

## ОСОБЛИВОСТІ ОЦІНКИ РІВНЯ ФІНАНСОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

*Досліджено підходи до аналізу ефективності ринку цінних паперів як складової фінансового ринку. Запропоновано методичний підхід до оцінки рівня фінансового забезпечення функціонування такого ринку в Україні. Виявлено роль податкових факторів в утворенні фінансового потенціалу держав. Визначено необхідність розробки концепції фінансового забезпечення функціонування та розвитку ринку цінних паперів, що спирається на аналіз рівня його розвитку та взаємозв'язків його складових.*

*Ключові слова: ефективність ринку цінних паперів, фінансове забезпечення, функціонування ринку цінних паперів.*

O. Y. SHUTEEVA

Kharkiv National University of Economics

### FEATURES OF ASSESSMENTS OF FINANCIAL PERFORMANCE OF THE SECURITIES MARKET IN UKRAINE

*Abstract. Researched approaches to the analysis of efficiency of the securities market as part of the financial market. A methodical approach to the assessment of the functioning of the financial market in Ukraine. The role of tax factors in the formation of financial capacity. The necessity of developing the concept of financial support for the operation and development of the securities market, based on an analysis of the level of development and interactions of its components.*

*Keywords: efficiency of the securities market, financial security, securities market.*

*Постановка проблеми.* Важливою проблемою формування та реалізації фондової політики є забезпечення розвитку ринку цінних паперів (РЦП) і виявлення тих його складових, які потребують вдосконалення. В такому контексті цікавим з наукової точки зору є аналіз підходів до оцінювання ефективності та фінансової забезпеченості ринку цінних паперів, виявлення їх сильних і слабких елементів та з'ясування їх придатності для формулювання висновків щодо доцільних напрямків фінансового забезпечення його функціонування.

*Аналіз останніх досліджень і публікацій.* У економічній літературі особливостям та проблемам оцінки ефективності ринку цінних паперів як складової фінансового ринку присвячені роботи А. Берлача, Ю. Гулої, Р. Дорошука, О. Кіктенко, С. Мошенського, Е. Петерса, О. Слуцької, К. Стрижиченко і К. Дмитрусенка, В. Ходаківської та О. Данілова та ін. Проте сучасному етапі все частіше виникають нові обставини, які вимагають вдосконалених підходів до процесу забезпечення ефективного проведення такого оцінювання та аналізу особливостей фінансового підґрунтя розвитку ринку цінних паперів. Одночасно у вітчизняній науковій літературі не вистачає комплексного дослідження специфіки фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів з урахуванням специфіки взаємодії певних факторів впливу.

*Мета дослідження.* Вказані вище проблеми зумовлюють мету даної статті, що полягає в дослідженні специфіки оцінки рівня фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні, обґрунтуванні переліку факторів, які впливають на його стан.

*Вклад основного матеріалу.* В науковій літературі виділяють різноманітні підходи до практичної ефективності ринку цінних паперів як складової фінансового ринку. Головним показником розвитку ринку цінних паперів України, визнаним не тільки в межах України, але й за кордоном, є індекс ПФТС, що розраховується на базі цін найбільш ліквідних акцій. Як правило, така інформація використовується професійними гравцями на цьому ринку для обґрунтування доцільності купівлі-продажу та встановлення ціни на фінансові інструменти.

В рамках виділених підходів дослідження пропонуються різні методи щодо оцінки ефективності ринку цінних паперів: ті, що спираються на аналіз біржових індексів (біржові); ті, які враховують вплив інформації на формування кінцевих цін на фінансові інструменти; такі, що ефективність сприймають через вплив ситуації на фондовому ринку на результати діяльності підприємства і його капіталізацію, а також комбіновані підходи, які, як правило додатково передбачають використання економіко-математичних методів, зокрема прогнозування.

В основі розглянутих підходів оцінювання ґрунтувалось на біржових індексах, кількості дефолтів, показниках якості цінних паперів (їх доходності та вартості), аналізі впливу інформації на вартісні характеристики фінансових інструментів. При дослідженні найчастіше використовують аналітичні оцінки, розрахунки коефіцієнтів, побудову рядів динаміки, фрактальний аналіз тощо.

Відаючи належне значенню розробкам, необхідно виділити деякі їх особливості, які привносять певні складності щодо їх практичного застосування. Оцінка на основі індексів дає тільки експрес-інформацію, не даючи змогу судити про фактори, які вплинули на їх значення (при одному значенні біржового індексу ситуації можуть бути протилежно різними). Підходи, що розглядають роль інформації, також виглядають дещо звуженими, основним є ціноутворення, а не загальна ефективність. Цей недолік компенсовано у комбінованих підходах, які ґрунтуються на теорії хаосу та спеціалізованих методах

прогнозування, але вони є дещо абстрактними, трудомістким, складними для відтворення та таким, що унеможливають детальні висновки щодо наступних управлінських рішень.

Якщо спиратись тільки на прогнозах аналітиків чи посередників на ринку цінних паперів, існуватиме великий ризик отримання частково фіктивної інформації, причиною чого може бути острах розголошення результатів, комерційна таємниця, небажання серйозно обмірковувати запитання тощо. Також слід зазначити, що жоден підхід до оцінювання ефективності РЦП не містив складових, які б дозволили зробити висновок щодо фінансового забезпечення його функціонування, що є важливим як для держави при розробці інструментарію державного регулювання, так і учасників ринку (фактичних і потенційних) для планування стратегії своєї участі у операціях з цінними паперами. Саме такі результати дослідження підтверджують доцільність вдосконалення методичного забезпечення щодо оцінки розвитку РЦП та його фінансового забезпечення.

На основі визначення рівня його розвитку можна робити висновок про стан ринка, “вузькі місця”, резерви і особливості його розвитку, напрями формування стратегії його фінансування з урахуванням можливих соціально-економічних наслідків та конкурентних переваг фінансового характеру.

Методичний підхід і сукупність показників, що характеризують рівень розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, значною мірою обумовлені наступною системою принципів його дослідження і оцінки: системність; об'єктивність; динамічність; безперервність; оптимальність; конструктивність.

Отже проведений аналіз методичних підходів до оцінки ефективності ринку цінних паперів, як складової фінансового ринку, дозволив зробити висновок, що кожний з них акцентує на окремих його проявах, але жоден з них не надав відповіді, як оцінити фінансову забезпеченість цього ринку. В економічній науці все частіше ефективними методами визнаються ті, що дозволяють проводити узагальнення стану багатовимірних об'єктів з різноспрямованими тенденціями. Одним з таких методів є розрахунок таксономічного показника рівня розвитку [3]. На основі проведених розрахунків у другому розділі і висновків щодо них, в дисертаційній роботі запропоновано оцінити рівень розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП за наступною послідовністю:

формування матриці вихідних даних  $X=(x_{ij})$  за групами факторів, які утворені за результатами факторного аналізу: фінансовий потенціал держави та якість корпоративного управління (F1), ефективність фондової політики та контролю на ринку цінних паперів (F2) та ризикованість операцій на ринку цінних паперів (F3);

стандартизація вихідних даних з метою усунення різного характеру вираження показників;

формування точки-еталону складових фінансового забезпечення функціонування РЦП на основі визначених множин ознак-стимуляторів (дестимуляторів);

розрахунок евклідової відстані досліджуваного явища за різні періоди спостереження до точки-еталона;

розрахунок інтегрального показника рівня розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП.

При такому способі розрахунку рівень розвитку вказаного явища буде змінюватися в інтервалі від 0 до 1. Чим ближче результати функціонування фондового ринку до еталонного, тим ближче значення до 1, і навпаки. Кількісне значення інтегрованого показника рівня розвитку згідно зі шкалою Харрінгтона доцільно розподілити таким чином [5]: низький рівень розвитку – від 0 до 0,36, середній – від 0,37 до 0,64, високий – від 0,65 до 1.

На рис. 1 наведена динаміка та позиціонування рівнів розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП України у різні періоди (за 2007–2011 рр.).

Отже, в результаті визначення інтегральної оцінки рівня розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП за досліджувані періоди виявлено, що вона не має постійної тенденції до збільшення. Найнижчий показник мав місце у 2007 р., а найвищий – у 2009 р. За період 2007–2008 рр. фінансове забезпечення функціонування РЦП перебувало на низькому рівні, за результатами 2009 р. – на середньому, та після різкого падіння у 2010 р. (на 45,6%) у 2011 р. піднялося знов до середнього рівня (на 31,6%), хоча так і не досягши показника 2009 р.

Вивчення латентних взаємозв'язків між окремими показниками фінансового забезпечення функціонування РЦП України дозволило виявити основні складові його формування, на основі чого побудовано інтегральну оцінку рівня його розвитку. Отримані результати узагальненого оцінювання рівня розвитку фінансового забезпечення дозволяють зробити такі висновки:

Спроможність РЦП до ефективного функціонування безпосередньо залежить від успішності реалізації стратегії фінансування його розвитку. Для забезпечення останнього державі необхідно посилювати фінансовий потенціал, ефективність фондової політики та контролю на РЦП, а також стимулювати підвищення якості корпоративного управління.

Протягом аналізованого періоду для РЦП України є характерним не тільки середній і низький рівень розвитку фінансового забезпечення його функціонування, а й нестійкі тенденції як до його підвищення, так і зниження. Основною причиною такої динаміки є неузгодженість загальної фондової політики, а також стратегії фінансового розвитку учасників ринку цінних паперів (як фактичних, та і потенційних) та її функціональних складових, зокрема стратегії фінансування. На думку автора, постійне

змінювання інтегрального показника характерне для країн, які не мають або достатніх ресурсів для фінансування розвитку даного ринку, або стратегічного бачення щодо ролі в ньому джерел фінансування і конкурентних переваг у фінансовій сфері.

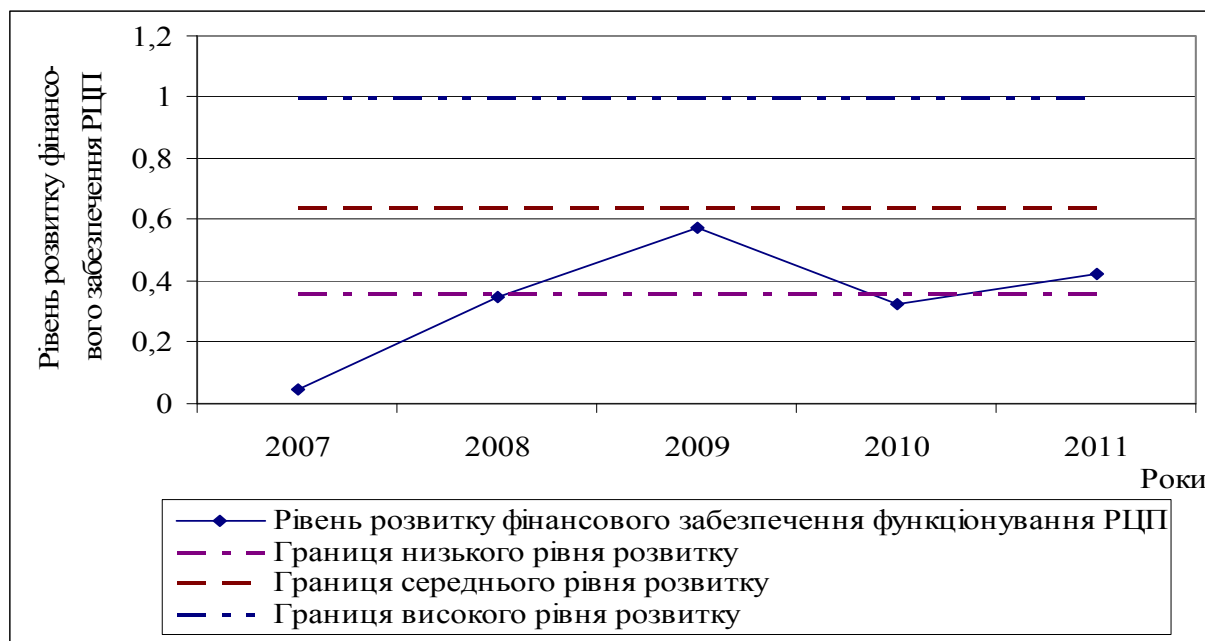


Рис. 1. Динаміка та позиціонування рівнів розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП за 2007–2011 рр.

Такі узагальнення зроблені на основі аналізу запропонованого автором інтегрального показника рівня розвитку фінансового забезпечення функціонування РЦП. Використання при його розрахунку первісних змінних і значень відповідних складових, що були отримані в результаті факторного моделювання і таксономічного аналізу, дає змогу не тільки отримати остаточне значення рівня розвитку, а й виявити, які саме складові задіяні в Україні у повній мірі, а які мають невикористаний потенціал.

Як було виявлено, для забезпечення розвитку РЦП необхідним є посилення фінансового потенціалу держави. Основними з вагомих показників, що формує цей фактор, є ВВП та доходи населення. Якщо досліджувати рейтинги країн світу, пов'язані з фінансовими аспектами, або аналітичні доповіді вітчизняних політиків, посадовців державних органів влади, то можна зробити висновок, що найчастіше саме ці показники є підґрунтям для аналізу і індикаторами соціально-економічного розвитку країни.

Відносно ВВП слід відзначити, що його розмір та динаміка є віддзеркаленням, насамперед, ефективності реального сектору економіки, а отже його зміни можуть свідчити про потенціал нарощення інвестицій та, за наявності належних умов, у вигляді вкладів у цінні папери. Для України у період 2009–2011 рр. характерним є зростання приросту ВВП, а отже і обсягів інвестицій, що має зберегтися і у наступних роках. В таких умовах завданням держави є застосування таких важелів державного регулювання, щоб спрямувати такі кошти на розвиток вітчизняного РЦП через стимулювання інвестицій через відповідний фінансовий інструментарій.

Якщо участь підприємств, організацій у операціях з цінними паперами має прирісний характер по мірі їх економічного розвитку, то із залученням населення в ці процеси є певні складнощі.

Раніше, особливо у радянські часи, фінансова поведінка населення була обмежена в основному рамками ощадної та кредитної, то «створення нового інституціонального середовища відкрило потенційні й легальні можливості різноманітним формам фінансової поведінки» [2, с. 4]. Без сумнівів, здійснені домогосподарствами заощадження джерелом формування інвестиційних ресурсів, які, як зазначає О. Ватаманюк, в деякій мірі можуть стати альтернативою закордонним інвестиціям [1, с. 75]. Тобто населення, окрім кредитної і ощадної, все частіше проявляє інвестиційну поведінку, що й в більшій мірі цікавить з точки зору забезпечення фінансової бази для функціонування РЦП.

Отже, що стосується доходів населення, то саме вони є потенційним джерелом фінансування операцій на цьому ринку. Найцікавішою в цьому плані складовою доходів є заощадження, що залишаються після споживання.

Специфіка фінансової поведінки зумовлена не тільки особливостями фінансового ринку, а й характером самого об'єкта цієї поведінки, тобто активами, що використовуються для досягнення максимальної вигоди, – наявними грошовими ресурсами. За результатами дослідження основних положень теорій споживання та концепцій поведінки споживача випливає наступний висновок: обґрунтування розподілу коштів на споживання та заощадження відбувається під впливом власного оцінювання людиною свого доходу та рівня життя в майбутньому. Якщо після споживання зазначається можливість заощадження, то людина приймає рішення щодо розпорядження цими коштами, виходячи з фінансової можливості та

доступності для нього певних моделей фінансової поведінки (нагромадження, інвестування, вкладення під відсотки тощо).

Зважаючи на мету дослідження, доцільним є визначення мотивації фізичної особи до здійснення операцій на РЦП як носія фінансових ресурсів. Як було встановлено, основними факторами впливу на рішення щодо операцій з цінними паперами є розмір чистого доходу, відсоткові ставки по депозитам, наявність альтернативних фінансових інструментів (операції з ЦП, дивіденди). Слід зазначити, що на формування цих трьох факторів суттєво впливає державна політика, особливо податкова.

Спираючись на вищенаведене, особливості обґрунтування рішення фізичною особою щодо участі в інвестуванні у цінні папери з урахуванням впливу податкових факторів зображено на рис. 2. Зокрема враховано останні зміни, внесені у Податковий кодекс України, у тому числі введення нового податку – особливого податку на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами (міститься в розділі щодо регулювання акцизного податку), що був введений Законом України № 5519 от 06.12.2012 р. [4].

Таким чином, розглянуті аспекти оподаткування операцій з цінними паперами підтверджують існування стимулюючого та дестимулюючого впливу податкових факторів на критерії привабливості участі фізичної особи в інвестуванні у цінні папери.

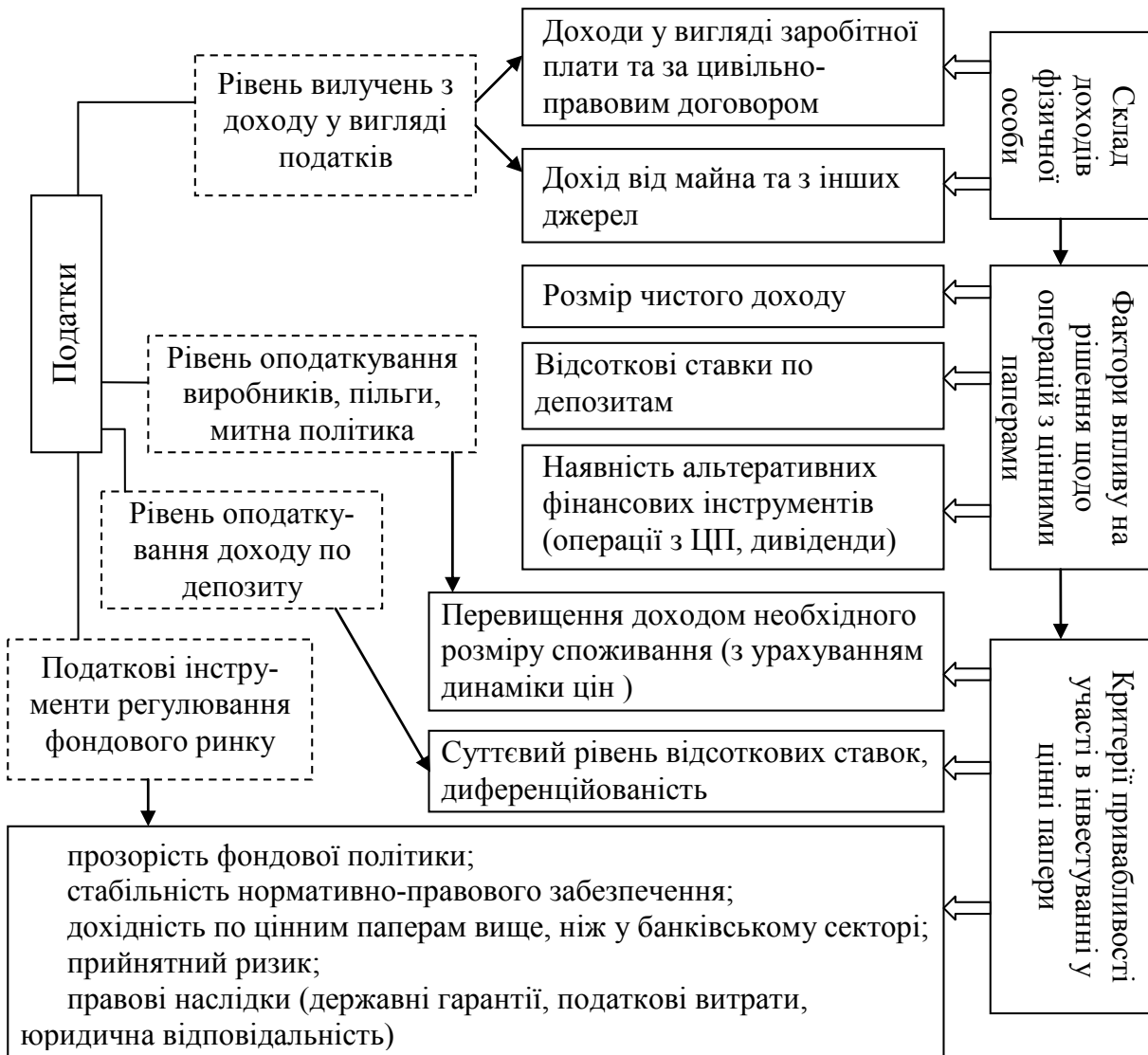


Рис. 2. Особливості обґрунтування рішення щодо участі в інвестуванні у цінні папери з урахуванням впливу податкових факторів

Доведено, що часті зміни податкового законодавства, з одного боку, по суті викликають стримуючий ефект щодо надання переваги операціям з цінними паперами, а з іншого, – їх конструктивність свідчить про мету посилення публічності, захищеності, організованості та прозорості руху фінансових інструментів на фондовому ринку, що має підвищити довіру та інтерес до них з боку як фізичних осіб, так і бізнесу.

*Висновки.* Результати проведеного дослідження дозволяють зробити висновок про те, що на сучасному етапі вкрай необхідним є розробка концепції фінансового забезпечення функціонування та розвитку ринку цінних паперів, що спирається на аналізі рівня його розвитку та взаємозв'язків його

складових. При виборі інструментів державного регулювання РЦП та посилення фінансового забезпечення його функціонування основними критеріями оцінки потенціалу населення з точки зору його участі в операціях з цінними паперами, крім рівня доходів, відсоткових ставок та наявності альтернативних фінансових інструментів, стає економічна активність і рівень довіри до фінансових структур. Це зумовлює надзвичайну важливість підвищення обізнаності населення та бізнесу про функціонування ринку цінних паперів.

### Література

1. Ватаманюк О. З. Визначки особистих заощаджень в економіці України / О. З. Ватаманюк // Фінанси України. – 2007. – № 1. – С. 75–79.
2. Іващенко М. В. Інвестиційна поведінка українських домогосподарств: інституціональний аспект / М. В. Іващенко // Вісник Національного технічного університету «Харківський політехнічний університет». Збірник наукових праць. Тематичний випуск: Технічний прогрес і ефективність виробництва. – Х. : НТУ «ХПІ». – 2010. – № 64. – С. 3–7.
3. Плюта В. Сравнительный многомерный анализ в эконометрическом моделировании / В. Плюта ; Пер. с польского В.В. Иванова. – М. : Финансы и статистика. – 1989. – 176 с.
4. Про внесення змін у Податковий кодекс України щодо подальшого вдосконалення адміністрування податків та зборів : Закон України № 5519 від 06.12.2012 р. Офіційний вісник України від 15.01.2013. – 2013. – № 1. – С. 64.
5. Райхман Э. Н. Экспертные методы в оценке качества товаров / Э. Н. Райхман, Г. Г. Азгальдов. – М. : Экономика. – 1974. – 152 с.

### References

1. Vatamanyuk O. Z. Viznachki osobistih zaoschadzhen v ekonomitsi UkraYini / O. Z. Vatamanyuk // Finansy UkraYini. – 2007. – # 1. – P. 75-79.
2. Ivaschenko M. V. Investitslyna povedlnka ukraYinskikh domogospodarstv: Institutsionalniy aspekt / M. V. Ivaschenko // Vlsnik Natslonalnogo tehnlchnogo unIversitetu «Harklvskiy polltehnIchniy unIversitet». Zblrnik naukovih prats. Tematichniy vipusk: Tehnlchniy progres I effektivnst virobnitstva. – H.: NTU «HPI». – 2010. – # 64. – P. 3-7.
3. Plyuta V. Sravnitelnyiy mnogomerniy analiz v ekonometricheskom modelirovanii / V. Plyuta /Per. s polskogo V.V. Ivanova. – M.: Finansyi i statistika. 1989. – 176 p.
4. Pro vnesennya zmln u Podatkoviy kodeks UkraYini schodo podalshogo vdoskonalennya admInstruvannya podatklv ta zborlv: Zakon UkraYini # 5519 vld 06.12.2012 r. Ofitslyniy vlsnik UkraYini vld 15.01.2013. – 2013 r., # 1, stor. 64, p. 7.
5. Rayhman E. N. Ekspertnyie metodyi v otsenke kachestva tovarov / E. N. Rayhman, G. G. Azgaldov. – M.: Ekonomika. 1974. – 152 p.

Рецензія/Peer review : 17.5.2013 р. Надрукована/Printed : 13.8.2013 р.  
Рецензент: Гавкалова Н.Л., д.е.н., проф., зав.каф, кафедра публічного адміністрування та регіональної економіки, Харківський національний економічний університет