

УДК 339

JEL G13

**Резнік Н.П.<sup>21</sup>**

*д.е.н., професор, Національний університет біоресурсів і  
природокористування України (Київ, Україна)  
<http://orcid.org/0000-0001-9588-5929>*

**Дяченко Я.Є.<sup>22</sup>**

*магістр, Національний університет біоресурсів і  
природокористування України (Київ, Україна)*

## **ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ФОРМУВАННЯ ФОНДОВИХ БІРЖ В УКРАЇНІ**

У стаття досліджуються проблеми формування фондових бірж в Україні. Проведено ретроспективний аналіз етапів формування вітчизняних фондових бірж. Наведено основні чинники, що стримують їх розвиток у сучасних економічних умовах. Визначено, що для успішного розвитку українських фондових бірж найактуальнішою стає їх інтеграція в міжнародний фінансовий простір. Разом з цим, означений процес має як переваги, так і недоліки, які знайшли своє відображення в проведеному дослідженні.

**Ключові слова:** фондовий ринок, фондова біржа, етапи становлення, чинне законодавство, перспективи розвитку.

**Резнік Н.П.**

*д.э.н., профессор, Национальный университет биоресурсов и  
природопользования Украины (Киев, Украина)*

**Дяченко Я.Е.**

*магистр, Национальный университет биоресурсов и  
природопользования Украины (Киев, Украина)*

## **ПРОБЛЕМЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ФОРМИРОВАНИЯ ФОНДОВЫХ БИРЖ В УКРАИНЕ**

Статья посвящена исследованию проблем формирования фондовых бирж в Украине. Проведен ретроспективный анализ этапов формирования отечественных фондовых бирж. Приведены основные факторы, сдерживающие их развитие в современных экономических условиях. Определено, что для успешного развития

---

<sup>21</sup> Резнік Надія Петрівна, д.е.н., професор, завідувач кафедри біржової діяльності і торгівлі, Національний університет біоресурсів і природокористування України (Київ, Україна)

<sup>22</sup> Дяченко Яна Євгенівна, магістр, Національний університет біоресурсів і природокористування України (Київ, Україна)

украинских фондовых бирж особенно актуальной становится их интеграция в международное финансовое пространство. Наряду с этим, указанный процесс имеет как преимущества, так и недостатки, которые нашли свое отражение в проведенном исследовании.

**Ключевые слова:** фондовый рынок, фондовая биржа, этапы становления, действующее законодательство, перспективы развития.

**Reznik N.**

*Doctor of Economic Sciences, Professor,  
National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine  
(Kyive, Ukraine)*

**Diachenko Ya.**

*Master's Degree, National University of Life and Environmental Sciences  
of Ukraine (Kyive, Ukraine)*

## **PROBLEMS AND PROSPECTS OF FORMING OF EXCHANGE STOCKS IN UKRAINE**

The article investigates the problems of stock exchanges formation in Ukraine. A retrospective analysis of the stages of domestic stock exchanges formation is conducted. The key factors that restrain their development in the current economic conditions are specified. Determined that for the successful development of Ukrainian stock exchanges is especially urgent their integration into the international financial sector. At the same time this process may have both advantages and disadvantages, as it reflected in conducted study.

**Key words:** stock market, stock exchange, stages of development, the existing legislation, prospects for development.

**Актуальність проблеми.** Кількість емітентів на фондовому ринку не збільшується, обсяг угод, а також додаткові та нові емісії цінних паперів незначні, зрештою кількість активних позицій учасників фондового ринку мінімальна. Актуальність обраної теми обумовлена тією ситуацією, яка склалася нині на вітчизняних фондових біржах. Дана ситуація викликана багатьма причинами, серед яких: прогалини в розвитку, недосконалість чинного законодавства, різні обмеження з боку уряду, невідповідність стану ринку світовим стандартам та ін. Крім того, перелік наведених причин постійно зростає і нівелює той незначний позитивний вплив, який чинять фондові біржі на процеси становлення ринкової ідеології. Отже, можна констатувати, що наявні проблеми, які ускладнюють формування фондових бірж в Україні, потребують глибокого теоретичного

осмислення та практичного опрацювання. Це надасть змогу розробити дієві заходи щодо поліпшення ситуації на вітчизняних фондових біржах та означити перспективи їх подальшого розвитку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вивченню проблем діяльності фондових бірж і забезпеченню їх ефективного розвитку присвячені праці багатьох зарубіжних і вітчизняних науковців. Зокрема, такі зарубіжні вчені економісти, як Л. Роберт, Р. Глен Габбард, І. Гісан та ін. у своїх наукових працях запропонували механізм підвищення розвитку біржової торгівлі в країнах, що розвиваються. Також проблеми ефективності функціонування фондових бірж висвітлені в працях таких вітчизняних науковців, Н.П. Резнік, М.О. Солодкий, Р.М. Безус, К.С. Калинець, М.В. Козоріз, С.В. Захарін, О.Д. Данілов, В.П. Ходаківська та ін.

**Постановка завдання.** Дослідження основних проблем формування вітчизняних фондових бірж і висвітлення можливих перспектив їх розвитку.

**Результати дослідження.** Основним показником потужності функціонування фондових бірж є капіталізація, яка передбачає оцінку рівня її розвитку та конкурентоспроможності на внутрішньому та зовнішньому ринках. Порівняно з країнами з розвинутою ринковою економікою, капіталізація фондових бірж України є надзвичайно низькою і становить лише 0,4% від сукупного світового ВВП, тоді як США — 21,1%, Японії — 7%, Німеччини — 4,5%, Африки — 3,2%, Росії — 2,6%. Такий низький рівень капіталізації фондових бірж України зумовлено особливостями становлення та розвитку ринку цінних паперів у країні, його роздробленістю та неупорядкованістю [4].

Вітчизняними вченими визначено основні етапи формування біржової торгівлі в Україні [2].

Перший етап розвитку біржової торгівлі характеризується політикою державного «невтручання», відсутністю єдиної стратегії її формування та розвитку. Тому фондовий ринок у цей період розвивався безсистемно та хаотично.

1991 р. ухвалено Закон «Про цінні папери та фондову біржу» та створено Українську фондову біржу (УФБ). Це поклало початок формуванню вітчизняного ринку цінних паперів. У «Концепції функціонування та розвитку ринку капіталів в Україні» УФБ запровадила не лише модель власної діяльності, а й стратегію розвитку фондового ринку України, яка була орієнтована на формування централізованого вторинного ринку із розвинутою інфраструктурою та однією національною фондовою біржею [2]. Запропонована Концепцією модель передбачала усунення конкуренції між фондовими біржами через їх неорганізованість. Однак професійні учасники ринку цінних паперів дотримувались іншого підходу щодо розвитку фондового ринку України, який, на їх

думку, повинен відбуватись на засадах децентралізації. Тому 1994 р. була прийнята «Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні», яка визначала УФБ головним елементом централізованої системи обігу цінних паперів, але передбачала створення позабіржового фондового ринку.

Важливою особливістю створення бірж на цьому етапі було те, що програма масової приватизації не передбачала обов'язкового вкладання приватизаційних сертифікатів на біржі, тобто їх розвиток не отримав належного державного регулювання. Однак приватизація стала одним із основних джерел появи в країні цінних паперів емітентів, що вийшли з державної форми власності [2; 3].

Так в Україні на першому етапі розвитку біржової торгівлі було здійснено перші кроки на шляху розвитку фондового ринку. І хоча ринок розвивався без належної державної підтримки, усе ж спостерігалися позитивні зрушення в даному напрямі.

Другий етап розвитку біржової торгівлі в Україні характеризується активнішою участю держави, спрямованою на розвиток інфраструктури ринку, формування правового забезпечення та системи регулювання. За цей період створено спеціальний орган державного регулювання — Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР). 12 червня 1995 р. було ухвалено низку законодавчих і нормативних актів з питань правового регулювання ринку цінних паперів в Україні.

З часом в Україні створено вісім фондових бірж, що для незначного рівня розвитку вітчизняного фондового ринку стало невиправдано великою кількістю. «Роздробленість» фондового ринку дала змогу розвитку потужній позабіржовій торговельній системі — ПФТС, що відповідала вимогам організованого ринку і стала переважаючою порівняно з традиційними фондовими біржами. На початковому етапі розвитку біржової системи в Україні переважання позабіржової торгівлі було виправданим, оскільки щойно створені компанії не могли відповідати жорстким вимогам лістингу.

Для збільшення частки біржової торгівлі в загальному обсязі торгів на організованому фондовому ринку України ДКЦПФР у червні 2006 р. видала ДП «Фондова біржа ПФТС» ліцензію на здійснення професійної діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів. Так розпочався третій етап розвитку біржової системи України. Цей етап характеризується значним зростанням обсягів біржової торгівлі [2; 8].

Низька ліквідність українського ринку порівняно з ринками Центральної та Східної Європи є наслідком корупції, політичного втручання й концентрації прав власності на приватизовані компанії в руках шести великих фінансово-промислових груп. Це призводить до того, що на ринку торгують акціями невеликої кількості підприємств,

оскільки незначна кількість акцій пропонуються на продаж. Інвесторам потрібна біржа ЦП, яка пропонує безпеку, прозорі ціни, недороге виконання угод і ліквідність, якої не існує в Україні через фрагментацію ринку і недотримання загальноприйнятих стандартів для бірж [10].

Для успішного розвитку українських фондових бірж найактуальнішою є їх інтеграція в міжнародний фінансовий простір, що дозволить залучати передовий досвід функціонування міжнародних фондових бірж.

Насамперед варто зазначити, що ізолюваність національної торгово-організаційної інфраструктури, по-перше, надає можливість для різного роду маніпуляцій; по-друге, унеможлиблює доступ до міжнародних ринків капіталів для рефінансування в умовах кризи.

Однак високий ступінь інтеграції економіки у світові економічні процеси може мати деструктивний вплив, призводячи до виникнення низки взаємозалежностей [7; 9]:

- залежність від світових ринків лідерів: іпотечна криза США 2007 року спричинила кризи в більшості країн із розвинутою економікою;

- падіння фондових ринків країн із розвинутою економікою спричиняє відтік коштів для ліквідації внутрішніх проблем із ринків, які формуються, що сприяє виникненню кризи й на них;

- взаємозалежність фондових ринків, що формуються, зумовлена присутністю загальних груп інвесторів, які мають подібний рівень розвитку і внутрішні проблеми.

Криза 2008 року виявила дуже важливий негативний аспект інтеграції національного ринку цінних паперів у міжнародну фінансову систему: з одного боку, досить вільний доступ великих закордонних спекулятивних інвесторів (зацікавленість у можливості одержання вищих доходів при вищому рівні ризику) викликає велику залежність від настроїв на світовому ринку; з другого боку, закритість біржової системи й висока вартість входу на український ринок роблять майже неможливим залучення дрібних і середніх неспекулятивних інвесторів [7].

Під впливом зовнішніх факторів національний фондовий ринок піддається впливу криз, при цьому кризові фактори посилюються слабкою структурою учасників ринку. Отже, падіння його внаслідок кризи виявляється глибшим, ніж на ринках країн із розвинутою економікою. Можна констатувати, що разом з іншими структурними недоліками закритість торгово-організаційної інфраструктури для іноземних інвесторів посилює кризові тенденції на фондовому ринку. Крім того, вітчизняний фондовий ринок схильний до ризиків і ринкових шоків, що є характерним для ринків, що формуються.

Для подолання цієї та інших проблем потрібно створити єдину національну конкурентоспроможну фондову біржу з чіткими, прозорими вимогами до її учасників, високим рівнем технічного забезпечення, що майже неможливо без інтеграції до європейського ринку. Така фондова біржа зможе істотно стимулювати зростання частки організованого ринку цінних паперів, що значно знизить волатильність ринку і його схильність до зовнішніх криз. Для обмеження входу на ринок спекулятивних інвесторів слід створити чітку систему вимог до іноземних інвесторів.

Надалі доцільним є визначити переваги й недоліки інтеграції фондових бірж України до міжнародної фінансової системи [6].

Перевагами такої інтеграції є: залучення на національний ринок іноземних стратегічних інвесторів і зміна структури останніх у бік зменшення кількості спекулятивних інвесторів; допуск більшої кількості інвесторів і послаблення ролі декількох існуючих великих спекулятивних інвесторів; зниження волатильності фондового ринку; зниження концентрації фінансових інструментів і фінансових інститутів; поява доступу для невеликих інвесторів та емітентів до міжнародних ринків капіталу; зниження концентрації фінансових ризиків; збільшення частки організованого ринку не регулятивними, а ринковими засобами; посилення прозорості ринку й обмеження використання інсайдерської інформації [10].

Щодо недоліків інтеграції, то сюди відносять: зменшення ролі національних інвесторів і, як наслідок, масовий пошук закордонних об'єктів інвестування; вищий ступінь схильності до світових процесів, серед іншого і криз [6; 10].

Аналіз кризових явищ на українському фондовому ринку дав можливість виявити низку загальних рис і взаємозалежностей, отже, дійти висновку щодо ступеня інтегрованості українських фондових бірж до міжнародної фінансової системи: з одного боку, високий рівень волатильності доводить їх велику залежність від світових процесів, але з другого — високий рівень різних груп ризиків, що виникають унаслідок такої інтегрованості, свідчить про порушення в архітектурі фондового ринку, що призводить до поглиблення негативних наслідків від світових фінансових криз і спекулятивних дій іноземних інвесторів [9].

Реалізація механізмів нівелювання наслідків кризових ситуацій можлива лише за умови залучення до розбудови біржового ринку цінних паперів України іноземних інвесторів, серед них таких великих транснаціональних бірж, як Euronext NYSE, NASDAQ OMX.

Оскільки в Україні мережа фондових бірж як система не існує, то їх модернізація повинна проводитися завдяки консолідації всіх існуючих бірж та інших організаторів торгівлі [8]. Консолідована біржова система повинна характеризуватися таким:

- у державі функціонує єдина торговельна платформа, що забезпечує стандартні критерії лістингу та формування справедливих ринкових цін за будь-якими фінансовими інструментами;

- з метою підтримання ліквідності єдиної торговельної платформи певний час учасників ринку змушують укладати договори за цінними паперами тільки, в межах зазначеної платформи за умови, що на цій платформі гарантується для клієнтів найкраще виконання їх замовлень;

- забезпечується дотримання принципу «кожне замовлення клієнта — на біржу», згідно з яким унеможлиблюється взаємокомпенсація замовлень у фінансового посередника (брокера, дилера) за ціною, визначеною самим посередником, а не ринком;

- торговельний процес, гарантування і виконання договорів проводяться в режимі електронного документообігу, синхронізованого із системою електронних платежів і клірингу;

- створюється ефективна система управління ризиками під час здійснення клірингу та розрахунків.

Основними напрямками стратегії розвитку фондових бірж України є:

- інтеграція в Єдину біржову фондову систему, яка забезпечить цілісність і прозорість біржового ринку цінних паперів, підвищить ліквідність і конкурентоспроможність, сприятиме інтеграції у світовий організований фондовий ринок;

- внесення змін у законодавство країни з метою усунення зазначених вище недоліків, істотного підвищення ролі організованого ринку цінних паперів в економіці [3; 6].

Функціонування ЄБФСУ базується на декількох основоположних принципах, що враховують необхідність забезпечення господарської самостійності фондових бірж, які входять у систему:

- 1) дворівнева система допуску цінних паперів до котирування (перший рівень — внутрішньобіржовий лістинг, другий — міжбіржовий, у межах ЄБФСУ);

- 2) дворівнева система організації торгів цінними паперами (внутрішньобіржові та між біржовіторги);

- 3) доступ до міжбіржових торгів будь-якого торговця, акредитованого хоча б на одній із фондових бірж, що входять у систему;

4) передача пропозицій на покупку і продаж цінних паперів від торговців до Технічного центру тільки за посередництвом фондових бірж, членами яких вони є;

5) організація міжбіржової торгівлі цінними паперами тільки на основі стандартних лотів і стандартних заявок на їх купівлю/продаж;

6) здійснення всього документообігу щодо операцій із цінними паперами в електронній формі;

7) єдині тарифи на послуги фондових бірж у межах їх роботи в ЄБФСУ і диференційований розподіл біржового збору за угодами, укладеними в системі між біржами, що представляють продавця і покупця;

8) відповідальність торговців-членів фондових бірж перед «своїми» біржами за відмову від угод, укладених у системі відповідно до єдиних правил організації в ній торгів.

На думку багатьох економістів, Україні в сучасних умовах доцільно мати моноцентричну біржову систему [6; 10]. Найраціональнішою системою має бути єдина загальнонаціональна фондова біржа, розташована у фінансовому центрі країни — Києві. Вона може мати філії в інших фінансово розвинутих містах, з'єднаних з головним відділенням комп'ютерною мережею, що працює в режимі реального часу. Унаслідок упровадження в Україні моноцентричної біржової системи фондовий ринок України отримає змогу повноцінної діяльності за міжнародними стандартами.

**Висновки.** Отже, проведені дослідження надає змогу дійти певних висновків щодо формування фондових бірж в Україні. По-перше, незважаючи на те, що в Україні є законодавча база, яка визначає основні положення функціонування фондових бірж, біржова діяльність не є розвиненою та ефективною. Низький рівень ефективності біржової торгівлі України, як уже зазначалося вище, зумовлений особливостями становлення та розвитку ринку цінних паперів у країні, його роздробленістю та невпорядкованістю, відсутністю національної програми її розвитку та законодавчого регламентування, незавершеністю процесу реформування економіки України, а також тим, що більшість вітчизняних підприємств не є учасниками операцій на фондовій біржі. По-друге, у зв'язку з великою кількістю кризоутворювальних чинників або тих, що посилюють їх дію, фондові біржі стоять перед загрозою повної втрати своїх позицій на фондовому ринку України, а тому необхідне вироблення стратегії їх виживання та розвитку. По-третє, активізація функціонування фондової біржі в Україні сприятиме залученню стратегічних інвесторів для фінансування інноваційних процесів розвитку на підприємствах промисловості.



## Література

1. Бітюк П.О. Фондові біржі в Україні і світі / П.О. Бітюк // Фондовый рынок. — 2009. — №36. — С. 6—12.
2. Калинець К.С. Особливості розвитку та динаміка функціонування фондових бірж в Україні / К.С. Калинець // Регіональна економіка. — 2008. — №3. — С. 189—197.
3. Калинець К.С. Теоретичні аспекти визначення ефективності функціонування фондової біржі в Україні / К.С. Калинець // Економіка і регіон. — 2008. — №4. — С. 195—199.
4. Козоріз М.А. Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми / М.А. Козоріз, К.С. Калинець // Регіональна економіка. — 2008. — №4. — С. 157—162.
5. Розвиток фінансового ринку в умовах глобалізації [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://gufer.net/finance\\_market/20-tendencyi-rozvitku-fnansovogo-rinku-ukrayini-v-umovah-globalzacyi.html](http://gufer.net/finance_market/20-tendencyi-rozvitku-fnansovogo-rinku-ukrayini-v-umovah-globalzacyi.html)
6. Рубан О.І. Перебудова біржової системи України як запорука успішного розвитку ринку акцій / О.І. Рубан // Фондовый рынок. — 2008. — №33. — С. 12—17.
7. Семенкова О.В. Криза на фондовому ринку і нові можливості для фінансування підприємств за допомогою біржових облігацій / О.В. Семенкова // Фінансовий менеджмент. — 2009. — №3. — С. 36—46.
8. Степанчук С.С. Особливості регулювання біржового фондового ринку в Україні / С.С. Степанчук, І.В. Кравцова // Економіка та держава. — 2010. — №2. — С. 59—60.
9. Сущенко О. Характерні особливості та тенденції розвитку фондових бірж в сучасних умовах / О. Сущенко, А. Адамова // Ринок цінних паперів України. — 2010. — №9—10. — С. 69—79.
10. Українські фондові біржі: проблемні питання і рекомендації [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/stock\\_exchange\\_study\\_ukr.pdf](http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/stock_exchange_study_ukr.pdf)
11. Шульга І.П. Проблеми та перспективи залучення капіталу на фондових біржах / І.П. Шульга // Фондовый рынок. — 2008. — №35. — С. 7—13.

## References

1. Bitiuk, P.O. (2009), «Stock exchanges in Ukraine and worldwide», *Fondovyy rynek*, vol. 36, pp. 6—12.
2. Kalynets', K.S. (2008), «Features of development and stock exchanges functioning dynamics in Ukraine», *Rehional'na ekonomika*, vol. 3, pp. 189—197.

3. Kalynets', K.S. (2008), «The theoretical aspects of the stock exchange functioning efficiency determining in Ukraine», *Ekonomika i rehion*, vol. 4, pp. 195—199.
4. Kozoriz, M.A. (2008), «The capitalization of Ukraine's stock exchanges: peculiarities and problems», *Rehional'na ekonomika*, vol. 4, pp. 157—162.
5. Economics for students (2011), «Ukraine's financial market trends of development under conditions of globalization», available at: [http://gufer.net/finance\\_market/20-tendency-rozvitku-fnansovogo-rinku-ukrayini-v-umovah-globalzacyi.html](http://gufer.net/finance_market/20-tendency-rozvitku-fnansovogo-rinku-ukrayini-v-umovah-globalzacyi.html) (Accessed 5 January 2015).
6. Ruban, O.I. (2008), «Restructuring of the Ukraine's stock exchange system as the pledge of equity market successful development», *Fondovyj rynok*, vol. 33, pp. 12—17.
7. Semenkova, O.V. (2009), «The crisis in the stock market and new opportunities for financing of enterprises by means of stock bonds», *Finansovyj menedzhment*, vol. 3, pp. 36—46.
8. Stepanchuk, S.S. and Kravtsova, I.V. (2010), «Features of the exchange stock market regulation in Ukraine», *Ekonomika ta derzhava*, vol. 2, pp. 59—60.
9. Suschenko, O.A. and Adamova, A.M. (2010), «The characteristic features and trends of stock exchanges development in current conditions», *Rynok tsinnykh paperiv Ukrainy*, vol. 9—10, pp. 69—79.
10. Capital Markets Projects (2006), «The Ukrainian stock exchanges: challenges and recommendations», available at: [http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/stock\\_exchange\\_study\\_ukr.pdf](http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/stock_exchange_study_ukr.pdf) (Accessed 6 January 2015)
11. Shul'ha, I. P. (2008), «Problems and prospects of capital attracting at the stock exchanges», *Fondovyj rynok*, vol. 35, pp. 7—13