



**Інна Нескородєва**

Кандидат економічних наук,  
доцент кафедри фінансів  
Харківського національного  
економічного університету  
E-mail: innanesk@rambler.ru

# Особливості функціонування фондового ринку України

*Здійснено ретроспективний аналіз розвитку фондового ринку України. Визначено основні особливості функціонування ринку та з'ясовано чинники негативного впливу на формування тісного взаємозв'язку реального сектору економіки України з ринком капіталу.*

*The retrospective analysis of fund market of Ukraine development is carried out in the article. The basic features of functioning of market and found out factors of negative influence are certain on forming of close intercommunication real to the sector of economy of Ukraine with a market capital.*

**Ключові слова:** фондовий ринок, цінний папір, капіталізація, емітенти, фондова біржа, біржова торгівля, корпоративне управління, інвестор.

**Keywords:** fund market, security/pl, capitalization, issuers, exchange stock, exchange trade, corporate management, investor

## ДИНАМІКА РОЗВИТКУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Фондовий ринок як складова фінансового ринку традиційно вважається забезпечувальною ланкою всієї фінансової системи держави. За останні чотирнадцять років вітчизняний фондовий ринок характеризується постійно зростаючою динамікою (див. графік 1). Так, протягом 1997–2011 рр. він збільшився у 25 разів. До того ж із 2009 року обсяг торгів на ринку цінних паперів став перевищувати ВВП України. За станом на 2011 рік обсяг торгів на ринку

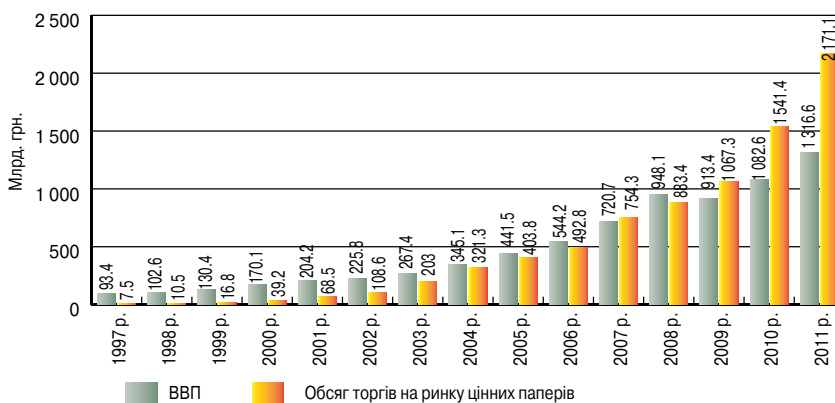
цінних паперів України майже в 1,5 раза перевищив показник 2010 року і становив 2 171,10 млрд. грн. (більше ВВП на 854,50 млрд. грн.) [5, 6].

Активне збільшення обсягів торгів на ринку цінних паперів України пояснюється запровадженням нової біржової технології – Інтернет-трейдингу, що дало змогу значно збільшити участь фізичних осіб у торгах на ринку цінних паперів. З'явився ще один важливий елемент фондових майданчиків – строковий ринок, унаслідок чого українські інвестори отримали можливість торгувати новим фінансовим інструментом – ф'ючерсом на індекс

акцій Української біржі. Крім того, на початку 2011 року Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) запровадила додаткові способи подачі адміністративних даних та інформації професійними учасниками фондового ринку – у вигляді електронних документів із накладанням електронного цифрового підпису.

Водночас із позитивними аспектами динамічного розвитку українського фондового ринку є низка невирішених проблем, які деформують та стримують підвищення ролі ринку цінних паперів України в процесі розподілу капіталу. Трансформація власності як процес переходу до ринкової економіки нині визначила певні особливості функціонування фондового ринку України.

Графік 1. Динаміка обсягу торгів на ринку цінних паперів та обсягу ВВП в Україні за 1997–2011 роки



Джерело: [4].

## ВІДСУТНІСТЬ ВЗАЄМОДІЇ ФОНДОВОГО РИНКУ З РЕАЛЬНИМ СЕКТОРОМ ЕКОНОМІКИ

Економетричні дослідження ролі фінансового сектору у формуванні економічного зростання для групи країн, котрі знаходяться на такій самій стадії розвитку, як і Україна (де державний сектор займає значне місце), свідчать, що нині ринок капіталів ніяк не впливає на розвиток ре-

Таблиця 1. Динаміка темпу зростання ВВП та основних показників розвитку фондового ринку в Україні за 1999–2011 роки, %

Період	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Темп зростання ВВП	127.1	130.4	120.1	110.6	118.4	129.1	127.9	123.3	132.5	131.5	96.3	118.5	121.6
Темп зростання капіталізації фондового ринку	16.2	100.4	86.2	291.1	109.9	245.3	247.0	151.6	253.3	20.3	101.0	487.0	89.3
Темп зростання обсягу випуску цінних паперів	67.9	193.7	145.4	75.4	138.2	147.2	178.3	135.6	158.5	114.9	106.3	58.7	187.5
Темп зростання обсягу торгів на фондовому ринку	160.6	233.6	174.6	158.6	186.9	158.3	125.7	122.0	153.1	117.1	120.8	144.4	140.9

Джерела: [4, 6].

альної економіки. Розвиток фінансового сектору порівняно з реальним за останні десятиріччя змушує звернути увагу на так звану гіпотезу “відокремлення фінансового сектору від реальної економіки”. В її основі лежать дві передумови. Вважається, що темпи зростання фінансових ринків вищі від аналогічних показників у реальній економіці. Крім того, припускають, що фінансовим ринкам властиве відхилення від нормального виконання їхніх функцій.

Результати аналізу статистичних даних свідчать, що темпи динаміки ринку цінних паперів України значно випереджали темпи динаміки реального сектору майже за весь досліджуваний період (див. таблицю 1).

Зростання вітчизняного фондового ринку має передусім спекулятивний характер. Це пояснюється тим, що в Україні склалася унікальна ситуація, за якої неорганізований ринок значно переважає організований (80–90%). Ринок характеризується диспропорцією розвитку його інституційних елементів. У більшості країн, що розвиваються, і в Україні зокрема неефективність ринку цінних паперів зумовлюється загальними характерними ознаками, притаманними цим фондовим ринкам: практично повна залежність від міжнародних потоків капіталу; відсутність довгострокових інвестицій і наявність переваги спекулятивного капі-

талу. Одним із найбільших ризиків для фондового ринку України залишається значна його залежність від зовнішніх факторів, що й призводить до спекулятивності та ризиковості.

Так, наприклад, в Україні мало розвинуті обидва головні цивілізовані способи залучення додаткового фінансового капіталу: на банківські кредити й випуск акцій припадає майже 18% від загального обсягу фінансування, або майже вдвічі менше в середньому за вибіркою Світового банку. У період виходу української економіки з кризи на їхню частку припадало менше 14% інвестицій в основний капітал. Це означає, що подолання кризи в 2008–2009 роках фактично відбувалося без активної участі фінансового сектору економіки. Відповідно, великою є частка інших джерел, зокрема бюджетне фінансування, торговий кредит, власні кошти підприємств тощо [7]. Таким чином, можна стверджувати, що формально в Україні ще досить мала частка зовнішнього фінансування, що свідчить про недоступність і водночас про велику потребу в зовнішньому капіталі, тобто простежується значна залежність від зовнішнього фінансування. Для розв’язання цієї проблеми в країні здійснюються процеси лібералізації економіки, завдяки чому зберігається тенденція до збільшення прямих іноземних інвестицій (див. графік 2).

Так, із 2000 року до квітня 2012 року обсяги прямих іноземних інвестицій із країн світу в економіку України зросли на 46 928 млн. доларів США, тобто приріст становив 76%. Таке зростання пояснюється активною політикою НБУ щодо лібералізації – зниженням відсоткової ставки в країні, що сприяє відкритості економіки до фінансових потоків капіталу.

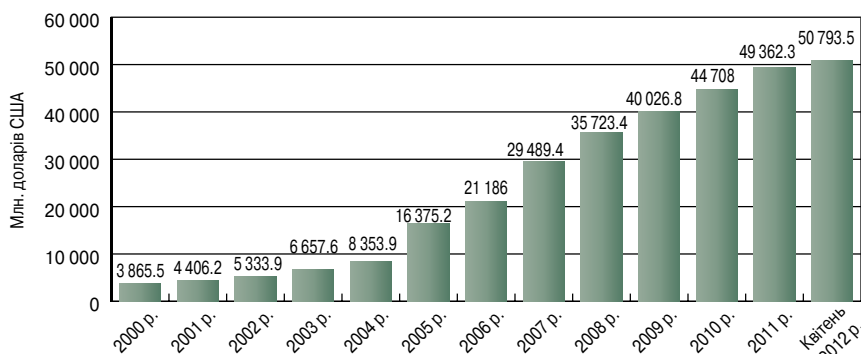
Ефективність такого методу підтверджується й дослідженнями Світового банку: перехід від повної закритості внутрішнього фондового ринку до його повної відкритості для нерезидентів забезпечує зростання темпів економічного зростання протягом наступних п’яти років у середньому на 1% за рік [3].

### ДОМІНУВАННЯ ПЕРВИННОГО СЕКТОРУ ФОНДОВОГО РИНКУ НАД ВТОРИННИМ

В Україні відзначається пріоритет первинного ринку корпоративних цінних паперів (він перевищує вторинний майже вчетверо) [10, с. 44]. Фактично це ринок емітованих цінних паперів, а не тих, що перебувають в обігу. Така тенденція підтримується за рахунок небажання інвесторів продавати цінні папери, придбані на первинному ринку, який характеризується низьким рівнем обертання цінних паперів і здебільшого обслуговує процеси перерозподілу власності, на відміну від ринків економічно розвинутих країн, які забезпечують залучення інвестицій для розвитку реальної економіки.

Перевищення первинного ринку цінних паперів є також наслідком зміцнення взаємодії підприємств-емітентів із підприємствами-суміжниками, що набуває все більшого значення. При цьому цінні папери як інструмент установа й закріплення господарських зв’язків майже не використовуються. Керівники підприємств не дбають про стимулювання їх розвитку, а лише про розподіл прав власності на них. Ці чинники призводять до зниження рухливості

Графік 2. Динаміка обсягу прямих іноземних інвестицій в економіку України



Джерело: [7].

акцій, оскільки їх кількість, що вільно переходить від одного власника до іншого за допомогою фондової біржі, відносно зменшується.

### ВУЗЬКА НОМЕНКЛАТУРА ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

Тривалий процес масової приватизації визначив й іншу особливість фондового ринку України – вузька номенклатура цінних паперів (значна перевага на ньому акцій, облігацій та інвестиційних сертифікатів й обмеженість інших видів фінансових інструментів). Така ситуація є критичною з точки зору диверсифікації фінансових ризиків при інвестуванні у фінансові активи, що зменшує попит залучення та генерування додаткового капіталу суб'єктами господарювання за допомогою інструментів фондового ринку.

Існуючий спектр фінансових інструментів ринку цінних паперів є надто вузьким: в обігу на організаціях торгівлі перебувають переважно акції, облігації підприємств і державні облігації та майже відсутні похідні фінансові інструменти, іпотечні цінні папери. Інвестиційна якість більшості цінних паперів, що перебувають в обігу, залишається низькою через відсутність ефективного захисту прав інвесторів у цінні папери та незацікавленість потенційних інвесторів у придбанні цінних паперів через низький рівень корпоративного управління.

Як видно з наведених статистичних даних на графіку 3, майже завжди головну позицію за останні 14 років функціонування фондового ринку України серед фінансових інструментів за обсягами зареєстрованих випусків займають акції. Доцільно зазначи-

ти, що з 2005 року емісійний процес в Україні характеризується активним прогресуючим випуском корпоративних облігацій (у 2007 році їх випуск сягнув майже 34% від загального зареєстрованого обсягу емісії цінних паперів в Україні, що на 4% менше, ніж емітовано акцій) та інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів (у 2008 та в 2011 роках їх випуск перевищив обсяг зареєстрованої емісії акцій в Україні) [6].

Певне скорочення обсягів випуску акцій як засобу залучення додаткових інвестиційних ресурсів пояснюється:

- загальним несприятливим інвестиційним кліматом у державі, що зумовлює високий рівень ризику цього виду цінних паперів;

- небажанням нових власників приватизованих підприємств використовувати саме цей фінансовий інструмент через побоювання втратити контроль над підприємством;

- кризою на світових фінансових ринках, що спричинила падіння попиту на вітчизняні цінні папери з високим рівнем ризику.

Таким чином, із 2005 року на фондовому ринку за досліджуваний період спостерігається стійка тенденція до диверсифікації у розподілі тимчасово вільних грошових коштів та ускладнення структури ринку цінних паперів, що дає змогу для створення конкурентоспроможного вітчизняного ринку капіталу. Але поряд із цим у масштабах ринку домінування емісії лише трьох видів цінних паперів (акцій, облігацій та інвестиційних сертифікатів) свідчить про високий рівень ризику інвестування в цінні папери та низький рівень інвестиційної привабливості фондового ринку України взагалі. Це призводить до одно-

бокості розвитку фондового ринку, збільшення його ризиковості – він спрямований на консервативного інвестора.

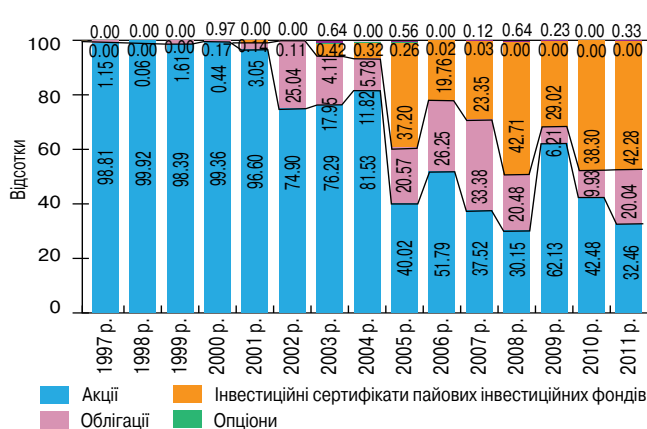
Розвиток інструментів ринку цінних паперів має здійснюватися у напрямі розширення спектра надійних і ліквідних інструментів ринку цінних паперів, підвищення їх інвестиційної привабливості та передбачає дві взаємопов'язані складові: модернізацію (поліпшення інвестиційних характеристик) існуючих інструментів ринку цінних паперів та запровадження нових видів інструментів ринку цінних паперів.

### НЕСТРУКТУРОВАНА ІНФРАСТРУКТУРА ОРГАНІЗАТОРІВ ТОРГІВЛІ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

Нині характерним для фондового ринку України є недосконалий процес організації торгівлі цінними паперами. Невиконання біржовим ринком своєї головної макроекономічної функції – визначення справедливих цін фінансових інструментів є найбільшою проблемою українського фондового ринку. Динаміка фондового ринку не відповідає об'єктивним тенденціям розвитку й функціонування національної економіки. Штучна діяльність фондових бірж, які перетворилися на простий аукціонний майданчик, де діє, як правило, єдиний продавець, репрезентований державою, а кількість покупців вкрай обмежена.

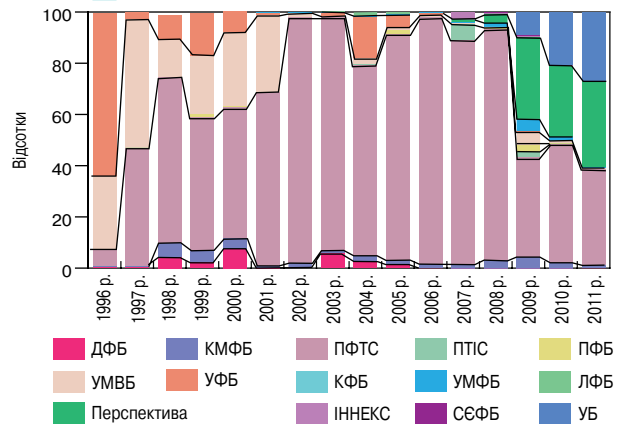
Порівняно з країнами з розвинутою ринковою економікою рівень потужності фондових бірж України, показником якого є капіталізація, надзвичайно низький і становить лише 0.4 % від сукупного світового ВВП,

Графік 3. Структура обсягу зареєстрованих основних цінних паперів на фондовому ринку України за 1997–2011 роки



Джерело: [6].

Графік 4. Хронологічна структура організованого фондового ринку за організаціями торгівлі в Україні



Джерело: [6].

Таблиця 2. Хронологія структури організованого фондового ринку України за організаторами торгівлі за 1996–2011 роки, %

Організатори торгівлі	1996 р.	1997 р.	1998 р.	1999 р.	2000 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
ДФБ	0.37	0.28	4.36	2.13	7.45	0.031	0.18	5.6	2.21	1.56	-	-	-	-	-	-
КМФБ	0.19	0.62	5.31	4.46	4	0.693	1.86	1.07	2.45	1.46	1.51	1.26	3.13	4.37	2.03	0.88
ПФТС	6.76	46.01	64.74	52.13	51.3	68	95.97	91.3	74.66	88.22	96.35	87.54	90.02	38.75	46.45	37.74
ПТІС	0.00	0.00	0.00	0.06	0.09	0	0.02	0.05	0.04	0.11	0.02	6.36	0.01	2.19	0	0
ПФБ	0.00	0.00	0.00	1.27	0.3	0.04	0.03	0.01	0.34	1.65	0.12	0.1	0.56	2.69	0.17	0.1
УМВБ	28.56	50.06	14.69	22.81	29	30	1.21	0.24	2.03	0.98	0.76	0.17	0.27	5.08	0.96	0.001
УФБ	68.44	3.03	9.59	16.53	8	0.782	0.26	1.16	16.02	4.75	0.82	0.23	0.24	0.16	0.04	0.17
КФБ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.15	0.051	0.06	0.24	0.22	0.09	-	-	-	-	-	-
УМФБ	-	-	-	-	-	0.393	0.41	0.36	0.27	0.04	0.12	0.36	1.4	4.99	1.38	0.46
ЛФБ	-	-	-	-	-	-	-	0.24	1.75	1.15	-	-	-	-	-	-
Перспектива	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.02	1.24	3.64	31.69	27.91	33.58
ІННЕКС	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.26	2.74	0.23	0.57	0.06	0.01
СЄФБ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.5	0.38	0.04	0.08
УБ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.13	20.95	26.96

Джерело: [6]

тоді як у США – 21.1%, Японії – 7%, Німеччині – 4.5%, Африці – 3.2%, Росії – 2.6%. Такий низький рівень ефективності біржової торгівлі України зумовлений 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 [12].

На період аналізу статистичних даних організований фондовий ринок України був представлений фондовими біржами та торговельно-інформаційними системами (див. графік 4 і таблицю 2).

Діяльність із організації торгівлі на ринку цінних паперів України здійснюють фондові біржі. Так, за станом на початок 2012 року загальна кількість організаторів торгівлі, яким видано ліцензію на здійснення діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів, становила 10: Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ), Придніпровська фондова біржа (ПФБ), Східноєвропейська фондова біржа (СЄФБ), Українська біржа (УБ), Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ), Українська міжнародна фондова біржа (УМФБ), Українська фондова біржа (УФБ), Фондова біржа “ІННЕКС”, Фондова біржа “Перспектива”, Фондова біржа “ПФТС”. Нині частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на ринку цінних паперів є досить низькою (за станом на 2011 рік – 13.16%), але вона неспинно зростає. Так, порівняно з 2007-м у 2011 році вона збільшилася на 6.67%. За час функціонування фондового ринку

України абсолютним лідером за обсягом торгів в Україні є Фондова біржа “ПФТС”. Лише у 2009 році вона відчула значну конкуренцію з боку Фондової біржі “Перспектива” та Української біржі, що позитивно впливає на формування оптимальної цінової політики на фінансові активи в Україні.

Досі залишається невирішеною проблема біржового сектору України, зокрема турбує те, що на результативності торгів головним чином позначається зовсім не кількість держмайна, виставленого Фондом державного майна України на продаж у вигляді пакетів акцій, а його якість, обґрунтованою характеристикою чого є загальна вартість запропонованих до продажу пакетів. Ринок корпоративних цінних паперів розвивається майже виключно на базі приватизації, як наслідок – хронічний дефіцит у ліквідних цінних паперах. Основним фактором подальшого сталого розвитку фондового ринку України в цілому повинен стати випереджаючий розвиток його біржового сегмента. Адже досвід міжнародних ринків капіталу свідчить, що саме розвиток цього сегмента фондового ринку стимулює розвиток інших його складових – депозитарної та розрахунково-клірингових систем, інвестиційну привабливість фінансових інструментів, ефективне управління активами інституційних інвесторів.

В Україні склалася ситуація, коли загальне зростання обсягів торгівлі на ринках цінних паперів мало позначається на динаміці обсягів біржової торгівлі, хоча діють десять фондових бірж. Подрібнення вузького біржового сегмента не сприяє залученню на фондовій біржі емітентів,

інвесторів та учасників ринку. Біржовий сегмент фондового ринку України відіграє незначну роль в її економіці, про що свідчить аналіз показника співвідношення обсягу торговельного обороту на біржовому ринку до величини ВВП країни, хоча за останні десять років показник зріс більш як утричі. Низька ринкова активність учасників біржової торгівлі призвела до стагнації ринків строкових угод на товарні та фінансові базові активи. Ці ринки перебувають у зародковому стані через низьку концентрацію угод за товаром чи фінансовими активами, які мають бути базовими для похідних фінансових інструментів.

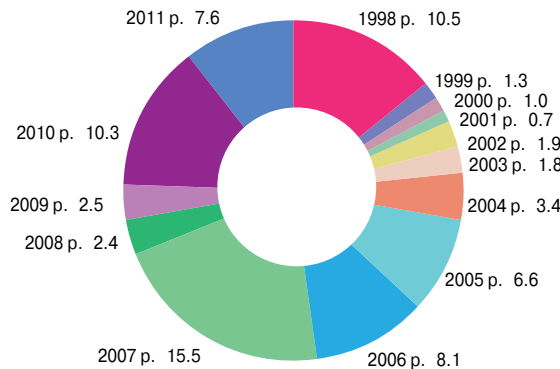
Цілісності біржової торгівлі заважає також слабка взаємодія бірж із системами виконання та гарантування біржових угод. Недостатня взаємодія регулювання ринків Національною депозитарною системою та відсутність системи клірингу створюють труднощі як для учасників ринків, так і для держави в цілому. Розпорошеність біржових систем розкриття інформації зменшує її прозорість і привабливість для потенційних інвесторів, оскільки не забезпечується прямий доступ до своєчасних і достовірних даних про об’єкти інвестування та поточну ситуацію на ринку, знижується вірогідність індексів ринкової активності, адекватних реальному фінансово-економічному стану підприємств.

### НЕДОКАПІТАЛІЗОВАНІСТЬ ФОНДОВОГО РИНКУ

У найтіснішому зв’язку з відзначеними вище особливостями українського фондового ринку перебуває низький рівень його ка-



Графік 5. Капіталізація фондового ринку України у відсотках до ВВП за період 1998–2011 рр.



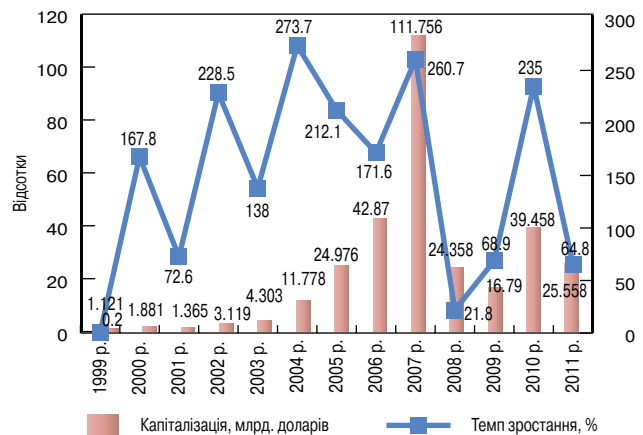
Джерела: [4, 6].

піталізації, яка становила на кінець 2011 року 25.558 млрд. доларів (7.6% від ВВП) (див. графік 5), що, проте, є одним із найбільших показників у групі Frontier, до якої зокрема входять Україна та ряд країн Центральної і Східної Європи, Азії, Африки. Україна з 45 країн, фондовий ринок яких відносять до “граничного”, на початок 2012 року посідала шосте місце після таких країн, як Колумбія (201.296 млрд. доларів), Катар (125.413 млрд. доларів), Кувейт (100.869 млрд. доларів), Об’єднані Арабські Емірати (93.768 млрд. доларів), Аргентина (43.58 млрд. доларів), Пакистан (32.764 млрд. доларів) та Йорданія (27.183 млрд. доларів) [11]. Це є позитивним моментом у розвитку фондового ринку України.

Доцільно зазначити, що рейтингове агентство Стендал енд Пулз (“Standard & Poor’s”) розділяє фондові ринки країн, що розвиваються, на основні (core) та граничні (frontier). Під останньою категорією розуміють ринки маленькі й неліквідні, які є непридатними для ефективного інвестування. До них відносять і Україну.

Із 1998-го до 2011 року капіталізація вітчизняного фондового ринку коливалася в межах мінімального значення – від 0.7% ВВП у 2001 році до максимального свого значення – 15.5% ВВП у 2007 році. Для більшості розвинутих фондових ринків характерна капіталізація на рівні понад 40–60% до ВВП, а, наприклад, у США капіталізація фондового ринку становить 101.2%, Великобританії – 97.2%, Швейцарії – 171%. Капіталізація ринків, які швидко розвиваються, характерна для таких країн, як Росія – 70%

Графік 6. Показники динаміки капіталізації ринку цінних паперів України за 1999–2011 роки



Джерело: [6].

від ВВП, Польща – 24%, Угорщина – 30% [8, 9]. У зв’язку з низьким рівнем капіталізації ринку цінних паперів України простежується значна волатильність його розвитку. Динаміка капіталізації ринку цінних паперів України постійно коливається (див. графік 6).

Так, темп зростання капіталізації за 1999–2011 роки коливається в межах від 0.2% до 273.7% при збереженні чіткої циклічно-волатильної динаміки. Найменшою є волатильність розвинутих ринків – навіть у періоди різкого зростання/падіння курсів цінних паперів фондові індекси США, Великобританії та Японії Доу-Джонс 30 Індустріелс (Dow Jones 30 Industrials), Ю Кей Еф Тф Ес І 100 (UK FTSE 100), Дженпек Ніккей-225 (Japan Nikkei 225) характеризуються волатильністю, що не перевищує 10–15%. Середня за період волатильність індексів Китаю, Бразилії та Росії відповідно Чайна Шенгай Комп (China Shanghai Comp), Бразіл Бовеспа (Brazil Bovespa) та Індекс ММВБ (MICEXINDEXCF) становить 22–34% (за доходності ринків 13–64% річних) [13].

У третій групі волатильність ринку Угорщини Хангері ВЮ (Hungary BUX), що є значно нижчою за показники ринків Перу та України (відповідно Перу Ліма Дженерал (Peru Lima General) та індекс ПФТС), – 22% порівняно з 39–44%. Той факт, що ризик інвестування в українські активи аналогічний ризикам інвестування до Перу, підтверджує пов’язаність цих факторів із показниками ліквідності ринку, які для вказаних країн є теж досить схожими та значно нижчими за середньоголузеві в інду-

стрії світових фондових бірж: обсяг торгів акціями – 1.9 млрд. доларів в Україні в 2009 році порівняно з 4.6 млрд. доларів у Перу, кількість біржових договорів з акціями – 200 тис. доларів порівняно з 330 тис. доларів, оборотність торгів акціями (відношення обсягу торгів акціями до капіталізації) – 4% порівняно з 6%. Волатильність українського ринку в 3–4 рази вища за волатильність розвинутих ринків [13].

Низький рівень капіталомісткості фондового ринку України та висока його волатильність пояснюється надто малою кількістю на ньому фінансових інструментів та концентрацією вкладень у цінні папери незначної групи великих емітентів, низьким рівнем довгострокового капіталу (так званих “довгих грошей”): висока залежність від іноземних портфельних інвесторів, які найчастіше здійснюють короткострокові спекулятивні вкладення, та занадто малою капіталізацією й іншими чинниками. Як наслідок – високий рівень ризиковості та непривабливості вітчизняного ринку цінних паперів із боку інвесторів. До того ж показники капіталізації фондового ринку України не можна вважати об’єктивними з таких причин: концентрація угод переважно в позабіржовому ринку; поширення закритих акціонерних підприємств; мізерна питома вага емітентів, акції яких включено до котировальних та позалістингових списків на організаторах торгів; низька активність торгів пайовими цінними паперами тощо.

На користь недокапіталізації українських емітентів грають низькі відно-

шення ринкової капіталізації компанії до її чистого прибутку, виручки, доходів (часто менші за одиницю). Така ситуація робить вітчизняні компанії легкими об'єктами для поглинання, обмежує їх конкурентний потенціал, стримує приплив прямих іноземних інвестицій, призводить до невиправданої відсоткової політики як плати за додатковий ризик. Абстрактність показника ринкової капіталізації ставить під сумнів об'єктивність і ефективність нинішніх біржових індикаторів. Більшість цінних паперів залишається значно недооціненою порівняно зі світовими аналогами. Компанії, цінні папери яких входять до складу індексу ПФТС, нерепрезентативно відображають стан економіки України.

Для збільшення капіталізації економіки й об'єктивнішої оцінки вартості акцій необхідно створити консолідовану біржову систему на ринку цінних паперів, упровадити єдині стандарти діяльності організаторів торгівлі цінними паперами, заснувати центральний депозитарій цінних паперів на основі Національного депозитарію. Об'єднання фондових бірж і депозитаріїв відповідатиме європейським тенденціям і сприятиме підвищенню відкритості й прозорості фондового ринку, визначенню об'єктивної і справедливої вартості цінних паперів, запобігатиме маніпулюванню ринком.

В Україні слід оприлюднювати інформацію про капіталізацію фондових бірж. Доцільно перейняти передовий світовий досвід щодо розрахунку індексів, зважених за капіталізацією всіх акцій, які торгуються на фондовій біржі, що сприятиме збільшенню капіталізації як окремих суб'єктів підприємницької діяльності, так і економіки в цілому, виробленню стратегії розвитку ринку цінних паперів.

### КРИЗА СИСТЕМИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

Однією з причин низького рівня розвитку фондового ринку є криза системи корпоративного управління. Україна в цьому сенсі відстає не лише від країн – претендентів на вступ до Європейського Союзу, а й знаходиться позаду Росії і Грузії. Нині корпоративний сектор об'єднує 17 мільйонів індивідуальних акціонерів, у тому числі понад 14 мільйонів дрібних, які з'явилися в результаті масової приватизації [6]. Цей сектор займає найвагоміше місце в

українській економіці – майже 75% ВВП [4].

Криза корпоративного управління в Україні пов'язана з проблемами структуризації корпоративної власності. Згідно з законами ринку значення і вплив побудови власності визначаються економічною та юридичною природою цінних паперів (акцій), а також структурною функцією, яку виконує статутний капітал товариства. Дослідження Я. Міркіна виявили жорстку залежність побудови власності від параметрів ринку в країні – перехід від розпорошеної структури капіталу до “оптової” призводить до зміни таких параметрів: знижується роль акцій в обслуговуванні економічних процесів; зростає частка холдингових компаній, які мають контролюючих власників; посилюється борговий характер економіки з відповідним зростанням ринку корпоративних облигацій.

В Україні більше половини емітентів мають понад 500 акціонерів, причому в 19 акціонерних товариствах їх більше 1 000. У 29 із 40 емітентів є власник, який володіє більш як 25% акцій, а 13 акціонерних товариств мають великого акціонера, котрий володіє понад 50% акцій і фактично повністю контролює їхню діяльність [2]. Концентрація ж триває, доки найбільший власник (або група власників) не встановить повного контролю за діяльністю акціонерного товариства, і за таких умов акції, що залишилися у міноритаріїв, не впливатимуть на управління та контроль. Поряд із продовженням концентрації акціонерного капіталу у великих приватних власників держава ще залишається найбільшим власником корпоративних прав, володіючи пакетами акцій та частками капіталу 2027 національних компаній і господарських товариств [6].

Отже, на фондовому ринку України наявні процеси концентрації та схильність контролюючих акціонерів до укрупнення належних їм пакетів, що свідчить про низький рівень корпоративного управління та захист прав дрібних акціонерів. Низький рівень корпоративного управління кореспондується з відповідним станом національного фондового ринку. Результатом описаних вище процесів є така закономірність: фондовий ринок має слабкі взаємозв'язки з реальним сектором економіки і незадовільно виконує функцію розподілу капіталу.

### АСИМЕТРИЧНІСТЬ ТА НЕПРОЗОРИСТІ ІНФОРМАЦІЇ ДЛЯ ІНВЕТОРІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

Фондовий ринок України характеризується також інформаційною непрозорістю й асиметричністю інформації для інвесторів та всіх учасників ринку, що, в свою чергу, знижує попит на залучення додаткового фінансового капіталу з використанням цінних паперів. Але ж відомо, що обов'язковою умовою ефективного функціонування ринку цінних паперів, успішного виконання на ньому інвестиційної та професійної діяльності є прозора система розкриття даних про учасників фондового ринку. Всі вони хочуть мати точну й змістовну інформацію про ситуацію на ринку. Зрозуміло, що фондовий ринок відображає нову інформацію, реакцію учасників ринку на нові дані, їхнє очікування майбутніх подій. Система розкриття інформації на фондовому ринку дає можливість інвесторам та іншим зацікавленим особам оцінювати ефективність управління інвестиційними процесами, створює умови для добросовісної конкуренції між емітентами цінних паперів.

У державі є значний позабіржовий ринок, обсяги якого непорівнянні з обсягами біржової торгівлі. Крім того, якщо проаналізувати ступінь розкриття інформації різними емітентами, то частка позалістингових цінних паперів за станом на початок 2011 року становила 74% від загальної кількості цінних паперів. Отже, три чверті організованого ринку фактично опиняються за межами відстеження діяльності емітентів, обігу цінних паперів тощо. Навіть у регульованій частині фондового ринку можна виділити лише невеликий сегмент емітентів, які працюють досить відкрито, відповідно до оголошених принципів корпоративного управління. В останні роки емітентами акцій в основному (більш як на 60%) є банки – відкриті та публічні акціонерні товариства, які випускали акції для збільшення статутного капіталу. Це свідчить також про продовження практики самовідтворення фінансової системи. Отже, вимога транспарентності може бути лише лозунгом, для якого немає ніякого реального підґрунтя [1].

Нині на фондовому ринку України є такі не вирішені питання з розкриття

інформації: інвестиційна громадськість не завжди має повний доступ до необхідних даних та не завжди вчасно їх отримує; учасники фондового ринку недостатньо розуміють важливість систематичної й комплексної публікації достовірної, повної й актуальної інформації, що призводить до її дефіциту на ринку; національні положення (стандарти) фінансової звітності, розроблені на основі міжнародних стандартів фінансової звітності з урахуванням національних умов України, значно відрізняються від міжнародних стандартів; якість аудиту публічної фінансової звітності емітентів потребує поліпшення. З метою поліпшення інформаційної прозорості фондового ринку України передбачається практичне запровадження електронного документообігу із застосуванням електронного цифрового підпису в діяльності та звітності учасників фондового ринку; розкриття емітентами цінних паперів, що здійснили їх публічне розміщення, даних про результати своєї діяльності відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності; посилення вимог до розкриття інформації емітентами, насамперед тимчасові, цінні папери яких пройшли процедуру лістингу або перебувають в обігу на фондових біржах; посилення відповідальності емітентів цінних паперів за ненадання, несвочасне надання або надання завідомо недостовірної інформації; вдосконалення законодавчого регулювання питань віднесення інформації до інсайдерської, визначення осіб, які вважаються інсайдерами, а також відповідальності за використання (розголошення) інсайдерської інформації. Для вироблення якісної системи розкриття даних про учасників фондового ринку необхідна відповідна підтримка незалежних інформаційних і рейтингових агентств та ЗМІ.

### НЕПОПУЛЯРИЗАЦІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ СЕРЕД СУБ'ЄКТІВ ІНВЕСТИЦІЙНОГО ПРОЦЕСУ

Головною базовою цінністю на ринку була й завжди буде взаємна довіра між інвесторами, емітентами і державою. Криза довіри є одним із вагомих чинників низької якості корпоративного управління в Україні, а відсутність системи базових цінностей перешкоджає дотриманню балансу інтересів акціонерів, клієнтів і суспільства загалом, тож можна констатувати слабку мотивацію для використання інструментів ринку цінних паперів.

За умови значного приросту вартості активів фінансових інститутів галузі спільного інвестування скорочується приріст кількості громадян, які здійснюють інвестиційну діяльність у цій галузі. Недостатній рівень залучення населення до фінансової сфери пояснюється зокрема низьким рівнем інформування та довіри до фінансових інструментів. Це призводить до того, що заощадження громадяни здійснюють переважно у вигляді вкладів в іноземну валюту або на короткострокові депозити банків. Населення недостатньо поінформоване про створені законодавчі основи інвестування на фінансовому ринку та правову захищеність вкладів, що є обмежуючим фактором розвитку фондового ринку в умовах негативного досвіду, пов'язаного з діяльністю фінансових пірамід. Основним результатом популяризації фондового ринку має стати зміна інвестиційної поведінки населення, підвищення рівня поінформованості громадян про можливості інвестування грошових коштів на фондовому ринку, залучення заощаджень громадян на фондовий ринок, а також ефективна реалізація пенсійної реформи.

### ВИСНОВКИ

Фондовий ринок України характеризується позитивною динамікою свого розвитку, що проявляється в активному зростанні торгів на ринку цінних паперів та перевищенні темпів зростання і рівня ВВП України. Прискорений розвиток фондового ринку України є базою зростання спекулятивного капіталу в країні та не сприяє зміцненню взаємозв'язку ринку й реального сектору економіки. Передусім це пов'язано з особливостями функціонування вітчизняного ринку цінних паперів: значне домінування первинного сектору ринку цінних паперів над вторинним, обмеженість асортименту цінних паперів, недосконала інфраструктура організаторів торгівлі фондового ринку; низький рівень капіталізації ринку, криза системи корпоративного управління, непрозорість інформаційного поля на ринку, непопулярність фондового ринку серед суб'єктів інвестиційного процесу. Вирішення існуючих проблем посилить роль ринку цінних паперів у перерозподілі капіталу на рівні дер-

жави, що сприятиме зростанню економічного потенціалу України. □

### Література

1. Іваницька О.М. Нова парадигма регулювання фондових ринків. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Dir\\_du/2011\\_2/files/DU211\\_06.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Dir_du/2011_2/files/DU211_06.pdf).
2. Корпоративна власність: принципи управління та особливості регулювання. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ludads.com.ua/content/view/9201/>.
3. Кто правит бал на мировом фондовом рынке. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://stockspy.ru/analitika/kto-pravit-bal-na-mirovom-fondovom-rynke>.
4. Офіційний сайт Державні служби статистики України. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
5. Офіційний сайт Національного банку України. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
6. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>.
7. Публікація документів Державної служби статистики України. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://ukrstat.org/uk/operativ/operativ2012/zd/ivu/ivu\\_u/ivu0112.html](http://ukrstat.org/uk/operativ/operativ2012/zd/ivu/ivu_u/ivu0112.html).
8. Рейтинг стран с быстро растущей экономикой. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.i-g-t.org/2012/08/27/%D1%80>.
9. Состояние фондового рынка Украины. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.polit-sovet.com/articles/ekonomika/sostoyanie-fondovogo-ryinka-ukrainyi-166.html>.
10. Ткаченко С. Оцінка стану і перспективи розвитку фондового ринку України / С. Ткаченко // Вісник Національного банку України. — 2010. — № 8. — С. 44–50.
11. Український фондовий ринок — найбільший серед 23 країн у групі Frontier. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.altus.ua/?to=news&id=512>.
12. Шпот Н.І. Особливості функціонування фондової біржі в Україні. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://libfor.com/index.php?newsid=928>.
13. Шишкова С.Є. Оцінка достовірності інформації про ринкову ціну на фондовому ринку України. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://nauka.kushnir.mk.ua/?p=19591>.