

**Чернишук В.Р.,**

кандидат економічних наук, доцент,  
доцент кафедри економічної теорії  
Національного університету ДПС України,

**Данькевич А.П.,**

старший викладач кафедри економічної теорії  
Національного університету ДПС України

### **РОЗВИТОК РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПРОБЛЕМИ Й ПЕРСПЕКТИВИ**

*Висвітлено питання розвитку українського ринку цінних паперів та визначено його місце у процесі перерозподілу капіталу. Проаналізовано структуру емісії цінних паперів в Україні. Окреслено проблеми й перспективи розвитку вітчизняного ринку цінних паперів у контексті глобалізації світової фінансової системи.*

*The authors elucidate Ukrainian securities market; determine its role in the process of capital redistribution; analyze the structure of securities issuance in Ukraine; and outline the problems and perspectives of development at Ukraine's securities market in the context of world financial system globalization.*

Реформування економіки України, перехід на ринкові принципи господарювання посилює актуальність наукових досліджень у сфері грошового обігу. Фінансовий ринок посідає ключове місце в ринковій економіці як механізм, що забезпечує акумуляцію й перерозподіл капіталу. Зазначимо, що сьгоднішній стан розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, з одного боку, відзеркалює історичні тенденції розвитку, з другого — залежить від напрямків розвитку міжнародних фондових ринків. У свою чергу, зміни на світових ринках цінних паперів відбуваються надзвичайно швидко та потребують адекватного реагування з боку регулюючих структур.

Особлива увага приділяється фондовому ринку, використанню його механізмів при перерозподілі коштів, і особливо у процесі глобалізації світової економіки.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про значний інтерес науковців до функціонування ринку цінних паперів. Цій проблемі присвячено праці О.М. Мозгового, В.В. Оскольського, М.О. Бурмаки, В.В. Корнеєва, Г.В. Карпенко, Г.М. Терещенко та інших вітчизняних дослідників. Але бурхливий розвиток світового фондового ринку, що супроводжується появою нових фінансових інструментів і технологій у сфері обігу цінних паперів, змушує постійно повертатися до зазначеної теми, здійснюючи моніторинг усіх змін і нововведень на ринку цінних паперів України з метою вироблення ефективніших рекомендацій щодо поліпшення умов його функціонування й регулювання.

Тому метою статті є аналіз розвитку ринку цінних паперів в Україні та його значення для економічного піднесення в сучасних умовах, а також визначення проблем і перспектив вітчизняного ринку цінних паперів та висвітлення теоретичних засад його регулювання.

Головне завдання фондового ринку полягає, насамперед, у забезпеченні можливості залучення інвестицій на підприємства. Цінні папери відіграють особливу роль у платіжному обігу держави: через них мобілізуються тимчасово вільні фінансові ресурси, які спрямовуються в найефективніші сфери народного господарства.

Виділяють такі функції фондового ринку:

- кредитування економіки;
- забезпечення переливу капіталу між галузями народного господарства;
- доступ до вільного капіталу (заощаджень) суб'єктів господарювання й фізичних осіб;
- залучення капіталу шляхом емітування цінних паперів;
- інформативна функція та інші.

Приватизація й акціонування, розвиток підприємництва і кредитних інститутів вимагають ефективного розвитку грошово-кредитних відносин.

Що стосується ринку цінних паперів в Україні, то від самого початку його створення гостро стоїть питання його ефективного функціонування. І сьогодні фондовий ринок не виконує своїх функцій: не сприяє залученню інвестицій і перерозподілу капіталу<sup>1</sup>. Крім того, потребують розв'язання ціла низка проблем, а саме:

- невеликий обсяг і неліквідність;
- низький рівень капіталізації;
- високий ступінь ризиків;
- нестача кваліфікованого персоналу;
- відсутність відкритого доступу до інформації;
- порушення прав інвесторів;
- недосконалість нормативно-правового забезпечення.

У зв'язку з цим першочерговим завданням є вдосконалення регулятивної системи ринку цінних паперів. Регулятивний аспект, як підтверджує досвід України та інших країн із перехідною економікою, може набувати виняткового значення та бути основою для розвитку фондового ринку. Напрями оптимізації системи регулювання фондового ринку повинні узгоджуватися із загальними принципами й цілями єдиної державної політики на фондовому ринку України та світовим досвідом регулювання ринків капіталів.

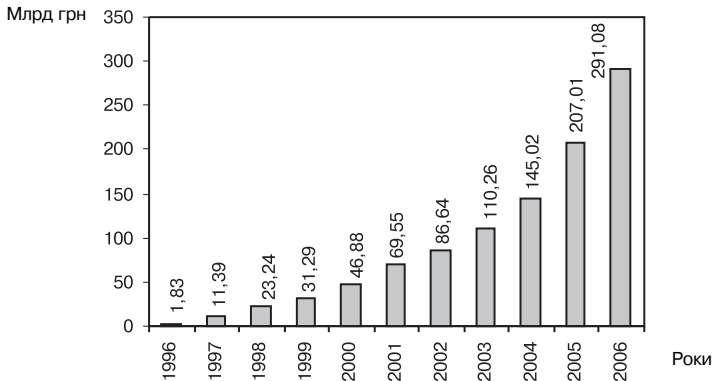
Через ринок цінних паперів у сучасній економіці здійснюється відшкодування витрат, розподіл і перерозподіл ресурсів, капіталу й доходів. Ефективність функціонування цього ринку залежить від мікро- й макроекономічного середовища. Як зазначалося, основною функцією цінних паперів є мобілізація коштів для фінансового забезпечення активної підприємницько-виробничої діяльності. Проблема полягає в тому, що в економіці водночас можуть змінюватися всі її складові, тому вкрай важливим є визначення їх субординації, послідовності та напрямів взаємодії і взаємовпливу.

---

<sup>1</sup> Терещенко Г.М. Захист державних корпоративних прав на ринку цінних паперів в Україні // Проблеми розвитку фінансової системи України: Наук.-теорет. конф., Київ, 22–23 квіт. 2002 р. — К.: НДФІ, 2002. — С. 316.

Визначити ступінь розвитку фондового ринку України неможливо без кількісної та якісної оцінки структури цінних паперів, що представлені на ньому. Адже велика кількість пропонованих фінансових інструментів розширює можливості інвестування та приваблює додаткових інвесторів у економіку країни.

Отже, станом на 01.01.2007 загальний обсяг випусків цінних паперів, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), дорівнював 291,08 млрд грн (рис. 1).



Джерело: Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

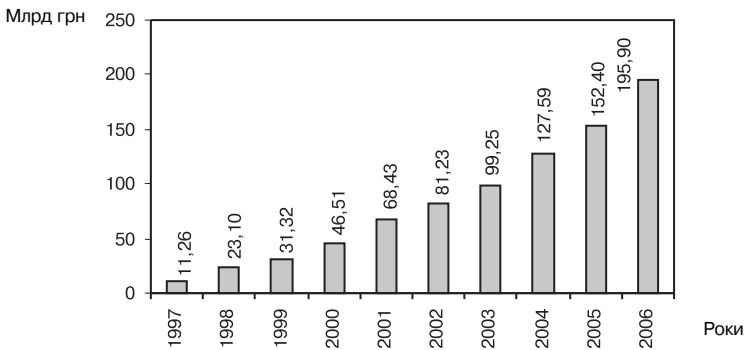
**Рис. 1. Динаміка обсягу випусків цінних паперів в Україні протягом 1996—2006 років**

У 2006 році загальний обсяг зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів становив 291,08 млрд грн, що є найвищим показником від початку реєстрації таких випусків, із них:

- акцій — на 43,54 млрд грн (із урахуванням скасування випуску);
- облігацій підприємств — на 22,07 млрд грн;
- облігацій місцевих позик — на 83,50 млн грн;
- опціонів — на 16,68 млн грн;
- інвестиційних сертифікатів пайовими інвестиційними фондами — на 16,61 млрд грн;
- акцій корпоративними інвестиційними фондами — на 1,53 млн грн.

У 2005 році ДКЦПФР вперше зареєстровано випуск сертифікатів фонду операцій із нерухомістю ТОВ “Нова фінансова компанія” на загальну суму 21 млн грн, у кількості 21 тис. штук номінальною вартістю 1 тис. грн, що випускаються в бездокументарній формі. У 2006-му зареєстровано випуск сертифікатів фонду операцій із нерухомістю на суму 216 млн грн.

Серед фінансових інструментів найбільшу частку становили акції й облігації підприємств відповідно 51,79 % і 26,26 % від загального обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів у 2006 році. Станом на 01.01.2007 ДКЦПФР зареєстровано випусків акцій на суму 195,9 млрд грн (рис. 2).



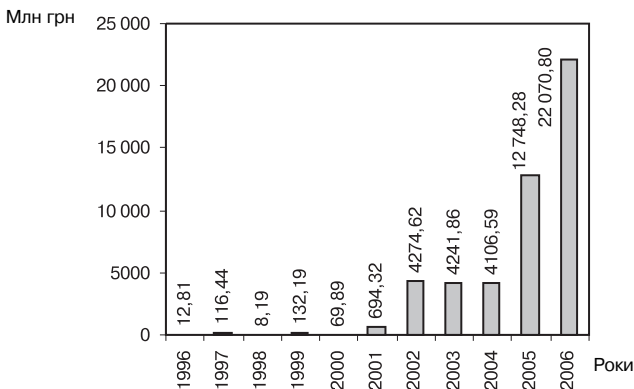
Джерело: Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

Рис. 2. Динаміка обсягу випусків акцій (наростаючим підсумком у 1997—2006 роках)

У 2006 році ДКЦПФР було зареєстровано 1419 випусків акцій на загальну суму 43,54 млрд грн, що на 18,73 млрд грн більше, ніж у 2005-му.

Досвід розвинутих країн свідчить, що найкращим інструментом інвестування є звичайні акції. Інвестиції в акції можуть бути способом “добре заробити”, якщо курс випуску швидко підніметься; а також забезпечити певний рівень поточного доходу. Враховуючи масштаби фондового ринку розвинутих країн, треба визнати: хоч би якою була мета інвестора, завжди знайдуться такі види звичайних акцій, які їй відповідатимуть.

Що стосується облігацій підприємств, то у 2006 році ДКЦПФР було зареєстровано 800 їх випусків на суму близько 22,07 млрд грн (рис. 3, табл.).



Джерело: Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

Рис. 3. Динаміка обсягу випусків облігацій підприємств у 1996—2006 роках

Поява таких цінних паперів, як акції й корпоративні облігації зумовлена об’єктивними потребами виробництва: вони слугують важливим інструментом централізації реальних капіталів. Водночас використання корпоративних цінних паперів сприяло залученню населення в ринкові відносини, поступовому формуванню

**Таблиця. Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків облігацій підприємств за видами емітентів у 1999—2006 роках, млн грн**

| Емітенти          | 1999   | 2000  | 2001   | 2002    | 2003    | 2004    | 2005      | 2006      |
|-------------------|--------|-------|--------|---------|---------|---------|-----------|-----------|
| Банки             | —      | 5,00  | 73,44  | 87,38   | 329,16  | 217,93  | 2564,73   | 49,94     |
| Страхові компанії | —      | —     | —      | 25,15   | 7,00    | 112,00  | 41,90     | 85,00     |
| Інші підприємства | 132,19 | 64,89 | 620,88 | 4162,09 | 3905,71 | 3776,66 | 10 141,65 | 16 991,80 |
| Разом             | 132,19 | 69,89 | 694,32 | 4274,62 | 4241,86 | 4106,59 | 12 748,28 | 22 070,80 |

*Джерело:* Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

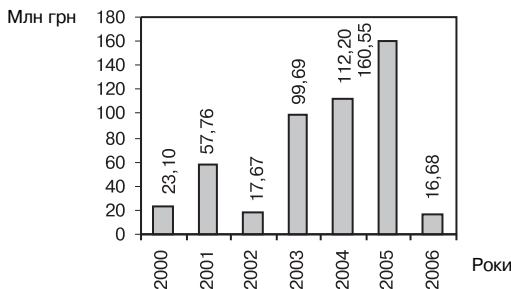
зацікавленості у зростанні ефективності виробництва, культури економічного спілкування. Облігації підприємств є вагомим інструментом залучення інвестицій у виробництво, що дуже поширений на світових ринках цінних паперів. Тому відновлення використання облігацій підприємств стало однією з головних подій останніх років на фондовому ринку України.

Слід зазначити, що на сучасному етапі до становлення й ефективного функціонування ринку корпоративних облігацій ще далеко. Тому він потребує вивчення та аналізу з метою вдосконалення нових фінансових інструментів та їх використання для залучення інвестицій у виробництво.

Поступово розвивається ринок муніципальних запозичень. Так, упродовж 2006 року ДКЦПФР було зареєстровано 6 випусків облігацій місцевої позики на суму 83,5 млн грн<sup>2</sup>. Залучення коштів шляхом випуску облігацій місцевих позик стає дедалі популярнішим для розв’язання поточних і довготермінових проблем, які пов’язані з фінансуванням бюджетних видатків органами місцевих рад.

Також розвивається ринок похідних цінних паперів (деривативів). Зокрема, у тому ж році ДКЦПФР зареєстровано випусків опціонів на суму 16,68 млн грн. Утім, порівняно із 2005-м обсяг емісії опціонів зменшився на 143,87 млн грн (рис. 4).

Світовий ринок похідних фінансових інструментів розвивається досить швидкими темпами. Першими деривативами стали валютні ф’ючерси й форварди (початок 1970-х років), згодом з’явилися опціони, а на початку 1980-х — свопи — валютні, а пізніше процентні.



*Джерело:* Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

**Рис. 4. Динаміка обсягу випусків опціонів у 2000—2006 роках**

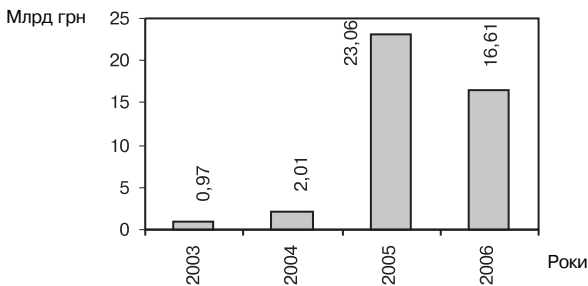
<sup>2</sup> Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

На відміну від акцій і облігацій поява похідних цінних паперів зумовлена безпосередньо відтворювальним процесом, потребою в перерозподілі цінних ризиків, а їх основною економічною функцією є хеджування, тобто страхування від зміни цін на ринку капіталів (не бажаючи зазнавати збитків, корпорації починають працювати з деривативами). Ринок похідних цінних паперів — найдинамічніший сегмент світових фондових ринків.

В Україні процес реєстрації похідних цінних паперів почався тільки у 2000 році. Відтоді ДКЦПФР зареєстровано випуски опціонів, здійснені 19-ма емітентами, обсяги яких незначні порівняно з обсягами ринків похідних цінних паперів розвинутих країн.

Також слід зазначити: останнім часом багато відомих фінансистів, зокрема Дж. Сорос та У. Баффет, стверджують, що ринок похідних фінансових інструментів становить потенційну загрозу для фінансової системи США, де обертається їх переважний обсяг, та світової економіки в цілому<sup>3</sup>. Зважаючи на це, українським органам регулювання ринку цінних паперів слід ставитися до обігу деривативів із особливою увагою.

Специфікою українського фінансового ринку є недостатня ефективність діяльності інститутів спільного інвестування. Так, станом на 01.01.2007 ДКЦПФР зареєстровано випуски інвестиційних сертифікатів пайовими інвестиційними фондами на суму 42,64 млрд грн, зокрема у 2006 році зареєстровано 232 випуски інвестиційних сертифікатів пайовими інвестиційними фондами на суму 16,61 млрд грн (рис. 5).

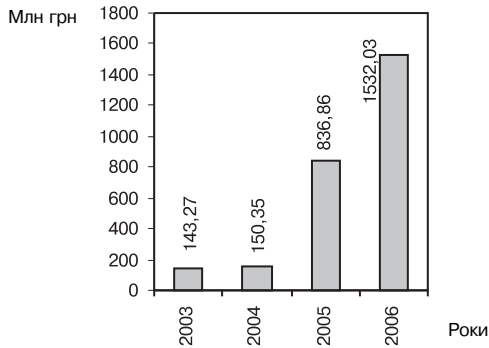


Джерело: Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

Рис. 5. Обсяги випусків інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів у 2003—2006 роках

Також ДКЦПФР на 01.01.2007 було зареєстровано випуски акцій корпоративними інвестиційними фондами на суму 2,66 млрд грн, зокрема протягом 2006 року зареєстровано 29 випусків акцій корпоративними інвестиційними фондами на суму 1,53 млрд грн (рис. 6).

<sup>3</sup> Забулонов А. Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реальный рынка // Вопросы экономики. — 2003. — № 8. — С. 41—55.



Джерело: Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

Рис. 6. **Обсяги випусків акцій корпоративних інвестиційних фондів у 2003—2006 роках**

Обсяги зареєстрованих випусків цінних паперів інститутами спільного інвестування у 2006 році демонструють тенденцію до постійного збільшення обсягів зареєстрованих випусків акцій корпоративними інвестиційними фондами. У першу чергу, це пов'язано з тим, що в цьому році в Єдиний державний реєстр ІСІ внесено 42 корпоративних інвестиційних фонди, що становить 54 % від загальної кількості корпоративних інвестиційних фондів, зареєстрованих протягом 2003—2006 років.

У січні—вересні 2007-го ДКЦПФР зареєстровано випуски сертифікатів ФОН ТОВ “Житло-Інвест” (на загальну суму 1,7 млрд грн), АКБ “Аркада” (28,7 млн грн) та 2 випуски ТОВ “Майстер Фінанс” на загальну суму 150,0 млн грн. У січні того ж року вперше зареєстровано випуск звичайних іпотечних облігацій та проспект емісії ВАТ “Акціонерний банк “Укргазбанк” на суму 50,0 млн грн.

Проаналізуємо також стан вітчизняного ринку цінних паперів порівняно з іншими ринками, що розвиваються. Основним джерелом інформації щодо стану розвитку ринків цінних паперів, що розвиваються, для міжнародних інвесторів є дані, які збираються та поширюються міжнародним рейтинговим агентством “Standard & Poor’s”. За класифікацією цього агентства Україну віднесено до групи “Frontier” (граничний ринок), до якої крім України входить ще 21 країна (Румунія, Словенія, Словаччина, Хорватія, Болгарія, Естонія, Латвія, Литва та ін.).

Оцінюючи стан розвитку ринків групи “Frontier”, “Standard & Poor’s” розраховує для кожної країни цілу низку показників (ринкова капіталізація, коефіцієнти P/E і P/BV тощо) та індекс S&P/IFCG. При цьому всі показники, які характеризують стан фондового ринку України, “Standard & Poor’s” розраховує на підставі даних ПФТС.

Порівнюючи розраховані агентством показники фондового ринку України за 2006 рік із аналогічними даними по нових незалежних державах групи “Frontier”, можна побачити, що:

— за рівнем капіталізації Україна посідає 1-е місце у групі “Frontier” (42 869,7 млн дол. США), значно випереджаючи Румунію (32 784,3 млн дол.) і Хорватію (29 005,6 млн дол.);

— за рівнем зростання місцевого індексу Україна поступається лише Хорватії та за рівнем зростання індексу S&P/IFCG — Хорватії, Словенії й Румунії. До “індексного кошика” індексу S&P/IFCG-Україна у 2006 році входили цінні папери 14-ти емітентів: ВАТ “Укртелеком”, “Укрнафта”, “Західенерго”, “Центренерго”, “Дніпроенерго”, “Концерн “Стірол”, “Інтерпайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод”, “Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча”, “Азовсталь”, “АКБ “Укрсоцбанк”, “Міттал Стіл Кривий Ріг”, “Полтавський ГЗК”, “Райффайзен Банк Аваль” та “Авдіївський коксохімічний завод”;

— ВАТ “АКБ “Укрсоцбанк”, “Укрнафта”, “Міттал Стіл Кривий Ріг” та “Укртелеком” входять до переліку 50-ти найбільших за капіталізацією підприємств групи “Frontier”.

Підсумовуючи сказане, можна зробити такі висновки.

В Україні, як і в цілому світі, стан фондового ринку відбиває стан розвитку економіки в цілому. Він характеризується не сформованими традиціями і правилами роботи, що зумовлює потребу в запровадженні системи ефективного регулювання й управління, насамперед із боку держави.

Разом із тим фондовий ринок України є таким, що динамічно розвивається та постійно пропонує інвесторам нові види цінних паперів. Сьогодні такими цінними паперами є акції й корпоративні облігації, поява яких зумовлена об’єктивними потребами виробництва, оскільки вони слугують важливим інструментом централізації реальних капіталів. Крім того, розвивається ринок муніципальних запозичень і ринок похідних цінних паперів (деривативів).

Важливою особливістю українського фінансового ринку є недостатня ефективність діяльності інститутів спільного інвестування: обсяги зареєстрованих випусків ними цінних паперів у 2006 році демонструють тенденцію до постійного збільшення обсягів зареєстрованих випусків акцій корпоративними інвестиційними фондами.

Незважаючи на в цілому позитивні тенденції, слід зауважити, що вибір ліквідних фінансових інструментів на ринку цінних паперів України досить обмежений для внутрішнього інвестора. Утім, поки що фондовий ринок істотно не впливає на стан фінансового ринку зокрема та економіки в цілому.

Поступовий розвиток фондового ринку в Україні виявив цілу низку проблем (високий ступінь маніпулювання, асиметричність інформації, низька ліквідність і капіталізація, невеликі обсяги). У зв’язку з цим є нагальна потреба в удосконаленні інфраструктури вітчизняного ринку цінних паперів поряд із механізмом державного регулювання.