-мейкерів, нерідко міноритаріїв біржі, стимулювання ліквідності “блакитних фішок”, впровадження строкового ринку на індекс акцій, інформаційні та роз'яснювальні заходи для підвищення фінансової грамотності, анонімність торгів через центрального контрагента, зважені тарифи, активна нормотворча політика для якнайшвидшого, хоча і не надто вдалого правового впорядкування нових технологій) забезпечила стрімке зростання біржової ліквідності.

Протягом 2009–2011 рр. обсяг торгів на “Українській біржі” зріс у 20,5 разів (з 3,1 до 63,3 млрд грн), кількість угод – у 19 разів (з 126 до 2395 тис.). При цьому досягнуті у 2011–2012 рр. показники мільйонів біржових трансакцій на рік залишаються рекордними дотепер. Проте утримати цю штучну ліквідність, підтримувану маркет-мейкерами завдяки чималим фінансовим вкладенням Московської біржі, не вдалося. Отже, з 2013 р. почалося скорочення ліквідності й активності онлайн-трейдерів. Значною мірою такий нетривалий ефект був пов'язаний з невдалим вибором інструменту, адже ринок акцій за наслідком приватизації так і не сформувався, а відповідні бенчмарки мали достатньо умовний характер і не корелювали з розвитком національної економіки [13; 17]. Штучна ліквідність була досягнута, насамперед, щодо акцій і деривативів (ф'ючерсів та опціонів) на індекс тих самих акцій. Частка недержавних фінансових інструментів у структурі торгів біржі у 2009–2016 рр. перевищувала 90% (табл. 1). До 2012 р. таке фокусування на ринку акцій дозволяло утримувати істотну ринкову частку, натомість у подальшому “Українська біржа” почала втрачати позиції, адже основні конкуренти (ПФТС та ФБ “Перспектива”) ще з 2010 р. сконцентрувалися на стимулюванні ліквідності державних облігацій, обсяги торгів якими на біржовому ринку України стрімко зростали та почали домінувати. Як наслідок, у 2016 р. частка “Української біржі” у сукупному обсязі торгів на фондових біржах України скоротилась у 18 разів порівняно з піковим значенням (з 27% у 2011 рр. до 1,5% у 2016 р.), ліквідність обігу недержавних фінансових інструментів повернулася до рівня 2009 р., коли стартував онлайн-трейдинг (табл. 1), та згодом продовжила скорочуватися. Державні облігації почали відігравати істотну роль у торгах “Української біржі” аж у

2017 р., коли сплеск активності щодо ОВДП був спричинений, насамперед, “технологією” легалізації доходів в інтересах фізичних осіб [19].

Декларування “Української біржі” як “центру ліквідності”, найпривабливішого для індивідуальних інвесторів, проходило на фоні залучення насправді досить незначного кола активних трейдерів. Хоча у 2010–2011 рр. онлайн-брокерами очікувалися мільйонні клієнтські бази, загалом на біржі було зареєстровано максимум 13,4 тис. клієнтських рахунків, зокрема, 11,6 тис. фізичних осіб. Проте торгували онлайн-трейдери не надто регулярно. Незважаючи на вкрай ліберальну кваліфікацію активних інвесторів як таких, що уклали хоча б 1 угоду на місяць, їх пікова кількість у 2011–2012 рр. становила лише 2,5 тис., а до 2016 р. скоротилася до 0,5 тис., частка – до 4% (табл. 1).

Таблиця 1

Показники ліквідності “Української біржі” у 2009–2017 рр.

Показники за роками	Кількість угод з недержавними інструментами, тис.	Обсяг торгів недержавними інструментами, млрд грн	Частка недержавних інструментів у загальному обсязі торгів, %	Кількість зареєстрованих клієнтських рахунків, тис.	Кількість рахунків фізичних осіб, тис.	Кількість активних інвесторів, тис.	Частка активних інвесторів, %	Частка “Української біржі” у загальному обсязі торгів на фондових біржах України, %
2009	126,4	3,1	99,9	2,2	1,8	0,8	36	9,1
2010	985,0	27,1	99,1	7,0	5,8	2,1	30	21,0
2011	2395,4	63,3	99,0	11,0	9,1	2,5	23	27,0
2012	2276,2	24,0	99,7	13,1	11,2	2,5	19	9,1
2013	1034,0	10,9	99,8	13,0	11,4	1,8	14	2,4
2014	494,6	8,3	96,2	13,4	11,6	1,7	13	1,4
2015	282,7	6,4	96,1	12,6	11,1	1,1	9	2,3
2016	137,3	3,2	91,7	10,8	10,1	0,5	4	1,5
2017	107,0	5,7	42,5	10,8	10,2	0,4	4	6,5

Джерело: UX Review. Квартальний журнал “Української біржі”. 2010–2017. URL: <http://www.ux.ua/s288>; Звіти про діяльність. НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports>.

Отже, друга спроба залучення індивідуальних інвесторів на фондовий ринок також виявилася невдалою, зокрема, через намагання використовувати фінансові інструменти, що не мали публічного ринку. Технологічні, правові, фінансові та інформаційні стимули не змогли створити ринок, адже він так і залишився нецікавим для емітентів.

Більше того, саме у 2017 р. відбулося чергове коригування національного законодавства про акціонерні товариства. По-перше, нарешті стало навіть формально оче-

видно, що в Україні практично відсутні публічні компанії⁵. По-друге, домінуючі власники компаній скористалися можливістю примусового викупу акцій (сквіз-ауту), який замість імплементації європейської практики щодо захисту прав міноритаріїв легітимізував остаточну консолідацію акцій мажоритаріями за мінімально можливою ціною⁶ [17].

Сквіз-аут, звуження кола емітентів, негативна риторика НКЦПФР щодо поточного стану ринку, жорстке правозастосування, зокрема щодо реальних або вдаваних зловживань, а також впровадження дедалі обтяжливих вимог до учасників ринку призвели до нищівного скорочення ліквідності недержавних фінансових інструментів⁷.

Під час розчарування у локальних акціях і пов'язаних інструментах інвестори шукали зовнішні альтернативи, зокрема, акції іноземних емітентів та деривативи на зовнішні бенчмарки (курси валют, золото, нафта, біткойни тощо). Принаймні ці інструменти дозволили б хеджувати досить істотні для України валютні ризики. З 2014 р. в Україні вперше було впроваджено в обіг іноземні цінні папери (спочатку емітентів, які створювались українськими компаніями для залучення капіталу через зовнішні IPO, а з 2020 р. – фактично іноземних емітентів, які пройшли лістинг на міжнародних біржах). У 2015 р. Національний банк України надав дозвіл на запуск торгів валютними деривативами (а згодом і іншими). Тим не менше, з різних причин (недостатнє законодавче впорядкування операцій з деривативами, відсутність централізованих процедур клірингу і розрахунків за деривативами, на відміну від цінних паперів, валютні обмеження, незацікавленість банків, надмірна волатильність та недостатня довіра до систем управління ризиками бірж) ці інструменти не додали ліквідності ринку.

Отже, *третьою спробою* залучення населення на фондовий ринок була пов'язана вже з держоблігаціями, які поступово набули домінуючої ролі на фінансовому ринку. На держоблігації у 2021 р. припало 98,8% обсягу торгів на фондових біржах, 85,7% кількості біржових угод, істотна складова активів фінансових установ і найбільш значуща частка їхніх вкладень у цінні папери (26,6% активів банків, 25,6% активів страховиків,

⁵ Замість тисяч акціонерних товариств, публічних лише за назвою, тепер “публічними” залишилися лише ті АТ, які здійснили “публічну пропозицію” або пройшли лістинг на біржі. На сьогодні таких зацікавлених у ринку компаній менше ніж два десятки, лише два українські емітенти акцій.

⁶ У будь-яких дій бувають наслідки. Зокрема, навіть на фоні природної зацікавленості створити максимальні складнощі агресору, в учасників фондового ринку не вбачається особливої підтримки спробам Р. Ахметова щодо вимагання в РФ через міжнародні суди компенсації вартості зруйнованих металургійних комбінатів у Маріуполі. Причина (вартість цих активів 17–20 млрд дол., що підлягає компенсації), напевне, об'єктивна, але значно дисонує з вартістю, що декларувалася під час примусового викупу акцій цих комбінатів у міноритаріїв (128 млн дол.) та відстоювалася в українських судах протягом 2018–2021 рр. (Див.: І. Пальчевський. Міноритаріїв позбавляють акцій. *Фінансовий клуб*. 28.03.2018. URL: <https://finclub.net/analytics/minoritariev-lishayut-aktsij.html>; Л. Белкін. Бізнес по-Метінвестівськи: вилучити чужі акції і отримати на них 1000 відсотків доходу. *Stockworld*. 17.09.2021. URL: <https://www.stockworld.com.ua/ru/column/biznes-po-metinvestivski-viluchiti-chuzhi-aktsiyi-i-otrimati-na-nikh-1000-vidsotkiv-dokhodu>).

⁷ Якщо у 2011 р. обсяг торгів акціями, корпоративними облігаціями, цінними паперами ІСІ та деривативами на фондових біржах України становив 136,3 млрд грн, то у 2021 р. цей показник скоротився у 25 разів (до 5,4 млрд грн).

47,5% активів недержавних пенсійних фондів). Крім того, ціноутворення на ринку держоблігацій щільно контролюється та має об'єктивні бенчмарки: по-перше, фондові біржі відповідно до вимог НКЦПФР мають зупиняти торги та проводити перевірки у разі зміни поточної ціни держоблігацій на 10% (для інших лістингових цінних паперів цей показник становить 20%, для позалістингових – 50%)⁸; по-друге, з 2015 р. НБУ щодня публікує справедливу вартість ОВДП, відповідно до якої здійснює операції з підтримки ліквідності банків [20].

Навіть при вкладеннях у державні фінансові інструменти населення проявляє найменший рівень довіри до стабільності національної валюти серед інших власників та інвестує переважно в ОВДП, номіновані у доларах або євро, попри значно нижчий рівень їхньої дохідності порівняно з гривневими ОВДП. У 2017 р. (після припинення девальваційних процесів, спричинених бойовими діями 2014–2015 рр., та досягнення макрофінансової стабілізації) частка вкладень нерезидентів у валютні ОВДП скоротилася на 82% (з 84% до 2%), банків – на 5% (з 37% до 32%), юридичних осіб – на 2% (з 23% до 21%), портфель НБУ взагалі не містить валютних ОВДП. Натомість населення у 2017 р. продовжувало нарощувати частку валютних вкладень в облігації (з 71% до 88%). І дотепер фізичні особи продовжують розглядати ОВДП значною мірою як інструмент хеджування валютних ризиків і вкладають переважно у валютні облігації (рис. 2), адже мають чималий досвід істотної девальвації національної грошової одиниці за роки незалежності.

Слід зазначити, що у 2015–2018 рр. фондовий ринок України позбувся залежності від технологічної інфраструктури держави-агресора. З 2008–2010 рр. 2 з 3 провідних фондових бірж України (ПФТС та “Українська біржа”) контролювалися резидентами РФ як у корпоративному, так і у технологічному аспекті. Позбавлення цієї залежності було складним, тривалим і далеко не самостійним рішенням українських торговельних майданчиків. Спочатку у червні 2015 р. набули чинності зміни до ліцензійного законодавства⁹, згідно з якими встановлення органом ліцензування факту контролю (вирішального впливу) за діяльністю ліцензіата осіб держав, що здійснюють збройну агресію проти України, є підставою для анулювання ліцензії. Знадобилося спочатку надання НКЦПФР кількох місяців на вирішення біржами проблем структури власності та навіть тимчасове позбавлення ліцензій, аби стимулювати біржі та їхніх акціонерів до виконання вимог законодавства, отже у лютому – березні 2016 р. Московська біржа вийшла зі складу акціонерів ПФТС та “Української біржі”. Тим не менше, ще довгий час тривало застосування біржами російських торговельних платформ, а переважна більшість онлайн-брокерів вживали брокерські системи російської розробки для допуску індивідуальних інвесторів до біржових торгів, адже ці системи були щільно інтегровані з IT-рішеннями бірж.

⁸ Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку “Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж” від 22.11.2012 р. № 1688. П. 10. Розділ IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12#Text>

⁹ Закон України “Про ліцензування видів господарської діяльності” від 02.03.2015 р. № 222-VIII. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/222-19/ed20150302>

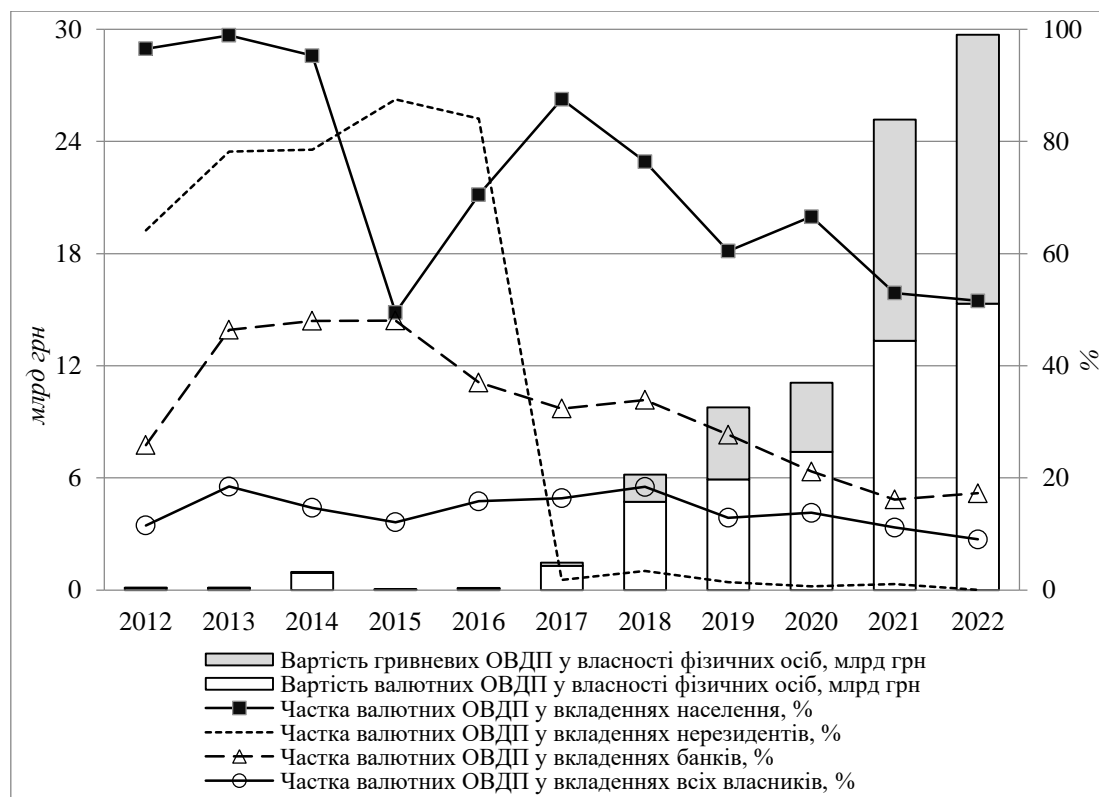


Рис. 2. Валютна структура вкладень в ОВДП у грудні 2012 р. – серпні 2022 р.

Джерело: ОВДП, які знаходяться в обігу, за номінально-амортизаційною вартістю за 2022 рік. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/files/Depositary/T-bills_nom.xlsx

Навіть попри помітні складнощі для інфраструктури ринку від хакерської атаки з використанням вірусу NotPetya в червні 2017 р., припинення “Української біржею” використання російського програмного забезпечення відбулося лише через рік, у червні 2018 р., за наслідком рішення РНБО України, яким було впроваджено санкції до російських компаній, зокрема щодо Московської біржі передбачено заборону українським компаніям використовувати у своїй діяльності електронні торгові системи для торгів на фондовому та строковому ринках (ПЗ Plaza та Forts)¹⁰. Отже, “Українська біржа” стикнулася з необхідністю призупиняти діяльність у більшості торговельних режимів (зокрема, у контексті підтримки онлайн-трейдингу) та ініціювати розроблення біржової платформи національної розробки. ПФТС також була змушена оновлювати програмне забезпечення, яке первісно базувалося на ІТ-рішеннях NASDAQ OMX, але згодом були суттєво доопрацьовані Московською біржею. Ці обмеження не впли-

¹⁰ Рішення Ради національної безпеки і оборони України “Про застосування та скасування персональних спеціальних економічних та інших обмежувальних заходів (санкцій)” від 02.05.2018 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/n0006525-18#Text>

нули на третій з провідних українських торговельних майданчиків (біржа “Перспектива”, яка з початку діяльності орієнтувалася тільки на власні ІТ-можливості та залучення національного акціонерного капіталу; отже, з 2012 р. почала лідирувати за обсягами біржових торгів), хоча, звісно, численні зміни нормативних вимог НКЦПФР до функціонування фондових бірж вимагали певних доопрацювань від всіх операторів ринку, незалежно від наявності технологічного донорства резидентів РФ.

Таким чином, з 2019 р. в Україні стали поширюватися власні ІТ-рішення для доступу до торгів масового інвестора.

Це не просто збіг за часом, а значною мірою передумова для третьої спроби залучення населення до фондового ринку, ефективність якої виглядає істотно вищою за попередні завдяки акценту на ліквідному інструментарії з об’єктивним ціноутворенням та помітною зацікавленістю емітента у розвитку цього сегмента ринку. Крім того, нові програмні продукти для онлайн-трейдингу вже базувалися не просто на більш безпечній основі з точки зору підтримки та кібер-ризиків, але й більш технологічній, з кращою продуктивністю та інтеграцією з універсальними мобільними застосунками.

До 2019 р. попит індивідуальних онлайн-трейдерів на ОВДП мав епізодичний характер і був пов’язаний з поступовим розумінням відсутності альтернатив на локальному фондовому ринку, податковими стимулами¹¹ та зростанням активності нерезидентів. Згодом в Україні почали виникати мобільні додатки банків та інвестиційних фірм, створені лише для доступу до торгів державними облігаціями – як на біржах, так і поза біржами. Індивідуальним інвесторам почали пропонувати засоби автоматизації придбання ОВДП при їх розміщенні або значно частіше на вторинному ринку з інвестиційних портфельів фінансових установ. Банками ці засоби інтегрувалися до мобільних додатків щодо управління банківськими рахунками; інвестиційні фірми використовували брокерські системи, впроваджені ще на етапі другої спроби залучення населення на фондовий ринок, але частіше розробляли нові ІТ-рішення, більш орієнтовані на сучасні смартфони¹².

У 2021 р. онлайн-трейдерам у мобільних додатках почали пропонувати також цінні папери іноземних емітентів (як шляхом придбання на українських біржах, де вони були нещодавно допущені до торгів, так і з використанням зовнішньої інвестиційної інфраструктури) та облігації зовнішньої державної позики України, що були номіновані у доларах та євро і набули ажіотажного попиту через екстремальне падіння цін внаслідок міжнародних очікувань нової фази збройної агресії проти України.

Проте основним джерелом локальної ліквідності залишилися ОВДП. Тим більше, в умовах впровадженого в Україні воєнного стану та тривалого мораторію НКЦПФР на обіг цінних паперів (крім ОВДП, випущених після 24 лютого 2022 р., так званих

¹¹ З 2012 р. згідно з п. 165.1.52 Податкового кодексу України, інвестиційний прибуток від операцій з державними цінними паперами не включається до оподаткованого доходу платника податку на доходи фізичних осіб.

¹² Зокрема, пропозиція багаторічного лідера ринку ОВДП за обсягом і кількістю трансакцій (мобільний додаток ТОВ “Інвестиційний капітал Україна” ICU Trade) щодо доступу онлайн-трейдерів до торгів на фондовій біржі “Перспектива” реалізована на базі Android.

“військових облігацій”). Обсяги біржових торгів істотно скоротилися через регуляторні обмеження інструментарію та кола операцій фінансових установ. Отже, найактивнішими гравцями ринку стали, по-перше, НБУ, який суттєво наростив свій портфель ОВДП для підтримки ліквідності банків і фінансування дефіциту бюджету, по-друге, населення, зацікавлене у підтримці держави. Доопрацювання сервісів популярного в Україні Монобанк і надання у квітні 2022 р. його клієнтам доступу до біржових торгів ОВДП забезпечило додатковий сплеск ліквідності.

Мораторій на вторинний обіг цінних паперів зафіксував принципово протилежну динаміку ліквідності на фондових біржах України в розрізі державних і недержавних інструментів. Уже з 2019 р. держоблігації почали домінувати вже не тільки в обсязі, але й у кількості угод (табл. 2). До початку війни, у січні – лютому 2022 р., середньомісячні обсяги торгів держоблігаціями у 2,9 раза перевищили показники 2017 р. (46,69 проти 15,79 млрд грн), середньомісячна кількість угод – у 4,4 раза (3,92 проти 0,89 тис.). Натомість аналогічні показники для недержавних фінансових інструментів за цей період скоротились у 6,9 раза (0,20 проти 1,35 млрд грн) та 25 разів (0,38 проти 9,44 тис.). З березня 2022 р. доступними залишилися лише кілька випусків військових облігацій з майже 200 випусків ОВДП. Отже, обсяги торгів ОВДП значно скоротилися, а недержавними цінними паперами та деривативами припинилися повністю. Проте завдяки активності індивідуальних інвесторів тривало зростання кількості біржових угод, яке у травні становило 81,63 тис. (максимальне значення з 2014 р., у 34 рази більше за середньомісячні показники 2021 р.).

Таблиця 2

Показники ліквідності фондових бірж України за інструментами у 2017–2022 рр.

Показники за період	2017	2018	2019	2020	2021	2022		
						січень – лютий	березень – квітень	травень
Середньомісячний обсяг біржових торгів, млрд грн	17,15	21,74	25,41	27,95	37,66	46,69	3,10	4,43
– державні облігації	15,79	20,48	24,58	27,48	37,21	46,49	3,10	4,43
– недержавні фінансові інструменти	1,35	1,26	0,83	0,47	0,45	0,20	–	–
Середньомісячна кількість укладених біржових угод, тис.	10,33	4,79	1,98	1,29	2,83	4,29	5,74	81,63
– державні облігації	0,89	1,44	1,60	1,05	2,40	3,92	5,74	81,63
– недержавні фінансові інструменти	9,44	3,35	0,38	0,23	0,43	0,38	–	–
Частка держоблігацій у обсязі біржових торгів, %	92,1	94,2	96,7	98,3	98,8	99,6	100,0	100,0
Частка держоблігацій у кількості біржових угод, %	8,6	30,0	80,8	81,9	84,7	91,2	100,0	100,0
Середня сума угод з ОВДП, млн грн	17,8	14,2	15,4	26,1	15,5	11,9	0,54	0,05

Джерело: Звіти про діяльність. НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/about-us/annual-reports>; Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку. НКЦПФР. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/>

Зазначимо, що пікові показники кількості угод супроводжувалися залученням значно ширшого кола індивідуальних інвесторів, ніж під час попередньої спроби захоплення населення акціями та деривативами. Якщо максимальні значення кількості активних онлайн-інвесторів у 2011–2012 рр. становили 2,5 тис. (табл. 2), то лише протягом початку березня – середини червня 2022 р. коло покупців військових облігацій сягнуло 89 тис. осіб¹³. Міністерство фінансів України як емітент та Національний банк України як агент з розміщення ОВДП активно поширюють інформацію для населення про умови придбання військових облігацій і про учасників ринку, до яких необхідно звернутися для обслуговування в режимі он-лайн (14 банків, зокрема, 10 первинних дилерів і 9 інвестиційних фірм).

Додатковим стимулом для індивідуальних інвесторів було поступове зменшення тарифів¹⁴. Певною мірою цьому сприяли і тарифи інфраструктури ринку: з одного боку, вони постійно зростали¹⁵, незважаючи на відсутність сервісних новацій і суттєве відставання у сфері клірингу та розрахунків від міжнародних тенденцій, з іншого боку, фіксована абонентська плата за обслуговування розрахунків була найвигіднішою для онлайн-брокерів, які укладали максимальну кількість угод в інтересах клієнтів [15].

Після реєстрації десятків тисяч нових інвесторів (насамперед, клієнтів Монобанк) у травні 2022 р. АТ “Розрахунковий центр”, який є єдиною в Україні кліринговою установою та центральним контрагентом, скоротив тарифи за автоматизовану реєстрацію клієнтів у кліринговій системі у 8 разів (з 24 грн до 3 грн).

Крім того, під час війни окремі фінансові установи, зокрема ІСУ, впровадили нульові тарифи. Тут причини інші, ніж в Robinhood. Проте повторимося: Україна ру-

¹³ Військові ОВДП в обігу та кількість власників станом на 13.06.2022. Національний банк України. URL: https://bank.gov.ua/admin_uploads/article/DGDS_Military_2022-06-13.pdf

¹⁴ У 2017 р. нормальними вважалися 500 грн тільки комісійних брокера за операцію (у банків – ще вище), без врахування депозитарних послуг, тобто вже на етапі придбання інвестор мав витратити 50% номінальної вартості 1 шт. ОВДП (1000 грн). У таких умовах не було сенсу придбавати пакети менш ніж на 50–100 тис. грн. У 2019 р. пропозиції інвестиційних фірм і особливо банків все ще часто передбачали обмеження щодо мінімального обсягу придбання ОВДП фізичними особами (від 50 тис. до 1 млн грн), а сукупні комісії банків могли становити 0,5–1,5% номіналу, зокрема, мінімум 1–2 тис. грн брокерської комісії за угоду. У 2021 р. конкуренція та поширення мобільних додатків дозволили придбавати в більшості інвестфірм вже будь-яку кількість ОВДП (хоч 1 шт.), комісії онлайн-брокерів скоротилися до 10–200 грн за угоду. (Див.: Янковий О. Кінець депозитної лихоманки: чому в грудні варто купляти ОВДП. *Mind*. 23.11.2017. URL: <https://mind.ua/publications/20178844-kinec-depozitnoyi-lihomanki-chomu-v-grudni-varto-kuplyati-ovdp>; Де вигідно купувати ОВДП. *Мінфін*. 11.02.2019. URL: <https://minfin.com.ua/ua/2019/02/11/36693734/>; Колдомасов І. Масовий кредитор: українці вкладають у держборг мільярди. На яких умовах? *Економічна правда*. 23.11.2021. URL: <https://www.epravda.com.ua/publications/2021/11/23/680037/>).

¹⁵ Протягом 2014–2019 рр. на фоні скорочення кількості угод і підвищення тарифів середньозважена вартість витрат учасників ринку на клірингові послуги АТ “Розрахунковий центр” (монопольна установка, що забезпечує кліринг і грошові розрахунки за цінними паперами) в розрахунку на 1 біржову угоду зростає з 27 до 335 грн (з 2 дол. до 13 дол.).

хається в руслі світових тенденцій і не надто відстає від практики провідних онлайн-брокерів світу за умови наявності публічного ринку, а ринок ОВДП є саме таким.

Висновки. Незважаючи на певні позитивні зрушення принаймні щодо активізації інвестицій населення у державні облігації та поступовий рух у бік застосування технологічного досвіду розвинутих ринків, є чимало проблем, що ускладнюють залучення індивідуальних інвесторів на фондовий ринок і підвищення їхньої довіри до ринкового інструментарію. Частина цих проблем (зокрема, обмеженість фінансових ресурсів або недостатня фінансова грамотність населення) має системний характер і може бути усунена лише із загальним розвитком національної економіки та ринків капіталу. Натомість інші проблеми, за порівняннями наслідків залучення у різні фінансові інструменти, цілком вирішувані, якщо дійсно приділяти їм увагу.

1. Крім достатньо високої доходності, податкових пільг і надійності, головним чинником попиту населення на держоблігації була їхня висока ліквідність. У будь-який момент індивідуальні інвестори мали можливість продати ці інструменти за об'єктивною ринковою ціною та використати отримані кошти для власних потреб. В умовах війни фінансовий стан українців природно погіршився через скорочення наявних доходів і зростання витрат на споживання, зокрема внаслідок виїзду значної частки населення у більш безпечні регіони або за кордон. Отримання коштів від продажу держоблігацій могло б істотно покращити ситуацію. Натомість мораторій на обіг більшості випусків держоблігацій, діючий вже протягом 4 місяців, обмежує права власників, позбавляє населення можливості користуватися заощадженнями та підриває довіру до ринку публічного боргу держави, над створенням і розвитком якого працювали десятиліттями. Фактично було завдано удару по найбільш фінансово освіченим і патріотично налаштованим українцям, інвестиційні вподобання яких відповідали європейському досвіду.

Така регуляторна політика є ще менш зрозумілою, якщо згадати, що для значно більш ризикованих напрямів інвестицій населення (криптовалюти, операції на невідповідному ринку форекс тощо), які навряд чи можуть істотно позначитися на покращенні статків українців, жодні обмеження не передбачені. Варто сподіватися на швидке справдження очікувань НБУ щодо відновлення роботи вторинного ринку держоблігацій, замороженого на початку війни¹⁶.

2. Українці обґрунтовано не довіряють стабільності національної валюти та зацікавлені диверсифікувати свої заощадження інвестиціями в інструменти, що дозволяють хеджувати валютні ризики. Саме відсутність адекватних альтернатив змушує українців інвестувати у нерухомість, готівкову валюту, цінні папери іноземних емітентів, криптовалюти та інші активи, ціноутворення яких пов'язане з більш стабільними валютами.

Міністерство фінансів України диверсифікувало емісію ОВДП у розрізі валют у 2011 р., і вже помітні успіхи: якщо спочатку населення інвестувало майже винятково у валютні облігації, то поступово частка валютних вкладень скоротилася, оскільки укра-

¹⁶ Нацбанк очікує швидкого відновлення роботи вторинного ринку ОВДП. *Інтерфакс-Україна*. 21.06.2022. URL: <https://interfax.com.ua/news/economic/840617.html>

їнці навчилися зважувати ризики девальвації та різницю у рівнях дохідності гривневих і валютних ОВДП. А з 26 липня 2022 р. (після отримання АТ “Розрахунковий центр” ліцензії на здійснення валютних операцій) очікується впровадження клірингу та розрахунків за угодами щодо ОВДП, номінованих у доларах і євро, у валюті номіналу. Міністерство фінансів України після тривалого інтервалу намагається підтримувати привабливі відсоткові ставки за гривневими ОВДП, щоб компенсувати інфляційні та валютні ризики інвесторів, хоча під час війни це особливо складно.

Отже, головне, щоб у інвесторів були відповідні можливості й альтернативи. Проте щодо недержавних цінних паперів такі можливості практично відсутні. Окремі приватні емітенти корпоративних облігацій намагалися впроваджувати змінні купонні ставки, щоб врахувати інфляційні або валютні ризики, але поки що це екзотика для ринку. Необхідним є розширення подібного інструментарію.

3. Дбати про добробут українського народу є одним з конституційних обов’язків влади, проте в поточних умовах це проявляється досить дивним чином. Якщо обмеження прав на державні цінні папери є відносно новим трендом, то “захист інвесторів” у вигляді обмежень придбання іноземних цінних паперів має тривалу історію. За останні роки відбулася певна лібералізація, проте звернення українців до іноземних брокерів і придбання цінних паперів на визнаних міжнародних біржах пов’язане з численними складнощами. А купівля-продаж іноземних цінних паперів, нещодавно допущених до обігу в Україні, на локальних біржах була так само заборонена НКЦПФР, як і операції з цінними паперами українських емітентів.

Потрібна реальна двостороння інтеграція з міжнародними ринками капіталу – не тільки спрощення доступу нерезидентів до українських держоблігацій (зокрема, встановлення лінку між Clearstream та депозитарієм НБУ), але й спрощення доступу українців до іноземних ринків. Валютні та регуляторні бар’єри не стільки обмежують вплив капіталу з країни, скільки консервують неконкурентний стан локальної інфраструктури та не відповідають європейській парадигмі щодо відкритості ринків і вільної конкуренції. Підкреслимо, що у такому підході немає нічого непатріотичного. З огляду на отриманий Україною статус кандидата у члени в ЄС, інвестиції українців на розвинутих ринках капіталу варто розглядати як цивілізаційний вибір і можливість отримання значно більш зваженого досвіду та фінансової грамотності, ніж на поки що незрілому локальному ринку.

4. Створена в Україні інфраструктура (правова, розрахункова, інформаційна, наглядова) обслуговує випуск і обіг тисяч випусків приватних цінних паперів, абсолютно нецікавих інвесторам, здійснює нагляд за непублічними емітентами, також у цьому ринку незацікавлених, є фінансово обтяжливою для учасників ринку та неефективною, оскільки не генерує привабливих публічних інструментів. Натомість все, що стосується дійсно функціонуючого ринку держоблігацій, перебуває поза межами цієї інфраструктури, ймовірно, це одна з причин сталого розвитку цього ринку. Випуск держоблігацій не регулюється НКЦПФР; облік і розрахунки забезпечуються НБУ; Міністерство фінансів України обирає маркет-мейкерів (первинних дилерів) і самостійно інформує інвесторів, без залучення створеної НКЦПФР та платної системи розкриття інформації про фондовий ринок; основну ліквідність підтримують учасники банків-

ської системи, контрольовані НБУ. Отже, варто скоротити фінансове та регуляторне навантаження на емітентів і фінансових посередників, адже нагляд за непублічними емітентами лише розпорошує ресурси держави та учасників ринку, збільшує трансакційні витрати та не надає реальних стимулів для розвитку ринку недержавних цінних паперів.

Особливий акцент варто зробити на розрахунковій інфраструктурі, адже у цьому сенсі Україна істотно відстає від розвинутих ринків капіталу. У глобалізованому фінансовому світі торги, кліринг і розрахунки за цінними паперами проходять практично протягом всього дня, щоб у інвесторів були можливості торгувати, незалежно від власного режиму дня, часових поясів, географічного розташування та операційного часу бірж, депозитаріїв і центральних контрагентів. Для спрощення операцій індивідуальних інвесторів у світі вже давно впроваджені розрахунки на умовах T+2, часткове (а не 100-процентне) блокування активів угод, маржинальне кредитування, багаторівневі системи гарантій та інші заходи, які спрямовані на зручність розрахунків і мінімізацію трансакційних витрат, але в Україні такі заходи поки що відсутні або епізодичні.

5. Природнім аспектом привабливості держоблігацій для будь-яких інвесторів, зокрема індивідуальних, є адекватна дохідність, порівнювана з альтернативними напрямками вкладень. Водночас вартість залучення має бути прийнятною для емітента. Протягом травня – липня 2022 р. тривали публічні дискусії щодо адекватної дохідності ОВДП між Міністерством фінансів України як емітентом, зацікавленим у мінімальній вартості запозичень, та НБУ, що представляє інтереси інвесторів, адже є агентом з розміщення, регулятором найвпливовіших учасників ринку (банків), застосовує держоблігації як інструмент монетарної політики та володіє портфелем ОВДП, який за час воєнного стану перевищив сукупні вкладення банків. Зрозуміло, що ставки залучення за ОВДП у розмірі 10–12% річних не виглядали достатньо привабливими після збільшення у червні 2022 р. облікової ставки з 10% до 25%, фіксації у липні офіційного курсу гривні до долара США на рівні, що на 25% є нижче, ніж довоєнний, та інфляції 21,5%. Результат дискусії свідчить про наявність інтересу емітента до розвитку ринку, попри бюджетні складнощі та зовнішні джерела фінансування: у липні Міністерство фінансів України почало підвищувати вартість запозичення.

Таким чином, досвід побудови та розвитку публічного ринку державних запозичень свідчить, що диверсифікація валюти випуску та розрахунків, податкові пільги, підтримка ліквідності, забезпечення зваженої дохідності та тарифів інфраструктури об'єктивно сприяють формуванню ринку та стійкому попиту індивідуальних інвесторів.

Якщо держава дійсно бажає створити внутрішній фондовий ринок недержавних (корпоративних) цінних паперів, привабливих для інституційних та індивідуальних інвесторів, потрібні певні заохочення. Зокрема, податкова пільга на інвестиційні доходи фізичних осіб від операцій з державними цінними паперами поступово призвела до зростання попиту населення та створення ліквідного ринку. Впровадження аналогіч-

них пільг для інвесторів у цінні папери емітентів, які здійснили публічну пропозицію, також має стимулювати як індивідуальних інвесторів, так і емітентів.

В умовах очікування масштабних інвестицій на відновлення інфраструктури під час та після війни набуває особливого значення оперативність вирішення цих питань і тиражування позитивного досвіду обігу державних облігацій на ринок приватних цінних паперів з метою заохочення українських компаній до публічного залучення капіталу та розширення інвестиційних можливостей для населення.

Список використаних джерел

1. Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V. Capital Flows in a Globalized World. The Role of Policies and Institutions. *National Bureau of Economic Research*. 2007. P. 19–72. URL: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c0148/c0148.pdf>
2. Barber B.M., Huang X., Odean T., Schwarz C. Attention induced trading and returns: Evidence from Robinhood users. *Journal of Finance*. 2021. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3715077>
3. Boehmer E., Charles M.J., Zhang X. Tracking retail investor activity. *Journal of Finance*. 2021. Vol. 76. Issue 5. P. 2249–2305. <https://doi.org/10.1111/jofi.13033>
4. Charles M.J., Shi D., Zhang X. Understanding Retail Investors: Evidence from China. *SSRN Electronic Journal*. 2021. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3628809>
5. Eaton G.W., Green T.C., Roseman B., Wu Y. Zero-commission individual investors, high frequency traders, and stock market quality. *Oklahoma State University, Working paper*. 2021. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/jhasbrou/SternMicroMtg/SternMicroMtg2021/Papers/Zero-commission%20individual%20traders.pdf>
6. Kaniel R., Liu S., Saar G., Titman S. Individual investor trading and return patterns around earnings announcements. *Journal of Finance*. 2012. Vol. 67. Issue 2. P. 639–680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01727.x>
7. Welch I. The wisdom of the Robinhood crowd. *Journal of Finance*. 2022. Vol. 77. Issue 3. P. 1489–1527. <https://doi.org/10.1111/jofi.13128>
8. Головка А.Т., Лаптев С.М., Кабанов В.Г. Ринки фінансових інструментів та їх інфраструктура: монографія. Київ: КРОК, 2009. 560 с.
9. Дугінець Г.В. Інформаційна асиметрія в світовій економіці. *Економічний простір*. 2019. № 150. С. 25–29. <https://doi.org/10.32782/2224-6282/150-4>
10. Міжнародні фінанси: підручник / за заг. ред. О.М. Мозгового. Київ: КНЕУ, 2016. 515 с. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/197267549.pdf>
11. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія / за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. Київ: КНЕУ, 2016. 695 с.
12. Рекуненко І.І. Періодизація розвитку фондового ринку України. *Вісник Сумського державного університету. Серія “Економіка”*. 2015. № 1. С. 30–42. URL: <https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/42165/1/Rekunenکو.pdf>
13. Ройко І.М. Біржовий ринок акцій в Україні: стан та пріоритети розвитку. Київ: КНЕУ, 2016. 224 с. URL: <https://kneu.edu.ua/userfiles/d-26.006.04/2016/Roiko-diss.pdf>
14. Шелудько Н.М. Інвестиційна дисфункція фондового ринку в Україні: інституційна складова. *Економічні свободи для зміцнення соціально-економічного розвитку України в умовах глобальних трансформацій* / за ред. В. Юрчишина. Київ: Заповіт, 2020. С. 126–137.
15. Шишков С.С. Перспективи і обмеження модернізації розрахунків в операціях за цінними паперами в Україні. *Економіка і прогнозування*. 2021. № 1. С. 88–126. <https://doi.org/10.15407/eip2021.01.088>
16. Шишков С.С. Фондові біржі України: випробування кризою: монографія / НАН України, Ін-т економіки та прогнозування. Київ: Видавничий дім “Києво-Могилянська академія”, 2011. 206 с.

17. Шишков С.Є. Дисфункціональність ринку акцій в Україні: фактор ваучерної приватизації. *Український соціум*. 2021. № 3 (78). С. 107–131. <https://doi.org/10.15407/socium2021.03.107>
18. Шелудько Н.М., Шишков С.Є. Інститути спільного інвестування: масштаби і наслідки інвестиційної дисфункції. *Економіка і прогнозування*. 2020. № 2. С. 120–138. <https://doi.org/10.15407/eip2020.02.120>
19. Зловживання на ринку капіталів: економіко-правові аспекти / за ред. О.Г. Кошового, В.М. Тертишника, Н.М. Шелудько. Дніпро: Ліра, 2019. 532 с. URL: <http://biblio.umsf.dp.ua/xmlui/handle/123456789/4058>
20. Шишков С.Є. Наслідки впровадження воєнного стану для ринків капіталу України. *Український соціум*. 2022. № 1 (80). С. 63–86. <https://doi.org/10.15407/socium2022.01.063>

Отримано 10.09.22

References

1. Alfaro, L., Kalemli-Ozcan, S., Volosovych, V. (2007). Capital Flows in a Globalised World. The Role of Policies and Institutions. *National Bureau of Economic Research*, 19-72. URL: <https://www.nber.org/system/files/chapters/c0148/c0148.pdf>
2. Barber, B.M., Huang, X., Odean, T., Schwarz, C. (2021). Attention induced trading and returns: Evidence from Robinhood users. *Journal of Finance*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3715077>
3. Boehmer, E., Charles, M.J., Zhang, X. (2021). Tracking retail investor activity. *Journal of Finance*, 76, 5, 2249-2305. <https://doi.org/10.1111/jofi.13033>
4. Charles, M.J., Shi, D., Zhang, X. (2021). Understanding Retail Investors: Evidence from China. *SSRN Electronic Journal*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3628809>
5. Eaton, G.W., Green, T.C., Roseman, B., Wu, Y. (2021). Zero-commission individual investors, high frequency traders, and stock market quality. *Oklahoma State University, Working paper*. URL: <https://pages.stern.nyu.edu/jhasbrou/SternMicroMtg/SternMicroMtg2021/Papers/Zero-commission%20individual%20traders.pdf>
6. Kaniel, R., Liu, S., Saar, G., Titman, S. (2012). Individual investor trading and return patterns around earnings announcements. *Journal of Finance*, 67, 2, 639-680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01727.x>
7. Welch, I. (2022). The wisdom of the Robinhood crowd. *Journal of Finance*, 77, 3, 1489-1527. <https://doi.org/10.1111/jofi.13128>
8. Holovko, A.T., Laptiev, S.M., Kabanov, V.H. (2009). Markets of financial instruments and their infrastructure. Kyiv: KROK [in Ukrainian]
9. Duginets, G. (2019). Information asymmetry in the world economy. *Ekonomičnij prostir – Economic scope*, 150, 25-29. <https://doi.org/10.32782/2224-6282/150-4> [in Ukrainian]
10. Mozgovyi, O.M. (Ed.). (2016). *International Finance*. Kyiv: Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman. URL: <https://core.ac.uk/download/pdf/197267549.pdf> [in Ukrainian]
11. Oparin, V., Fedosov, V. (Eds.). (2016). *Financial infrastructure of Ukraine: state, problems and development prospects: monograph*. Kyiv: Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman [in Ukrainian]
12. Rekunenko, I.I. (2015). Stages of stock market development in Ukraine. *Visnyk Sumskoho derzhavnogo universytetu. Seriya "Ekonomika" – Visnyk of Sumy State University. Economy series*, 1, 30-42. URL: <https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/42165/1/Rekunenko.pdf> [in Ukrainian]
13. Roiko, I.M. (2016). The stock exchange market in Ukraine: state and priorities of development. Kyiv: Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman. URL: <https://kneu.edu.ua/userfiles/d-26.006.04/2016/Roiko-diss.pdf> [in Ukrainian]

14. Sheludko, N.M. (2020). The investment dysfunction of the stock market in Ukraine: the institutional component. In V. Yurchyshyn (Ed.), *Economic freedom to strengthen Ukraine's social and economic development in the context of global transformations* (pp. 126-137). Kyiv: Zapovit [in Ukrainian]
15. Shishkov, S.Ye. (2021). Prospects and limitations in the modernisation of securities settlement operations in Ukraine. *Ekonom. prognosuvannâ – Economy and Forecasting*, 1, 88-126. <https://doi.org/10.15407/eip2021.01.088> [in Ukrainian]
16. Shyshkov, S.Ye. (2011). Ukraine's stock exchanges: tested by the crisis. Kyiv: Kyiv-Mohyla Academy [in Ukrainian]
17. Shyshkov, S.Ye. (2021). Stock market dysfunctionality in Ukraine: factor of voucher privatisation. *Ukr. socium – Ukrainian Society*, 3 (78), 107-131. <https://doi.org/10.15407/socium2021.03.107> [in Ukrainian]
18. Sheludko, N.M., Shishkov, S.Ye. (2020). Institutions of collective investment in Ukraine: scale and consequences of investment dysfunction. *Ekonom. prognosuvannâ – Economy and Forecasting*, 2, 120-138. <https://doi.org/10.15407/eip2020.02.120> [in Ukrainian]
19. Koshovyi, O.H., Tertyshnyk, V.M., Sheludko, N.M. (2019). Capital market abuse: economic and legal aspects. Dnipro: Lira. URL: <http://biblio.umf.dp.ua/xmlui/handle/123456789/4058> [in Ukrainian]
20. Shyshkov, S.Ye. (2022). Imposition of martial law and its consequences for Ukrainian capital markets. *Ukr. socium – Ukrainian Society*, 1 (80), 63-86. <https://doi.org/10.15407/socium2022.01.063> [in Ukrainian]

Received on 10.09.22