

## Інституційні проблеми функціонування фондового ринку України

Ірина Віталіївна Шкодїна,  
доцент кафедри економічної теорії,  
Харківського інституту банківської справи  
Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ),  
кандидат економічних наук, доцент

**Анотація.** Визначено інституційні проблеми функціонування фондового ринку України, шляхи їх розв'язання. Особливу роль приділено аналізу діяльності держави, яка не здатна пом'якшувати і коригувати наслідки погіршення ринкової кон'юнктури, у результаті чого відбувається жаклива за своїм масштабом інституційна деградація фондового ринку.

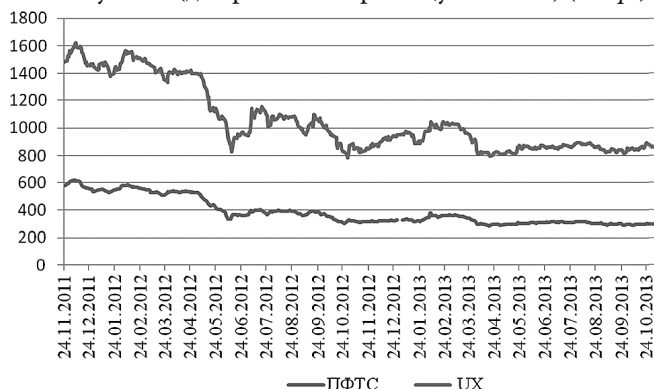
**Ключові слова:** фондовий ринок, фондові індекси, акції, free float, державні облигації, ліквідність цінних паперів.

**Постановка проблеми.** В умовах глобалізації фінансового сектору, високого рівня віртуалізації взаємодій суб'єктів господарювання передбачуваність результатів їхньої діяльності суттєво нижча, ніж у реальному секторі. Фондовий ринок, як й інші хаотичні системи, може породжувати непрогнозовані наслідки за незначних змін зовнішнього середовища. Ураховуючи те, що вплив сучасного фінансового сектору на загальну економічну ситуацію є набагато значнішим, аніж вплив реального сектору, і помилки при прийнятті управлінських рішень є набагато суттєвіші, то вивчення інституційних проблем функціонування фондового ринку є вельми актуальним в умовах зростання невизначеності як на глобальному, так і національному рівнях.

Серед наукових праць, у яких досліджуються проблеми розвитку фондового ринку, виділимо дослідження таких учених: С. Бредлі, Дж. Стігліца, В. Корнеєва, Я. Міркіна, А. Радигіна, Б. Рубцова і багато інших.

**Мета статті:** визначити інституційні проблеми функціонування фондового ринку України в умовах невизначеності та методи їх розв'язання.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Останнім часом фондовий ринок України показує впевнене й стабільне падіння – за останні роки фондовий ринок скоротився на близько 90%: наразі індекс ПФТС нижче за 300 пунктів (до кризи він перевищував 1 100) (*diagr.*).



Діаграма. Динаміка фондових індексів ПФТС та UX

Незважаючи на падіння фондових індексів, обсяг виконаних біржових контрактів із цінними паперами

зростає: за січень – вересень 2013 року він збільшився на 186,70 млрд грн (січень – вересень 2012 року – 164,12 млрд грн) [6]. Аналізуючи структуру біржового ринку, слід зазначити, що другим найбільшими біржами стали ФБ «ПЕРСПЕКТИВА» (65,46%) і ФБ ПФТС (25,28%). Третє місце посіла ПАТ «Придніпровська фондова біржа» з 2%. Ситуація свідчить про процес перерозподілу влади між фондовими майданчиками – до 2009 року ПФТС займала 90% ринку, потім конкуренцію їй склала створена російським капіталом у 2010 р. Українська біржа, яка дуже швидко втратила конкурентоспроможність (у жовтні 2013 р. обсяг торгів скоротився в 4,13 раза порівняно із жовтнем 2012 р. – до 496,318 млн грн. Наразі триває процес об'єднання ПФТС ТА УБ). Таким чином, біржею, що найбільш динамічно розвивається, стала ФБ «ПЕРСПЕКТИВА» – за 10 місяців 2013 року обсяг її торгів становив 254 млрд грн, що порівняно з аналогічним періодом попереднього року зріс утричі [7; 12; 13].

Проте зміни не приводять до якісного трансформування організованого ринку – на ньому посилюються олігополістичні тенденції: якщо 2012 року на трьох організаторів припадало 98,29% сукупного обсягу торгів на фондових біржах, то 2013-го на двох 90,74%.

На жаль, світова тенденція щодо об'єднання бірж не знайшла своєї реалізації в Україні, тому кількість організаторів торгівлі постійно збільшується. У листопаді 2013 року з'явилась інформація про створення нової 11 фондової біржі – «Європейської біржі». Проте розгалужена система організаторів торгів виправдана лише за їх спеціалізації, в іншому разі це призводить лише до зменшення прозорості ринку і зниження адекватності біржових індексів.

Особливістю українського фондового ринку є те, що основна частка операцій із цінними паперами припадає на неорганізований ринок. У першому півріччі 2013-го частка біржового ринку становила лише 29% [6]. На наш погляд, превалювання неорганізованого фондового ринку здебільшого пов'язане з незахищеністю права власності. Згідно з інституційною теорією, що чіткіше визначені й надійніше захищені права власності, то ефективніше діють економічні суб'єкти. В Україні відсутнє точне визначення, або «специфікація», прав власності, тобто має місце «розмив» прав



власності, їх точно не встановлено, вони погано захищені, що, у свою чергу, збільшує витрати специфікації.

В Україні саме захист права власності є одним із найбільш проблемних інституційних факторів розвитку. Згідно з Індексом фінансового розвитку (*Financial Development Index*), який розробляють МВФ і Світовий економічний форум, Україна перебуває на передостанніх місцях рейтингу (у 2011 р. на 54-му місці серед 60-ти країн; у 2012 – на 59-му місці серед 62-х країн).

Найслабшими місцями є рівень розвитку інституцій, які безпосередньо впливають на захист прав власності – корупція, судова система, професіоналізм та чесність менеджерів (табл.).

Таблиця  
Дані індексу фінансового розвитку України

Індикатор	2012 рік, місце серед 62 країн
Захист прав власності	60
Захист прав міноритаріїв	62
Корупція	60
Судова незалежність	58
Наявність плати за судові рішення	61
Довіра до політиків	51
Тягар державного регулювання	56
Ефективність законодавчого органу	59
Регулювання фондового ринку	61
Ефективність аудиту корпорацій	59
Упевненість у професіоналізмі менеджерів	61
Капіталізація фондового ринку до ВВП	49

Примітка. Складено за даними Світового економічного форуму [17].

Це призводить до того, що єдиним способом захисту прав власності є її концентрація і зменшення прозорості бізнесу (звітність до НКЦПФР надає лише близько 6 тис. АТ) [6]. Згідно з дослідженнями низки авторів, що менш ефективна система захисту прав акціонерів, то вища концентрація прав власності та контролю [8, с. 7], тому що тільки таким чином можна зберегти її. Це призводить до невисокої ліквідності цінних паперів через низький *free float* (частка акцій у вільному обігу на ринку). Навіть в емітентів, акції яких включені до лістингу бірж, рівень *free float* набагато нижче за 10% – в індексі *UX* з усього 10 компаній у половини *free-float* менше за 5% [12]. Особливо це стосується банків, у яких цей рівень може становити взагалі кілька відсотків – наприклад, в Укрсоцбанку всього 1,5%. У той же час у Росії в індексі «блакитних фішок» *ММВБ* із 17-ти компаній немає жодної, у якій *free-float* був би нижче за 10%.

Саме інституційне середовище впливає на рівень *free float*, оскільки в Україні останнім часом надійні гарантії захисту прав власності можуть бути забезпечені (як для олігарха, так і для невеликого підприємця) лише за умови передання контрольного або блокувального пакета прав власності в руки найвпливовіших користувачів владної вертикалі або їхніх уповноважених представників. Це стало однією з причин того, що індекс інвестиційної привабливості України міститься на край низьких позиціях. Рівень привабливості країни для інвесторів, який оцінює Єв-

ропейська бізнесова асоціація, за підтримки компанії *InMind* з 2008 р., залишається на найнижчих позиціях – наприкінці 2013 року індекс інвестиційної привабливості України становив 2,39 бала з п'яти можливих (у 2011-му був ще 3,39), що характеризує нинішній стан українського бізнесового клімату як «стабільно несприятливий».

В Україні інвестори найчастіше скаржаться на посилення тиску на бізнес з боку владних структур, фаворитизм, складне адміністрування податків і корупцію [3]. Нашу країну вважають найбільш корумпованою в Європі 90% підприємців, опитаних міжнародними аудиторськими компаніями [11].

Найболючішою проблемою є те, що й перспективи України щодо майбутнього поліпшення інституційного середовища вкрай песимістичні.

Таким чином, основа фондового ринку – ринок акцій в Україні майже не розвивається. У 2013 році на лідері серед фондових бірж «Перспективи» частка акцій становила лише 1,32% [13]. На ринку акцій цю біржу випереджала ПФТС (обсяг у січні – вересні – 13,4 млрд грн) [7], Придніпровська фондова біржа (9,4 млрд грн) та УБ (4 млрд грн) [12; 6].

Негативним фактором є те, що більшість українських акціонерних товариств не розглядають фондовий ринок як джерело залучення інвестицій. Підтверджує це те, що серед підприємств, які зареєстрували найбільші випуски акцій (понад 60%), – це комерційні банки, які збільшують свій статутний капітал на вимогу НБУ. Узагалі, серед зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій найбільші обсяги випусків акцій належать емітентам, які ведуть фінансову діяльність (65,77%), що не може не спотворювати структури економіки, збільшуючи спекулятивну складову.

Говорячи про галузеву структуру українських емітентів, не можна не зазначити збереження високої концентрації капіталізації (а також оборотів) в акціях підприємств, що представляють металургійні, енергетичні підприємства та комерційні банки. Значну роль у загальній структурі капіталізації відіграє сировинна галузь (енергетика, чорна і кольорова металургія, сільське господарство) та фінансовий сектор. Ураховуючи це, Українська біржа влітку 2013 року впровадила ще один фондовий індекс для аграрних компаній (*UXagro*), у яку входять вісім компаній – «Астарта», «Авангард», «Кернел», «ІМК», «Миронівський хлібопродукт», *KSG*, «Мілкіленд» і «Овостар Юніон» [12]. Усі компанії, окрім «Авангард» і *МХП*, пройшли лістинг на Варшавській фондовій біржі (компанії розмістили свої акції в Лондоні). Розглядаючи позитивні тенденції вітчизняних емітентів – вихід їх на міжнародний фондовий ринок, не можна не зазначити того факту, що підприємства, які відповідають умовам лістингу зарубіжних бірж, теж належать до сировинних галузей. Наприклад, серед 11 компаній, які входять до національного індексу *WIG-Україна*, що розраховуються Варшавською фондовою біржею (*WSE*), вісім емітентів представляють агроринок [2]. У той же час у всьому світі найбільш інвестиційно привабливими є акції високотехнологічних підприємств. Наприклад, згідно з дослідженням *Forbes*, найдорожчими у 2013 р.



стали високотехнологічні бренди – Apple (вартість бренду 104,3 млрд дол.), Microsoft (56,7 млрд), IBM (50,7 млрд), Google (47,3 млрд дол.). Узагалі, чотири із п'яти провідних брендів належать до сектору високих технологій [9].

Таким чином, структура ринку акцій України відображає відсталу структуру економіки, яка представлена підприємствами індустріальної економіки (або економіки третього, четвертого технологічного укладів), у той час, коли в усьому світі флагманами економіки є високотехнологічні галузі – комп'ютерні, нанотехнології, біоінженерні тощо. Отже, динамічне та стійке зростання національної економіки і фондового ринку неможливе без істотної галузевої трансформації та диверсифікації економіки.

Спотворює структуру фондового ринку також те, що особливістю українського ринку акцій є обслуговування процесу приватизації (за підсумками торгів протягом дев'яти місяців 2013 року на фондових біржах продано 40 пакетів акцій загальною вартістю за укладеними контрактами 153,817 млн грн) [1], тоді як у промислово розвинених країнах його найважливішою функцією вважається залучення додаткових коштів для розвитку підприємств. Причини цього полягають у незавершеності процесу перерозподілу власності. Первинні накопичення пакетів акцій і подальші операції з ними відбувалися переважно з метою отримання власником-мажоритарієм контролю над підприємством. Міноритарні ж пакети цінних паперів, які цікавлять інвесторів на розвинених ринках, на українському фондовому ринку не гарантують отримання прибутку своїм власникам, що істотно ускладнює їх використання як інструменту залучення додаткових фінансових ресурсів.

Усі ці фактори призводять до дуже низької ліквідності українських акцій, оскільки основна частина організованого обороту припадає на вкрай нечисленні випуски найбільш ліквідних акцій («блакитних фішок»), що відповідають умовам лістингу бірж. Більшість цінних паперів (80%) не відповідають умовам лістингу, їх заносять до біржових списків як позалістингові цінні папери. Відношення капіталізації лістингових компаній до ВВП на I півріччя 2013 року становило лише 23% (цей показник збільшується, проте занадто незначними темпами: у 2012-му – 13,66%; у 2010 р. – 15,87%) [6]. Якщо у вересні 2010 року капіталізація *free-foat* 15-ти найбільш ліквідних українських цінних паперів, що входять в Індекс UX, становила 890 млн дол., то на початок 2013-го – капіталізація *free-foat* тих же акцій – уже 370 млн дол. Якщо ж врахувати зменшення їхніх часток у вільному обігу і виключення з бази розрахунку індексу п'яти з 15-ти паперів, можна констатувати скорочення вартості *free-foat* більш ніж утричі [10, с. 4]. До того ж розподіл лістингових цінних паперів характеризується надзвичайною диспропорційністю – 60% цінних паперів I рівня лістингу (5 акцій, 112 ОВДП) перебувають на ПФТС, 27% (10 акцій, 41 ОВДП) на УБ, 12% (24 ОВДП) на ФБ «Перспектива», що зменшує конкуренцію на ринку та ліквідність цінних паперів.

Не додає ліквідності акціям й нульова або від'ємна реальна прибутковість і, як наслідок, абсолютне пе-

ревання спекулятивного, заснованого на динаміці котирувань, стимулу вкладення в корпоративні папери над інвестиційним, заснованим на прибутковості паперів. На західних ринках інвестори, купуючи цінні папери, орієнтуються не стільки на перспективи їх зростання, скільки на можливість отримання дивідендів. В Україні дивідендів не виплачують як компанії з концентрованою, так і з розпорошеною власністю. Здебільшого виплачують дивіденди компанії з державною часткою, оскільки законодавство змушує їх це робити шляхом встановлення норматив дивідендних відрахувань у розмірі 30%.

Невиплати дивідендів пов'язані також із тим, що в Україні відсутній зв'язок між ефективністю компанії і рухом вартості емітованих ними цінних паперів, оскільки фондовий ринок не розглядається як джерело залучення інвестицій. Наприклад, вітчизняні «блакитні фішки» «Азовсталі» 2012 року при виручці більше ніж 30 млрд грн фіксує збиток більше ніж 2,5 млн, а Алчевський меткомбінат за дев'ять місяців 2013-го збільшив чистий збиток за міжнародними стандартами фінансової звітності у 2,1 раза (до 1,1 млрд грн), проте капіталізація заводу збільшилася на 1,93%. Таким чином, ціни акцій вітчизняних компаній не відображають жодної економічної інформації, отже, фундаментальний аналіз не має ніякого сенсу. Така ситуація призводить до низької інформаційної прозорості, збільшення маніпуляцій і махінацій із цінними паперами, що, у свою чергу, збільшує кількість корпоративних конфліктів (у тому числі рейдерських захоплень), що є бар'єром для залучення серйозних інституційних інвесторів.

Нерозвиненість вторинного ринку акцій означає домінування пріоритетів корпоративного контролю над інвестиційними цілями паювання, наявність інсайдерського типу ринку акцій в Україні та самодостатність потоків акціонерного капіталу з відстороненням від потреб реальної економіки.

Не менш важливою проблемою фондового ринку України є посилення боргової складової – за 9 місяців 2013 року найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами на організаторах торгівлі зафіксовано з державними облігаціями України – 257,29 млрд грн (73,34%). Загалом у посткризові роки найбільшу вагу в динаміці біржових торгів цінними паперами мають державні облігації України – 45–90% [6]. Гіпертрофований розвиток фондового ринку на користь державних боргових цінних паперів створює загрозу вже не тільки для фондового ринку, а й для економічної безпеки всієї країни. Боргова надбудова бюджету трансформується у класичну фінансову піраміду, що може негативно позначитися на ефективності проведення кредитно-грошової політики, що особливо актуально в умовах посилення невизначеності на світових фінансових ринках. Особливо небезпечно це після призупинення Україною євроінтеграції, коли можливості залучення коштів для нашої держави зменшуються (прибутковість доларових державних облігацій терміном погашення в 2013 році відразу знизилася на 12 базисних пунктів до 9,55%, що призвело до того, що п'ятирічні кредитні дефолтні свопи, контракти страхування боргу від дефолту знизилася на 27 базисні



пункти – до 942) [16]. Вважаємо, що така ситуація ускладнює можливість нашої країни щодо вкрай необхідних структурних економічних реформ.

Саме неефективність проголошених реформ є найбільшою проблемою України. У країні державна політика останніх 20 років була спрямована на створення непрацюючих ринкових інститутів. Проводячи такі державні «реформи», ми не зменшуємо стихійності та хаосу, а тільки їх примножуємо, додаючи до стихії природної і неминучої ту, що породжена реакцією інституційної системи на недолугі людські безвідповідальні дії. Підтвердженням цього є те, що у вересні 2013 року експерти індексного агентства FTSE вже вдруге виключили фондовий ринок України зі списку кандидатів на присвоєння нижчої оцінки розвиненості – Frontier Markets – в основному через відсутність у нас чіткого плану розвитку фондового ринку.

Серед найбільш негативних ефектів державного регулювання слід виділити бюрократію. Небезпека бюрократії полягає в тому, що в певний момент може відбутися підміна функції: замість того, щоб служити суспільству, бюрократія нав'язує йому свої інтереси, власні цілі видає за мету суспільства. Найбільш стійкими інтересами бюрократії є самозбереження і схильність до максимізації власних доходів. Саме підміна функції метою перетворює бюрократію (як будь-який інститут у подібному випадку) в паразитарну структуру. Тому боротися слід не зі самою бюрократією, а з небезпекою підміни функції. Що більше в суспільстві поширена бюрократія, то більше розповсюджена корупція, то менше залишається реальних можливостей для зміцнення ринкових інститутів і конкурентних механізмів, то складніше реформувати інститути в довгостроковому періоді, оскільки високий рівень корупції призводить до розчарування в демократичних інститутах і знижує конкурентоспроможність країни. Може виникнути ситуація, коли ефективні ринкові взаємодії підмінюються суперництвом на «політичних ринках», боротьбою бюрократичних інтересів [4, с. 15]. На жаль, за показниками бюрократизації влади Україна – одна з відсталіх країн світу. Згідно з Індексом фінансового розвитку, найбільш слабкими місцями є корупція, неефективність законодавчої влади, нечесність судової системи, результатом чого є брак будь-якої довіри до представників влади (див. *табл.*) [17, с. 291].

Про факти корупції може свідчити й посилений контроль за рекламою інвестиційних послуг (нові вимоги закріплено Законом № 5042-17, який був ухвалений Верховною Радою в липні 2012 року і затверджений НКЦПФР у Положенні про рекламу цінних паперів та фондового ринку). З 2013 року інвесткомпанії мають за 10 робочих днів до оприлюднення своїх рекламних матеріалів подати до НКЦПФР на узгодження рекламний макет, після чого протягом семи робочих днів Комісія має дати дозвіл на рекламу. Яким чином чиновники будуть приймати рішення про «правильність» реклами, у законі не прописано. До того ж критерії застосування санкцій за порушення теж відсутні, хоча становлять вони від 50 до 600% підтвердженої ціни рекламних матеріалів. Про наявність корупційної складової свідчить також ситуація з

посиленням Державною податковою службою (ДПС) податкового пресу на ринок. З 9 серпня 2012 року платник податку на прибуток за I півріччя враховує у звітності лише 25% від'ємного результату угод із цінними паперами та деривативами за попередні звітні періоди. Це викликало хвилю додаткових перевірок і вимоги сплатити додаткові податки. Керівник однієї з асоціацій стверджує, що одному з найбільших торговців цінними паперами був накладений штраф 50 млн грн, але після переговорів із ДПС штраф знизили до 1 млн грн [5]. Питання про те, яким чином «домовлялися» з регулятором, залишилося без відповіді.

Без розв'язання проблеми корупції, надмірної бюрократії та адміністративних перешкод для бізнесу перейти до демократичної політики, а отже, побудувати конкурентоспроможний фондовий ринок неможливо. Така ситуація свідчить про відсутність економічної свободи як запоруки самостійного ухвалення господарських рішень, що впливає на можливості реалізації ринкового механізму. Згідно з індексом економічної свободи, який розраховує американський фонд Heritage спільно з Wall Street Journal, 2013 року Україна на 161-му місці (це останнє місце серед 43-х європейських країн), що характеризує нашу країну як «не вільну» [15]. Найбільш негативним фактом є постійне зниження нашої країни в рейтингу економічної свободи, оскільки без економічної свободи, свободи укладення контрактів неможливий ефективний розвиток ринкової економіки. Брак економічної свободи призводить до посилення корупції, розвитку тіньової економіки. Дослідження фіксують значну позитивну кореляцію між рівнем економічної свободи у країні і матеріальним добробутом її громадян, і – навпаки.

Державний тиск на учасників фондового ринку призводить до виходу їх з ринку – кількість учасників фондового ринку скорочується. Особливо цей процес торкнувся торговців цінними паперами – 2013 року з фондового ринку пішли понад 5% торговців – рішення про ліквідацію прийняли «Ренесанс Капітал», «Цитадел Ассет Менеджмент Україна», КУА «Райффайзен Аваль», «Проспект інвестментс» та ін. Вихід компаній викликаний збільшенням адміністративних витрат і зарегульованістю діяльності, яка не дозволяє торговцям розраховувати навіть на беззбиткову діяльність. До того ж кількість учасників ринку може ще скоротитись у зв'язку із упровадженням пруденційного нагляду в 2014 р., що вводить щоденний моніторинг за станом учасників ринку. НКЦПФР перенесла дату надання звітності за новими правилами на 1 липня 2014 р., оскільки на кінець 2013 року нормативам не відповідали близько 50% учасників ринку. Водночас, більшість торговців цінними паперами виступають за подальший перегляд регулятивних норм, оскільки їх невиконання призводить до санкцій і позбавлення ліцензії (наприклад, необхідно врегулювати питання зменшення регулятивного капіталу і включення в четверту групу ризику цінних паперів, обіг яких зупинено НКЦПФР, оскільки для багатьох торговців перебування в портфелі таких паперів стає причиною невиконання нормативів, до того ж позбутися цих паперів до моменту поновлення їх обігу не можливо).



Така інституційна ситуація пов'язана з нерозвиненістю формальних і неформальних демократичних інститутів введення бізнесу. Опортуністична поведінка при укладанні угод є наслідком провалів інституційного регулювання. Для України характерними є систематичні зміни в законодавстві, закони ухвалюють так, щоб виконувати їх було неможливо (дуже складно, заплутано і неузгоджено). Державні інститути не стежать за виконанням правил, а карають за їх порушення, тобто свідомо створюють умови для порушення правил. Наприклад, в Україні згідно із законом усі акції мали пройти процедуру дематеріалізації ще до 2010 р., проте сьогодні в електронній формі існує менше ніж 30% акцій. Голова НКЦПФР спокійно говорить про те, що, приймаючи це положення, регулятор знав, що норма виконуватися не буде, проте для її виконання Комісія штрафує порушників. Подібна ситуація й з перереєстрацією акціонерних товариств у публічні та приватні (штрафні санкції – від 85 тис. до 170 тис. грн). Наприклад, у третьому кварталі 2013 р. уповноваженими особами НКЦПФР було розглянуто 3 479 справ про правопорушення на ринку і накладено 2 660 штрафів на загальну суму 38,2 млн грн, з яких сплачено 556 штрафів на суму 1,021 млн грн [6]. Отже, реально працюючою функцією НКЦПФР є каральна.

Сьогодні держапарат не мотивований на зміни, оскільки чиновники займаються пошуком ренти замість того, щоб діяти в інтересах усього суспільства. Потенційні чиновники готові платити хабарі, щоб отримати роботу з можливістю незаконних доходів. Тому формування нових інститутів, що припускають функціонування конкурентних механізмів у політичній та економічній сферах, у багатьох випадках наштовхується на опір тих чиновників, які отримують нелегітимні вигоди з чинних адміністративних обмежень. Таким чином, що більше в суспільстві поширена корупція чиновників, то менше залишається реальних можливостей для зміцнення ринкових інститутів та конкурентних механізмів [4, с. 15].

Для того, щоб вийти з цієї пастки, потрібно зменшити роль держави в економіці за рахунок збільшення ролі саморегулювальних організацій (СРО), діяльність яких передбачає встановлення не тільки суворих правил гри для самих учасників ринку, а й санкції за їх порушення та механізми розв'язання конфліктів між учасниками ринку. З одного боку, це певною мірою обмежує свободу учасників СРО, але з другого – самі правила гри і вирішення конфліктів здійснюються учасниками ринку безпосередньо, без прямого втручання держави.

Один із розробників саморегулювання на фондовому ринку, голова SEC Вільям Дуглас звертає увагу на те, що самодисципліна завжди бажаніша, ніж дисципліна зверху. Він стверджував, що уряд може задовільно працювати тільки за допомогою заборон, а це залишає недоторканими великі ділянки діяльності, які не піддаються державному регулюванню, оскільки перебувають за межами периферії закону, у сфері етики і моралі, в яких ефективно може працювати лише саморегулювання [14]. Джон Дікінсон, голова комітету з регулювання фондової біржі в адміністрації Рузвельта, теж вважав, що, якщо державне регулювання

намагається зробити занадто багато й охопити своїм контролем усе, то воно наражене на небезпеку руйнування під дією власної ваги і доведе свою неефективність [14]. Отже, головною причиною для прийняття принципів саморегулювання є те, що СРО спроможні швидше, ніж державні установи, реагувати на зовнішні зміни. Професійні учасники ринку більш обізнані про тонкощі фондового ринку, про технічні та функціональні аспекти регулювання, отже, їх самоорганізація приводить до більш точного виконання регулятивних функцій.

Саме низький рівень організованості учасників фондового ринку України, їхнє небажання самим регулювати свою діяльність, контролювати себе і державних чиновників об'єктивно сприяють упровадженню корупційних схем та зміцненню позицій державної бюрократії. Така пасивність призводить до посилення реакційних тенденцій і перешкоджає становленню цивілізованої моделі фондового ринку в Україні.

На основі проведеного аналізу інституційних проблем функціонування фондового ринку вважаємо, що для того, аби вітчизняний ринок успішно функціонував та ефективно взаємодіяв з іншими секторами фінансового ринку, позитивно впливав на економічні параметри (ВВП, структуру економіки, інвестиційну, інноваційну активність, рівень добробуту населення тощо), потрібно:

- кардинально реформувати систему державного регулювання і саморегулювання ринку у стимулюванні розвитку ринку як інструменту довгострокових інвестицій для модернізації економіки;
- розвивати інститути захисту прав власності (незалежність та ефективність правозастосування, захист прав акціонерів, удосконалення механізмів корпоративного управління, збільшення інформаційної прозорості бізнесу тощо);
- реформувати систему організаторів торгів шляхом їх укрупнення, спеціалізації, комерціалізації та комп'ютеризації;
- зменшити олігопольність фондового ринку і захистити конкурентне середовище, оскільки саме олігополістична структура фондового ринку, його інформаційна асиметрія призводять до маніпулювання та відвертих махінацій;
- підвищувати ліквідність українського фондового ринку шляхом створення умов для збільшення кількості цінних паперів, переходу від системи, що орієнтована на банківське фінансування, до системи фінансування за допомогою фондового ринку, зменшення трансакційних витрат, стимулювання створення альтернативних ринків та інфраструктурних інститутів;
- перейти від спекулятивної моделі фінансового ринку до моделі, що орієнтована на стійке зростання та модернізацію економіки [державне стимулювання розвитку високотехнологічних галузей та інноваційного сектору, створення механізмів (кредитних, податкових, валютних, грошових, бюджетних, цінових тощо), які про-



тидіють формуванню «бульбашок» за рахунок потоків спекулятивних коштів, тощо].

**Висновки.** Таким чином, сформоване інституційне середовище в Україні сприяє «розмиванню» прав власності, що, у свою чергу, стимулює розвиток рейдерства і чітко виражений короткостроковий характер господарської стратегії корпорацій. У таких умовах може розвиватися лише неорганізований сегмент фондового ринку. Отже, обов'язковим є створення інституційних умов для захисту прав власності, що сприятиме виникненню потреби в ринкових інститутах, наслідком чого стане реструктуризація економіки, зростан-

ня обсягів організованого фондового ринку (макрорівень) і збільшення ефективності корпорацій (мікрорівень). Олігополістична структура фондового ринку, його інформаційна асиметрія, надмірна концентрація на кількох цінних паперах провокує неминучу маніпуляцію цінами. Державні регуляторні інститути не здатні пом'якшувати і коригувати наслідки погіршення ринкової кон'юнктури. Отже, зараз відбувається жахлива за своїм масштабом інституційна деградація, оскільки ситуація, що склалась на українському фондовому ринку, не сприяє не тільки стабільному зростанню, але й хоч якомусь поліпшенню.

#### Список використаної літератури

1. Аналітична довідка про роботу Фонду державного майна України та хід виконання Державної програми приватизації за 9 місяців 2013 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.spfu.gov.ua/\\_layouts/SPFUSiteDefinition/ReportsMFI.aspx](http://www.spfu.gov.ua/_layouts/SPFUSiteDefinition/ReportsMFI.aspx).
2. Варшавська фондова біржа (WSE) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.gpw.com.pl>.
3. Індекс інвестиційної привабливості України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.eba.com.ua/ua/news/2012/7/6/1140>.
4. Институциональные изменения и экономический рост / авт. кол. : Р. М. Энтов, П. А. Швецов и др. – М., 2005. – 124 с.
5. Максимчук Н. Под присмотром государства. Инвесторы теряют контроль над фондовым рынком [Электронный ресурс] / Н. Максимчук, Е. Губарь. – Режим доступа : [www.kommersant.ua/doc/2093101](http://www.kommersant.ua/doc/2093101).
6. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.nssmc.gov.ua](http://www.nssmc.gov.ua).
7. ПФТС [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [www.pfts.com](http://www.pfts.com).
8. Радыгин А. Д. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления / А. Д. Радыгин, Р. М. Энтов, М. В. Менераупс. – М., 2003. – 167 с.
9. Самые дорогие бренды мира – 2013: рейтинг Forbes [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.forbes.ru/kompanii-photogallery/potrebitelskii-rynok/246983-samye-dorogie-brendy-mira-2013-reiting-forbes/photo/5>.
10. Сухоруков А. Свободу инвесторам! [Электронный ресурс] / Алексей Сухоруков // INternet TradING. – 2013. – 7 февраля. – Режим доступа : [www.ux.ua](http://www.ux.ua).
11. Український бізнес-ресурс [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.ubr.ua](http://www.ubr.ua).
12. Українська біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.ux.ua](http://www.ux.ua).
13. ФБ «Перспектива» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [fbp.com.ua](http://fbp.com.ua).
14. Lori Richards. Speech by SEC Staff: Self-Regulation in the New Era [Electronic resource] / L. Richards. – Available from : <http://www.sec.gov/news/speech/spch398.htm>.
15. The Heritage Foundation [Electronic resource]. – Available from : [www.heritage.org/Index](http://www.heritage.org/Index).
16. Ukrainian Bonds Advance as Credit Risk Drops on Russia Aid Bets [Electronic resource]. – Available from : <http://www.bloomberg.com/news/2013-11-25/ukrainian-bonds-advance-as-credit-risk-drops-on-russia-aid-bets.html>.
17. World Economic Forum [Electronic resource]. – Available from : <http://www.weforum.org>.

**Summary.** The institutional problems of Ukrainian stock market are defined as well as the ways of its solution. A special role is given to the analysis of the state activity, which is unable to mitigate and correct the effects of the deterioration in market conditions, resulting in a terrible institutional degradation of the stock market. In such circumstances, can be developing only unorganized segment of the stock market. Oligopolistic structure of the stock market, its information asymmetry, excessive concentration on a few securities provokes inevitable manipulation. Thus, the creation of institutional conditions is required for the protection of property rights that facilitate the emergence of the need for market institutions, restructuring of the economy, growth in organized stock market (macro level) and increase the efficiency of corporations (micro level). The recommendations for the development of Ukrainian stock market is developed, which effective functioning under the uncertainty will depend on overcoming of internal disproportion of development and the impact of a new global financial architecture.

**Keywords:** stock market, stock indices, shares, free float, government bonds, the liquidity of the securities.