

<https://doi.org/10.15407/socium2019.02.084>
УДК 330.142.1

Шишков С.Є., канд. екон. наук, директор ПрАТ “Фондова біржа “Перспектива”, вул. Воскресенська, 30, Дніпро, 49000, Україна, email: s.shishkov@fbp.com.ua

ОЛІГАРХІЗМ ЯК ЧИННИК ІНСТИТУЦІЙНИХ ДЕФОРМАЦІЙ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

Висвітлено фактори класифікації ринків капіталу в контексті причин недосконалості фондового ринку України та ознак його непривабливості для міжнародних інвесторів. Визначено особливості формування та поглиблення деформацій фондового ринку в Україні як реакції на інституційну напругу олігархізму та з'ясовано їх наслідки. Виявлено, що Україна не належить до лідерів у світі ані за сукупними статками найзаможніших людей, ані за їх кількістю, ані за їх часткою в економіці, ані за нерівністю в суспільстві в цілому. Проте за наслідком дослідження галузевої спеціалізації активів мільярдів в економіках різних країн з'ясовано, що в Україні спостерігається одна з найвищих концентрацій активів мільярдів у "сировинних" галузях і найменша у фінансових та інноваційних галузях, що є однією з причин низьких значень якості життя та темпів їх зростання. Акцентовано увагу на наслідках такої структури економіки та власності, які призводять до зниження конкурентоспроможності; недостатності фінансових стимулів для впровадження інновацій; зменшення привабливості для зовнішніх інвестицій через інструменти фондового ринку; спрощення монополізації стратегічних секторів економіки та максимізації прибутків; складнощів ринкової оцінки активів; перешкод для справедливого оподаткування; формування прибутків та залучення інвестицій у більш привабливих юрисдикціях; обмежень джерел розвитку внутрішнього фондового ринку. Виявлено, що наразі регульований фондовий ринок України представлений виключно державними облігаціями, натомість ринок інших цінних паперів перебуває в депресивному стані, переважно через недосконалу імплементацію європейських стандартів, зокрема процедур squeeze-out, а також через відсутність стимулів для функціонування публічних компаній та публічної пропозиції. Зазначено, що олігархічний характер української економіки з домінуванням напівсировинної спеціалізації фактично консервує нинішній стан фондового ринку з його ключовими вадами (неліквідністю, обмеженим фінансовим інструментарієм, неспроможністю формувати об'єктивні ціни). Як наслідок, завдяки низці об'єктивних (соціально-економічних) і суб'єктивних (спотворене регулювання) причин відсутні умови та можливості для формування справедливих цін на переважну більшість фінансових інструментів (виняток становлять лише державні облігації), в тому числі на цінні папери, які використовуються для розрахунку біржових фондових індексів, що зумовлює їх періодичне приголомшливе зростання.

Ключові слова: фондовий ринок, фондова біржа, цінні папери, публічна компанія, публічна пропозиція, лістинг, squeeze-out.

Shyshkov S.Ye., PhD. (Economics), director of PrJSC “Stock Exchange “Perspektiva”, 30, Voskresenska Str., Dnipro, 49000, Ukraine, email: s.shishkov@fbp.com.ua

OLIGARCHISM AS A FACTOR FOR INSTITUTIONAL DEFORMATIONS OF THE STOCK MARKET IN UKRAINE

Paper highlights classification factors of capital markets in the context of the imperfection of the Ukrainian stock market and the features of its unattractiveness for international investors. Author determined peculiarities and consequences of formation and deepening of the stock market deformations in Ukraine, as a reaction to the institutional trap of oligarchism. It was noted that

© Шишков С.Є., 2019

Ukraine does not belong to the world leaders either in terms of the aggregate wealth of the richest people, nor in terms of their number, nor their share in the economy, nor inequality in society as a whole. However, due to the study of sectoral specialization of the billionaires' assets in the economies of different countries, it was revealed that Ukraine has one of the highest concentrations of billionaire assets in the "raw" industries and the smallest in the financial and innovation sectors, which is one of the reasons for low values of quality of life and pace of their growth. The emphasis is on the consequences of such an economy and property structure that leads to lower competitiveness, insufficient financial incentives for innovation, reduced attractiveness for foreign investment through stock market instruments, simplified monopolization of strategic sectors of the economy and maximization of profits, complexity of market valuation of assets and fair taxation, generating profits and attracting investment in more attractive jurisdictions, limiting the sources of development internally at the stock market. It has been revealed that currently the regulated Ukrainian stock market is represented almost exclusively by government bonds, while the market for other securities is in a depressed state, not least because of the imperfect implementation of European standards, in particular squeeze-out procedures, as well as the lack of incentives for the functioning of public companies and public offerings. It was noted that the oligarchic nature of the Ukrainian economy with the predominance of semi-raw material specialization actually conserves the current state of the stock market with its key deficiencies (illiquidity, limited number of financial instruments, and the inability to form objective prices). As a result, due to a number of objective (socio-economic) and subjective (distorted regulation) reasons, there are no conditions and opportunities for the formation of fair prices for the vast majority of financial instruments (with the exception of only government bonds), including securities, which are used to calculate stock market indices, which determines their periodic staggering growth.

Keywords: *stock market, stock exchange, securities, public company, public offering, listing, squeeze-out.*

У сучасному світі фондовий ринок є одним з основних механізмів руху капіталу між окремими суб'єктами, галузями, державами. Тісно пов'язаний з реальним сектором економіки, він виконує важливу роль, стимулюючи економічне зростання, забезпечуючи ефективність вкладення та рух капіталу. Проте функціонування фондових ринків, як і будь-яких складних економічних механізмів, характеризується проявами різного роду та масштабів диспропорцій і деформацій.

Проблема вибору ефективної моделі національного фондового ринку є доволі складною, і вирішити її належним чином, як засвідчила і світова, і вітчизняна практика, не завжди вдається. Досить часто такий вибір має ситуативний і кон'юнктурний характер, безпосередньо залежить від домінуючої в країні суспільної та економічної ідеології, формується на основі усталених неформальних взаємовідносин і правил поведінки між державою, бізнесом і суспільством, що, відповідно, визначає як специфіку інструментарію фондового ринку, так і його структурно-функціональну зрілість.

З огляду на світовий досвід, у багатьох економіках, що стали на шлях ринкових перетворень, саме інституційні пастки олігархізму є суттєвим спотворюючим чинником у багатьох сферах суспільно-економічного життя [1, 2], в тому числі і на фондовому ринку. Незважаючи на чималий теоретичний пласт наукових розробок у галузі інституційних чинників структурно-функціональних деформацій в економічних сис-

темах¹ [1; 3–22], саме проблематика залежності рівня розвитку фондових ринків від олігархізації суспільно-економічного середовища залишається найменш розробленою.

З огляду на це, **мета статті** полягає у систематизації особливостей формування та поглиблення деформацій фондового ринку в Україні, як реакції на інституційну пастку олігархізму та з'ясуванні їх наслідків.

Фондовий ринок України: вектори еволюції через призму міжнародних рейтингів.

З точки зору формальних ознак фондового ринку² і трактування його як сукупності суб'єктів (учасників) ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу й обліку цінних паперів і похідних (деривативів), фондовий ринок України відповідає усталеним канонам. На ринку присутні (у досить значній кількості) такі учасники:

- емітенти (у тому числі іноземні);
- інвестори (фізичні та юридичні особи, резиденти та нерезиденти), зокрема, інституційні інвестори, у тому числі інститути спільного інвестування (ІСІ), недержавні пенсійні фонди (НПФ), страхові компанії тощо;
- професійні учасники фондового ринку, у тому числі торговці цінними паперами, фондові біржі, компанії з управління активами (КУА), депозитарії та депозитарні установи, особи, що здійснюють клірингову діяльність (ПАТ “Розрахунковий центр”, РЦ);
- об'єднання таких професійних учасників, у тому числі саморегульвні організації.

Крім того, є регулятор з вже досить суттєвими повноваженнями, які на законодавчому рівні пропонується додатково розширити.

В обіг упроваджено багато фінансових інструментів (цінні папери та похідні, деривативи), створено інфраструктуру торгів (фондові біржі), клірингу та розрахунків (депозитарну систему), інформаційну (інформаційні та рейтингові агенції, загальнодоступну систему розкриття інформації Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР), залучення аудиторів тощо), існують ринкові бенчмарки (індекси).

Проте за міжнародними класифікаціями фондовий ринок України не належить ані до розвинутих (*developed*), ані до тих, що розвиваються (*emerging*), навіть до граничних (*frontier*), оскільки не відповідає найменшим критеріям розміру та ліквідності й пов'язаний із суттєвими ризиками для іноземних інвесторів.

За класифікацією *MSCI Inc.* [23], Україна належить до *автономних ринків (Standalone Markets)* – разом з Ямайкою, Панамою, Тринідадом і Тобаго, Боснією і Герцеговиною, Болгарією, Ботсваною, Ганою, Зімбабве та Палестиною. Щодо України

¹ Недоліки механізму приватизації в Україні та їх наслідки. *Національна безпека і оборона*. 2004. № 2. С. 38–39; Попов В. Приватизация в теории и на практике. Экспертный портал “Открытая экономика”. 2011. URL: <http://opec.ru/1345942.html>

² Стаття 2 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок” ототожнює “фондовий ринок” та “ринок цінних паперів” (регулятор також оперує терміном “ринки капіталу”). Численні законопроекти про регульовані ринки та деривативи містять визначення *ринків капіталу* (ринку фінансових інструментів), які об'єднують фондовий ринок (ринок цінних паперів) і ринок деривативів (Див.: Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” від 23.02.2006 р. № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>).

та Зімбабве виокремлено найбільше проблемних для інвесторів ознак (12), щодо інших країн кількість проблем є істотно меншою – від 5 (Болгарія) до 9 (Панама, Тринідад і Тобаго), при цьому проблемність є менш суттєвою та критичною.

Україна не відповідає критеріям класифікації ринків *FTSE Russell* [24] і відсутня навіть у листі очікування, тож її включення до переліку граничних ринків не планується. Слід зазначити, що цей критерій є значущим не тільки для міжнародних інвесторів, але й входить до складу ключових показників, які характеризують виконання Комплексної програми розвитку фінансового сектора України до 2020 р., затвердженої у 2015 р. Очікування, що до 01.01.2020 р. Україна отримає статус не граничного, а одразу передового ринку, що розвивається (*Advanced Emerging*), поки що є надто оптимістичним.

У своїх оцінках і дослідженнях міжнародні інформаційно-аналітичні агенції акцентують увагу на привабливості ринків, насамперед, для зовнішніх інституційних інвесторів, зосереджені переважно на питаннях валютного регулювання, розрахунків і доступності інформації англійською мовою, є достатньо об'єктивними.

Так, у звіті MSCI Inc. за червень 2018 р. [23] виокремлюються такі основні проблеми вітчизняного ринку:

– недостатній рівень лібералізації валютного ринку та наявність обмежень руху капіталу; реєстрація рахунків для інвесторів вимагає значної кількості паперових документів, процес складний і потребує багато часу для завершення;

– регулювання не дотримується належним чином контролюючим органом, внаслідок чого багато інвесторів торгують поза біржами; не всю інформацію можна знайти англійською мовою;

– були випадки втручання держави, які загрожували стабільності економіки “вільного ринку”, що не кращим чином характеризує інституційну структуру;

– інформація на ринку часто не є повною, не розкривається своєчасно, відсутня англійською мовою, що не свідчить про рівність прав внутрішніх та іноземних інвесторів³;

– розрахунковий цикл не є фіксованим (тривалість від T+0 до T+10, а не стандартизовано T+2, як рекомендується); обмеженість торгів і розрахунків за рахунок гаран-

³ Кількаразові згадування MSCI Inc. про відсутність в Україні певної інформації англійською мовою (незручність для міжнародних інвесторів), цілком очікувані – хоча б з огляду на стан англійської версії офіційного веб-сайту НКЦПФР (з вересня 2017 р. оновлена версія ще працює в режимі дослідної експлуатації): сторінка “Market Data” (як і “Аналіз ринку” на україномовній версії) вичерпується фразою “The section is being developed” (напевне, не вистачає повноважень та інституціональних можливостей для аналізу ринку); на сторінці “Activity reports” розміщені річні звіти про діяльність винятково українською мовою; на попередньому веб-сайті НКЦПФР були перекладені англійською хоча б звіти за 2010–2012 рр., схоже, у попередньої команди регулятора було трохи більше можливостей (чи поваги до іноземних інвесторів); аналогічно на сторінці “Budget” розміщено бюджетні плани та бюджетні звіти винятково українською мовою (це до питання про законотвірчі ініціативи щодо розширення джерел фінансування для регулятора); відсутні переклади нормативно-правових актів, результатів засідань, реєстрів тощо. Загальнодоступна інформаційна база даних НКЦПФР про ринок цінних паперів взагалі не має англійської версії.

тійних фондів; система розрахунків працює добре лише з нинішніми невеликими обсягами;

– обмежений рівень конкуренції між брокерами, що може призвести до високих торгових витрат.

Проте ключовою проблемою є низька ліквідність, найнижчим критеріям якої не відповідає ринок капіталу України.

Так само невтішний рейтинг України, відповідно до Індексу глобальної конкурентоспроможності, який щорічно публікується Всесвітнім економічним форумом. У рейтингу 2017–2018 рр. Україна посіла 81-ше місце серед 137 країн світу (табл. 1).

Таблиця 1

Динаміка рейтингових позицій України за складовими розрахунку Індексу глобальної конкурентоспроможності, пов'язаними з розвитком ринку капіталу

Складові Індексу	2014–2015	2015–2016	2016–2017	2017–2018	Зміна за 3 роки
Загальний індекс конкурентоспроможності	76	79	85	81	–5
Розвиток фінансового ринку	107	121	130	120	–13
Фінансування через місцевий ринок акцій	108	118	127	114	–6
Захист міноритарних акціонерів	139	134	136	129	+10
Регулювання фондових бірж	127	135	137	134	–7
Доступність венчурного капіталу	97	102	123	118	–21

Джерело: складено автором за даними звіту Всесвітнього економічного форуму за 2017–2018 рр.

Найгірша ситуація склалася саме з показниками, пов'язаними з розвитком ринку капіталу: за 3 роки позиції України у світі погіршилися (на 5–21 сходинку), нині вони коливаються в межах 114–134 місця [25]. Незначне поліпшення в частині захисту міноритарних акціонерів, скоріше, є реакцією міжнародних експертів на зміни законодавства про акціонерні товариства, але в українських міноритаріїв погляд на ці реформи може бути менш оптимістичним, зокрема через досить скандальну форму, яку набула в Україні процедура squeeze-out⁴. Варто звернути увагу на показник регулювання фондових бірж, за яким Україна посідає одне з останніх щаблів у світі⁵. НКЦПФР може вважати це черговим приводом для розширення повноважень, але

⁴ Учасники ринку та представники регулятора бачать основні проблеми застосування squeeze-out (обов'язкового викупу акцій у міноритаріїв власником домінуючого пакета) у складнощах визначення об'єктивної ціни викупу, відсутності довіри між учасниками ринку (торговцями ЦП-міноритаріями та емітентами/мажоритарними власниками), маніпулюванні ціною на біржі (насамперед, завищенні цін в інтересах міноритаріїв), залученні мажоритаріями “кишенькових” оцінювачів (для роздування чи заниження вартості активів), концентрації капіталу більшості відомих емітентів у власності мажоритаріїв (часто представників фінансово-промислових груп) і мізерній частці акцій у вільному обігу (free-float). Ці проблеми притаманні не лише ситуаціям squeeze-out, вони є загальними для ринку внаслідок низької ліквідності та необ'єктивності цін (як при оцінці оцінювачем, так і за наслідком біржових торгів), а також фактичної відсутності публічних компаній.

⁵ У 2017 р. – 134 місце з 137 країн (випереджаючи Молдову, Мавританію, Ємен), у 2016 р. – 137 (передостаннє) місце з 138 (перед Єменом).

можна дійти висновку, що критерій характеризує саме *якість регулювання* (здатність регулятора забезпечити стабільність ринку). Вбачається, що причиною негативної оцінки є не стільки недостатність регулювання, скільки загальна недосконалість ринку та суто негативний інформаційний фон навколо організованого ринку, який кілька років поспіль підтримується самим регулятором. Насправді діяльність фондових бірж в Україні сьогодні є зарегульованою, адже НКЦПФР послідовно встановлює дедалі нові вимоги, яких фондові біржі мають дотримуватися.

Інституалізація фондового ринку в економічній системі держави: детермінанти та особливості. Інституалізація фондового ринку як і будь-якої сфери економічних відносин у суспільстві визначається низкою факторів – макроекономічних, соціальних, політичних тощо. У ринково незрілих економічних системах (до числа яких належить і Україна) крім суто макрофінансових факторів (фінансова глибина економіки, ВВП на душу населення) вагоме значення в процесах інституалізації фондового ринку відіграє структура власності, рівень монополізації економіки, майнове розшарування суспільства, схильність населення до заощаджень, фінансова грамотність домогосподарств.

Незважаючи на періодичне загострення суспільної критики олігархічних проявів і соціальної нерівності, статистика свідчить, що *Україна не належить до лідерів у світі ані за сукупними статками найзаможніших людей, ані за їх кількістю, ані за їх часткою в економіці, ані за нерівністю в суспільстві в цілому.*

Наприклад, за *коефіцієнтом Джині*, який розраховується ООН та класифікує суспільну нерівність у межах від 0 (повна рівність, кожен має однаковий дохід) до 1 (абсолютна нерівність, одна людина має всі доходи, а всі інші – нульовий дохід), *Україна в 2017 р. посіла перше місце у світі з показником 0,25, випереджаючи Словенію, Норвегію, Словаччину та Чехію*⁶ [28]. Так само Україна знаходиться серед лідерів і за децильним коефіцієнтом, який характеризує співвідношення доходів 10% найбільш заможних мешканців країни та 10% найбідніших.

Це не зовсім узгоджується з іншими показниками України – *найнижчим рівнем ВВП на душу населення в Європі* (109 місце в світі у 2017 р., за даними ООН), одним з

⁶ Найгіршими показники є в Південно-Африканській Республіці (0,63), Намібії, Гаїті (по 0,61), Ботсвані (0,60), Центральноафриканській Республіці (0,56). Проміжними є показники в деяких країнах: Білорусі, Фінляндії, Казахстані, Молдові – 0,27, Данії, Бельгії, Румунії – 0,28, Швеції, Нідерландах – 0,29, Угорщині та Хорватії – 0,30, Німеччині, Польщі, Японії, Ірландії – 0,32, Великій Британії, Франції, Швейцарії, Естонії, Вірменії – 0,33, Кіпрі, Латвії – 0,34, Італії – 0,35, Грузії, Греції, Португалії – 0,36, Болгарії, Литві – 0,37, Російській Федерації, Таїланді – 0,38, Ірані, Ефіопії – 0,39, США, Китаї, Туреччині, Аргентині – 0,42, Мексиці, Того – 0,43, Болівії, Еквадорі – 0,45, Чилі, Гватемалі, Парагваї – 0,48, Гондурасі, Руанді – 0,50, Бразилії, Колумбії – 0,51, Мозамбіку – 0,54 (Див.: Inequality index: where are the world's most unequal countries? *The Guardian*. 26.04.2017. URL: https://www.theguardian.com/inequality/datablog/2017/apr/26/inequality-index-where-are-the-worlds-most-unequal-countries?CMP=share_btn_fb). Україна має схожі показники нерівності з двома різними групами країн: постсоціалістичними та західноєвропейськими (насамперед, скандинавськими, з високими соціальними гарантіями та стандартами життя). Різниця принципова: в одних (Норвегії, Фінляндії, Швеції) показники нерівності є низькими через незначну частку бідних, в інших (Україні, Молдові, Білорусі) – через незначну частку заможних (Див.: GINI index. World Bank, Development Research Group. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI>).

найнижчих показників у світі за чистими фінансовими активами на 1 дорослого⁷, найбільш нещасним населенням в Європі (138 місце зі 156 у світі у 2018 р. за рівнем щастя, рейтинг ООН [26]) тощо.

Можливо, цей дисбаланс пояснюється статистичними складнощами через значну частку тіньової економіки⁸ та обмеженість даних про реальні статки домогосподарств, насамперед, найбільш заможних українців. Тож реальний вплив цих осіб на національну економіку було оцінено, користуючися статистикою мільярдєрів Forbes⁹.

У табл. 2 виокремлено 20 країн з ВВП понад 100 млрд дол. і значною чисельністю населення. У цих 20 країнах сконцентровано 59% глобального ВВП та 81% багатства найзаможніших осіб, співвідношення сукупних статків мільярдєрів і ВВП перевищує середньосвітовий рівень¹⁰. Україна знаходиться на передостанньому місці з показником 11,8%, що є близьким до середньосвітового значення (11,3%).

Таблиця 2

Статки мільярдєрів та їх роль в економіці окремих країн світу у 2017 р.

Країни	ВВП		Статки мільярдєрів			Частка статків мільярдєрів/ частка ВВП, %	ВВП (ПКС) на 1 особу, тис. дол.
	млрд дол.	частка у світі, %	млрд дол.	частка у світі, %	% ВВП		
1	2	3	4	5	6	7	8
Російська Федерація	1577,5	1,96	409,3	4,50	25,9	2,30	25,53
Ліван	51,8	0,06	13,3	0,15	25,7	2,27	14,68
Швеція	538,0	0,67	124,6	1,37	23,2	2,05	50,07
Таїланд	455,2	0,56	93,3	1,03	20,5	1,82	17,87
Сінгапур	323,9	0,40	64,5	0,71	19,9	1,77	93,91
Малайзія	314,5	0,39	61,8	0,68	19,7	1,74	29,43
Швейцарія	678,9	0,84	123,8	1,36	18,2	1,62	65,01
Філіппіни	313,6	0,39	55,5	0,61	17,7	1,57	8,34
Індія	2597,5	3,22	440,1	4,84	16,9	1,50	7,06
Ізраїль	350,9	0,43	57,0	0,63	16,2	1,44	38,41
США	19 390,6	24,03	3 096,7	34,03	16,0	1,42	59,53
Німеччина	3677,4	4,56	578,7	6,36	15,7	1,40	50,72
Чилі	277,1	0,34	41,9	0,46	15,1	1,34	24,09

⁷ Середні чисті фінансові активи на дорослого: Україна – 1224 дол., світ – 56 541 дол., Європа – 135 163 дол. Медіанне значення: Україна – 133 дол. (169 місце), світ – 3582 дол., Європа – 14 851 дол. (дані Credit Suisse S.A. за 2017 р.) (Див.: Global Wealth Report 2017. Credit Suisse Research Institute. November 2017. URL: <https://www.credit-suisse.com/corporate/en/research/research-institute/global-wealth-report.html>).

⁸ У 2017 р. оцінювалася Міністерством економічного розвитку і торгівлі України за різними методами в межах 21–48% (в середньому 32%), у 2014 р. – в межах 31–58% (в середньому 43%).

⁹ У 2018 р. до рейтингу увійшли 2208 мільярдєрів з 70 держав (7 – з України), сукупні статки 9,1 трлн дол. (Див.: 32nd Annual World's Billionaires Issue. (2018, March). Forbes. URL: <https://www.forbes.com/sites/forbespr/2018/03/06/forbes-32nd-annual-worlds-billionaires-issue/#5bfb77d10e0>).

¹⁰ Фактично за цим показником лідирують держави з незначним ВВП (1–20 млрд дол.) та населенням, у тому числі “податкові гавані”. Зокрема, в таких державах, як Монако, Кіпр, Ліхтенштейн, Гернсі статки місцевих мільярдєрів сягають 66–98% ВВП. Навряд чи ці специфічні приклади є релевантними, в тому числі для України.

Закінчення табл. 2

1	2	3	4	5	6	7	8
Чеська Республіка	215,7	0,27	30,1	0,33	14,0	1,24	36,92
Данія	324,9	0,40	43,7	0,48	13,5	1,19	50,54
Франція	2582,5	3,20	320,4	3,52	12,4	1,10	42,78
Мексика	1149,9	1,43	141,0	1,55	12,3	1,09	18,15
Китай, Гонконг, Тайвань, Макао	12 629,5	15,65	1540,9	16,93	12,2	1,08	16,81
Україна	112,2	0,14	13,2	0,15	11,8	1,04	8,67
Ірландія	333,7	0,41	38,2	0,42	11,4	1,01	76,31
ТОП-20	47 954	59,43	7332	80,57	15,3	1,36	53,32
Світ	80 684	100,0	9100	100,0	11,3	1,00	16,96

Джерело: Розраховано за даними Forbes, World Bank.

Зазначені країни суттєво відрізняються за розвитком і рівнем життя населення: діапазон коливань ВВП на душу населення за паритетом купівельної спроможності сягає 13 разів: від 7–9 тис. дол. (Індія, Філіппіни, Україна) до 65–94 тис. дол. (Сінгапур, Ірландія, Швейцарія). Ані в цій вибірці, ані за всіма 70 країнами, в яких мешкають мільярдери, не спостерігається суттєвої кореляції між рівнем життя населення та статками мільярдерів, їх часткою у ВВП (рис. 1), розміром економіки.

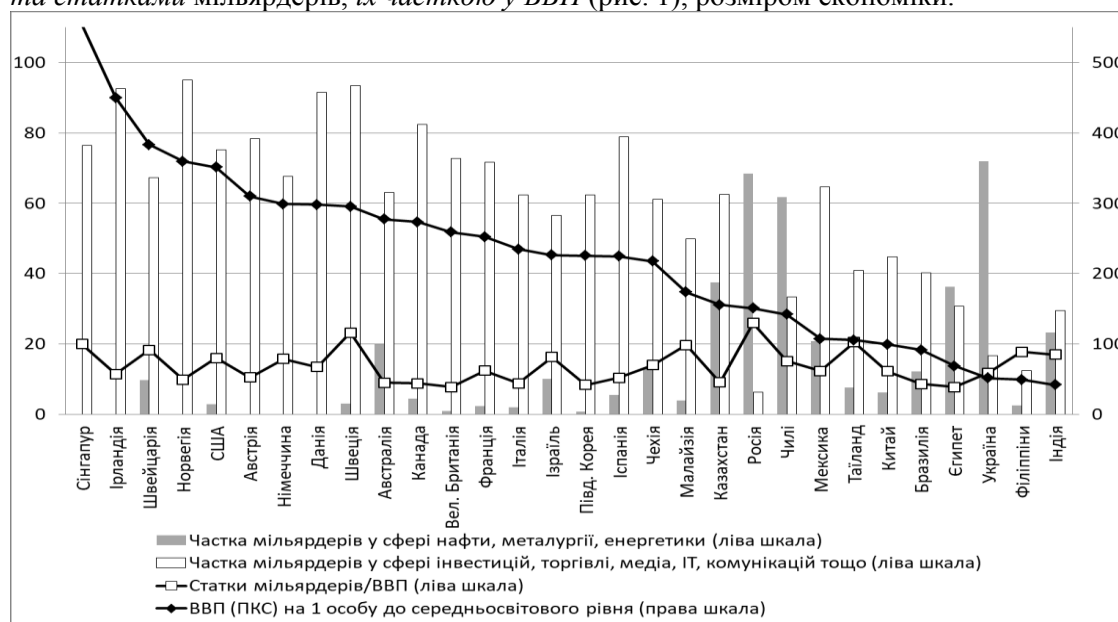


Рис. 1. Роль та галузева спеціалізація активів мільярдерів в економіках окремих країн у 2017 р., %

Джерело: Розраховано за даними Forbes¹¹, World Bank.

¹¹ У певних випадках така класифікація стикається з методологічними складнощами через існування значно диверсифікованих холдингів, де важко виокремити домінуючу галузь. Показники Китаю – агреговано, аналогічно до табл. 2.

Проте існує вкрай тісний зв'язок¹² між сукупними статками (та кількістю) мільярдів і розміром економіки (ВВП). Це вбачається цілком природним: саме на ємних, значних за розміром ринках, де хоч і існує жорстка конкуренція, але є передумови для накопичення значних фінансових ресурсів і консолідації активів.

Особливості моделі поведінки найбільш заможних людей у різних країнах, які співставні за розміром економік, але принципово відмінні за розвитком і рівнем життя населення, значною мірою визначаються не лише якістю життя, ступенем свободи або обмеженнями бізнесу, торгівлі, інвестицій, захистом власності та інших прав, податковим режимом, якістю функціонування суспільних інститутів, конкуренцією, але й галузевою спеціалізацією активів, контрольованих мільярдами.

На рис. 1 представлено дані 30 країн світу, в яких частка статків мільярдів у ВВП становить $\geq 8\%$. У цих 30-ти країнах сконцентровано 89% загальної кількості мільярдів, 93% їх статків, 76% глобального ВВП. Країни розташовані за зменшенням рівня ВВП на душу населення (% до середньосвітового значення). Помітна відсутність кореляції між рівнем ВВП на 1 особу та часткою статків мільярдів до ВВП. Проте між рівнем ВВП на душу населення очевидним є *прямий зв'язок* з часткою вкладень мільярдів у галузі, пов'язані з інвестиціями, торгівлею, медіа, ІТ, комунікаціями, та навпаки, *зворотний зв'язок* з часткою вкладень мільярдів у галузі, пов'язані з нафтою, газом, енергетикою та металургією¹³.

Найбільша концентрація активів мільярдів у “сировинних” галузях і найменша у “фінансових” спостерігається в Україні та Російській Федерації, що є однією з причин низьких значень і темпів зростання якості життя, на відміну, наприклад, від Китаю та Індії, де пріоритети інвестицій мільярдів більш збалансовані та сприятливі для інноваційного розвитку цих країн.

Є підстави стверджувати, що:

– зацикленість найбільш заможних людей на інвестуванні в сировинні галузі консервує сировинний характер економіки, знижує конкурентоспроможність, зменшує привабливість для зовнішніх інвестицій і не сприяє підвищенню якості життя для населення країни;

– спеціалізація мільярдів і контрольованих ними фінансово-промислових груп на сировинних галузях може пояснюватися тим, що саме в цих сферах простіше досягти монопольного або принаймні олігопольного становища, щоб максимізувати прибутки за наслідком концентрації власності;

– розвинутий локальний (внутрішній) фондовий ринок для таких мільярдів (їх можна відносити до олігархів через домінування у стратегічних галузях економіки) не є необхідним (доцільним), оскільки відсутня зацікавленість у ринковій оцінці активів (існуючих і привабливих для придбання), адекватній вартості робочої сили, об'єктивному оподаткуванню;

– формування прибутків і залучення інвестицій для розвитку підконтрольних підприємств (бізнесів) здійснюється, насамперед, за межами країни, де розташовані

¹² Коефіцієнти кореляції перевищують 0,96.

¹³ Коефіцієнти кореляції становлять, відповідно, 0,78 та -0,51.

виробничі активи мільярдів, в інших, більш привабливих юрисдикціях з ліквідними та смними ринками капіталу.

Саме через нерозвинутість фондового ринку в Україні вкрай неефективно проведено приватизацію, найбільш значущі, стратегічні активи сконцентровані (а за наслідком squeeze-out – повністю придбані, до того ж, як вбачають міноритарії, часто за істотно заниженими цінами) обмеженим колом власників, залишається недостатньо ефективним управління активами у власності держави, низька якість ринкової оцінки активів, не захищаються належним чином права інвесторів, існують прояви обмеження конкуренції, недостатньо фінансових стимулів для впровадження інновацій.

На жаль, інші потенційні інвестори та інституції не змогли принципово змінити ситуацію на ринку – через обмеженість капіталу внутрішніх інвесторів, високі ризики інвестування, неприйнятну волатильність цін, неліквідність, а також вкрай обмежений інструментарій, що ускладнює диверсифікацію інвестиційних портфелів. Наразі регульований фондовий ринок України представлений майже винятково державними облігаціями, частка яких у 2018 р. сягала: 95% обсягу біржових торгів, 97% кількості випусків лістингових цінних паперів, 86% вартості портфелів фінансових інститутів (у тому числі 97% у банків).

Натомість лєвова частка з тисяч випусків цінних паперів недержавних компаній якщо і допущена до біржових торгів, то роками не торгується. Фондові індекси розраховуються за вкрай обмеженим колом випусків акцій, які дуже умовно віднесені до “блакитних фішок” (blue chips), та в умовах мінімальної ліквідності (іноді – навіть за повної відсутності торгів¹⁴), що й зумовлює періодичні світові “рекорди”¹⁵. Тисячі наявних ПАТ є публічними лише за назвою. Жодного первинного публічного розміщення (ІРО) за 1991–2018 рр. в Україні не було і не планується (хоча випадків проведення ІРО щодо українських активів на іноземних біржах вистачає), тому жоден емітент акцій не здійснював публічну пропозицію саме в Україні та не може повноцінно розглядатись як публічна компанія. У 2017 р. законодавство України було приведено до стандартів ЄС щодо публічної пропозиції, але дотепер немає емітентів акцій, які б здійснили таку пропозицію в Україні. Звісно, першими кандидатами на роль публічних компаній могли б стати великі підприємства, але вони на сьогодні часто контро-

¹⁴ Зокрема, у 2018 р. АТ “Українська біржа” було позбавлено можливості використовувати програмне забезпечення, отримане свого часу від російського власника, через накладення Україною персональних санкцій на ПАТ “Московська біржа ММВБ-РТС”. Тривалий час торги на АТ “Українська біржа” були вкрай епізодичними або взагалі відсутніми протягом цілих торговельних днів, але індекс акцій продовжував розраховуватися та оприлюднюватися. На інших фондових біржах України ліквідність обігу акцій також важко визнати достатньою для визначення об’єктивних бенчмарків.

¹⁵ За 2017 р. індекс АТ “Українська біржа” зріс на 71%, індекс біржі ПФТС – на 19%. У 2018 р. індекси помінялися місцями: тепер індекс ПФТС став лідером світового зростання з показником 75%, а індекс УБ зріс на “скромні” 25%. У будь-якому випадку, Україна, начебто, лідирує в світі за показником річного зростання індексів. Проте потенційним інвесторам слід замислитися: чи можна довіряти індексам акцій в одній країні, з достатньо близьким складом емітентів, якщо їх динаміка відрізняється на 50%? А ще індекси нерідко драматично падають, тому в доларовому еквіваленті поточні значення обох індексів є все ще суттєво меншими, ніж значення на дату початку розрахунку.

люються олігархічними структурами, в яких відсутня мотивація до прозорості та публічності. Крім того, неврахування (можливо, свідоме) об'єктивних умов функціонування ринку, зокрема відсутності передумов для формування адекватних ринкових цін, призвело до того, що процес імплементації стандартів ЄС, у тому числі процедур squeeze-out, призвів не до захисту прав міноритаріїв, а, скоріше, спростив життя мажоритаріям-олігархам. Після численних скандалів на ринку та триваючих судових слухань, далеких від остаточного вирішення, акціонерні товариства активно переходять у форму ПрАТ та, схоже, позбавляють локальний регульований ринок акцій будь-яких перспектив розвитку.

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

На ринку України завдяки низці об'єктивних (соціально-економічних) і суб'єктивних (спотворене регулювання) причин відсутні умови та можливості для формування справедливих цін на переважну більшість фінансових інструментів (виняток становлять лише державні облигації). Олігархічний характер економіки з домінуванням напівсировинної спеціалізації фактично консервує нинішній стан ринку з його ключовими вадами (неліквідністю, обмеженим інструментарієм, неспроможністю формування об'єктивних цін). Будь-які біржові ціни, в тому числі на цінні папери, що використовуються для розрахунку біржових фондових індексів, від самого початку є штучними, а так званих "дійсних" цін на ринку просто не існує. Саме цим пояснюється щорічне приголомшливе зростання українських фондових індексів.

Список використаних джерел

1. Кіндзерський Ю.В. Інституційна пастка олігархізму і проблема її подолання. *Економіка України*. 2016. № 12. С. 22–42.
2. Гальчинський А. Суперечності реформ: у контексті цивілізаційного процесу. Київ: Українські пропілеї, 2001. 320 с.
3. Рущенко І. "Кримінальна революція" як соціетальний чинник. *Соціологія: теорія, методи, маркетинг*. 2008. № 3. С. 194–210.
4. Рущенко І. Від "кримінальної революції" до "кримінального суспільства". *Соціологія: теорія, методи, маркетинг*. 2014. № 2. С. 3–22.
5. Аджемоглу Д., Робинсон Дж. Почему одни страны богатые, а другие бедные. Происхождение власти, процветания и нищеты. Москва: Изд-во АСТ, 2015. 575 с.
6. Капелюшников Р. Право собственности (очерк современной теории). *Отечественные записки*. 2004. № 6. URL: <http://www.strana-oz.ru/2004/6/pravo-sobstvennosti-ocherk-sovremennoy-teorii>
7. Сонин К. Институциональная теория бесконечного передела. *Вопросы экономики*. 2005. № 7. С. 4–18. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2005-7-4-18>
8. Стиглиц Дж. Глобализация: тревожные тенденции. Москва: Национальный общественно-научный фонд, 2003. 304 с.
9. Glaeser E., Scheinkman J., Shleifer A. The Injustice of Inequality. *Journal of Monetary Economics*. 2003. Vol. 50. No. 1. P. 199–222.

10. Капелюшников Р. Собственность без легитимности?: препринт WP3/2008/03. Москва: ГУ ВШЭ, 2008. 40 с.
11. Резнік В. Стан соціальної легітимності приватної власності на землю та капітал. *Українське суспільство 1992–2006. Соціологічний моніторинг* / за ред. В. Ворони, М. Шульги. Київ: Ін-т соціології НАН України, 2006. С. 118–128.
12. Аузан А. Вертикальний контракт неустойчив. *Отечественные записки*. 2004. № 6. URL: <http://www.strana!oz.ru/2004/6/vertikalnyy!kontrakt!neustoychiv>
13. Барсукова С. Теневая экономика и теневая политика: механизм сращивания: препринт WP4/2006/01. Москва: ГУ ВШЭ, 2006. 48 с.
14. Stiglitz J.E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*. 2000. Vol. 28. No. 6. P. 1075–1086.
15. Тіньова економіка: сутність, особливості та шляхи легалізації: монографія / за ред. З.С. Варналія. Київ: НІСД, 2006. 576 с.
16. Перкинс Дж. Исповедь экономического убийцы. Москва: Pretext, 2005. 319 с.
17. Вернер К., Вайс Г. Черная книга корпораций. Екатеринбург: Ультра. Культура, 2007. 416 с.
18. Радыгин А., Энтов Р. “Фундаментальная” теорема приватизации: идеология, эволюция, практика. *Экономическая политика*. 2013. № 6. С. 7–45.
19. Sappington D., Stiglitz J. Privatization, information and incentives. *Journal of Policy Analysis and Management*. 1987. Vol. 6. Iss. 4. P. 567–585.
20. Полтерович В. Приватизация и рациональная структура собственности. Москва: Ин-т экономики РАН, 2012. 66 с.
21. Musacchio A., Lazzarini S. Leviathan in Business: Varieties of State Capitalism and their Implications for Economic Performance. *Harvard Business School. Working Paper 12/108*. 2012. June 4. 63 p.
22. Авдашева С., Долгопятова Т., Пляйнес Х. Корпоративное управление в АО с государственным участием: российские проблемы в контексте мирового опыта: препринт WP1/2007/01. Москва: ГУ ВШЭ, 2007. 52 с.
23. MSCI Global Market Accessibility Review. June 2018. URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2018_%28FINAL%29.pdf/04dd3b70-487a-8395-912c-89a202b5b4fa
24. FTSE Annual Country Classification Review. FTSE Russell. September 2018. URL: <https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update-2018.pdf>
25. The Global Competitiveness Report 2017–2018. World Economic Forum. September 2017. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018>
26. United Nations, Sustainable Development Solutions Network. World Happiness Report 2018. URL: <http://worldhappiness.report/ed/2018/>

Отримано 28.05.19 та оновлено 05.06.19

References

1. Kindzerskyi, Yu.V. (2016). Institutional trap of oligarchism and problems of its overcoming. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 12, 22-42 [in Ukrainian]
2. Galchynskyi, A. (2001). Controversy of reforms: in the context of the civilization process. Kyiv: Ukrainski propilei [in Ukrainian]
3. Rushchenko, I. (2008). “Criminal revolution” as a societal factor. *Sotsiologiya: teoriya, metody, marketing – Sociology: theory, methods, marketing*, 3, 194-210 [in Ukrainian]
4. Rushchenko, I. (2014). From criminal revolution to “criminal society”. *Sotsiologiya: teoriya, metody, marketing – Sociology: theory, methods, marketing*, 2, 3-22 [in Ukrainian]
5. Acemoglu, D., Robinson, J. (2015). Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity, and Poverty. Moscow: Publishing House ACT [in Russian]

6. Kapelyushnikov, R. (2004). Ownership (outline of the modern theory). *Otechestvennye Zapiski*, 6. URL: <http://www.strana-oz.ru/2004/6/pravo-sobstvennosti-ocherk-sovremennoy-teorii> [in Russian]
7. Sonin, K. (2005). Institutional Theory of Endless Redistribution. *Voprosy Ekonomiki*, 7, 4-18. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2005-7-4-18> [in Russian]
8. Stiglitz, J. (2003). Globalization and Its Discontents. Moscow: National Social Science Foundation [in Russian]
9. Glaeser, E., Scheinkman, J., Shleifer, A. (2003). The Injustice of Inequality. *Journal of Monetary Economics*, 50, 1, 199-222.
10. Kapelyushnikov, R. (2008). Ownership without legitimacy?: preprint WP3/2008/03. Moscow: NRI HSE [in Russian]
11. Reznik, V. (2006). The state of social legitimacy of private ownership of land and capital. In V. Vorona, M. Shulha (Eds.), *Ukrainian society 1992–2006. Social monitoring* (pp. 118-128). Kyiv: Institute of Sociology NAS of Ukraine [in Ukrainian]
12. Auzan, A. (2004). Vertical contract is unstable. *Otechestvennye Zapiski*, 6. URL: <http://www.strana!oz.ru/2004/6/vertikalnyy!kontrakt!neustoychiv> [in Russian]
13. Barsukova, S. (2006). The shadow economy and the shadow policy: merging mechanism: preprint WP4/2006/01. Moscow: NRI HSE [in Russian]
14. Stiglitz, J.E. (2000). Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development*, 28, 6, 1075-1086.
15. Varnaliya, Z.S. (Ed.). (2006). Shadow economy: the essence, features and ways of legalization: monograph. Kyiv: NISS [in Ukrainian]
16. Pekins, J. (2005). Confessions of an Economic Hit Man. Moscow: Pretext [in Russian]
17. Werner, K., Weiss, H. (2007). The black book of corporations. Ekaterinburg: Ultra. Kultura [in Russian]
18. Radygin, A., Entov, R. (2013). “Fundamental” Privatization Theorem: The Ideology, Evolution, Practice. *Ekonomicheskaya politika – Economic Policy*, 6, 7-45 [in Russian]
19. Sappington, D., Stiglitz, J. (1987). Privatization, information and incentives. *Journal of Policy Analysis and Management*, 6, 4, 567-585.
20. Polterovich, V. (2012). Privatization and rational ownership structure. Moscow: Institute of economics RAS [in Russian]
21. Musacchio, A., Lazzarini, S. (2012, June 4). Leviathan in Business: Varieties of State Capitalism and their Implications for Economic Performance. *Harvard Business School. Working Paper*, 12/108.
22. Avdasheva, S., Dolgopyatova, T., Plyaines, Kh. (2007). Corporate governance in joint-stock companies with state participation: Russian problems in the context of international experience: preprint WP1/2007/01. Moscow: NRI HSE [in Russian]
23. MSCI Global Market Accessibility Review. (2018, June). URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Global_Market_Accessibility_Review_June_2018_%28FINAL%29.pdf/04dd3b70-487a-8395-912c-89a202b5b4fa
24. FTSE Annual Country Classification Review. FTSE Russell. (2018, September). URL: <https://www.ftse.com/products/downloads/FTSE-Country-Classification-Update-2018.pdf>
25. The Global Competitiveness Report 2017–2018. World Economic Forum. (2017, September). URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018>
26. United Nations, Sustainable Development Solutions Network. World Happiness Report 2018. URL: <http://worldhappiness.report/ed/2018/>

Received on 28.05.19 and updated on 05.06.19