

УДК 336.76

І. О. Калашник,  
аспірант кафедри фінансові ринки,  
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана", м. Київ

## ТОРГІВЦІ В ІНФРАСТРУКТУРІ ВІТЧИЗНЯНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

I. Kalashnyk,  
Postgraduate Financial Market Department,  
SHEI "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman", Kyiv

### TRADERS IN THE INFRASTRUCTURE OF THE DOMESTIC SECURITIES MARKET

У статті аналізується сучасний стан розвитку інфраструктури вітчизняного ринку цінних паперів. Виокремлено фактори, які визначили сучасний стан інфраструктури ринку цінних паперів України. Охарактеризовано головні тенденції, що притаманні діяльності торгівців цінними паперами в Україні. Встановлено причини зниження окремих показників торгівлі фінансовими інструментами на вітчизняному ринку цінних паперів. Обґрунтовано окремі рекомендації, спрямовані на посилення ролі торгівців цінними паперами в сучасній фінансовій інфраструктурі.

This article deals with the analysis of the modern stage of development of securities market infrastructure. The factors, that determine the modern stage of securities market infrastructure of Ukraine are justified. The main trends inherent to the activity of securities traders in Ukraine are characterized. The reasons of decreasing of some trade indicators of the financial instruments on the domestic securities market are determined. Separate recommendations directed on the strengthening of the role of securities traders in the modern financial infrastructure are justified.

*Ключові слова: цінні папери, ринок цінних паперів, інфраструктура ринку цінних паперів, фінансові інституції, фінансові посередники, торговець цінними паперами.*

*Key words: securities, securities market, infrastructure of securities market, financial institutions, financial intermediaries, securities trader.*

#### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Поступ України на шляху економічних реформ є складним та тернистим. Беззаперечні успіхи часто поєднуються з відвертими провалами, а непослідовність є чи не головною ознакою економічних перетворень у нашій державі. У повній мірі така ситуація притаманна і вітчизняному ринку цінних паперів — слід об'єктивно визнати, що він так і не став ефективним механізмом фінансування реального сектору.

Ні за кількісними, ні за якісними показниками українському ринку цінних паперів не вдалося наблизитися до показників ринків країн, що також стали на шлях реформ. Не в останню чергу така ситуація є наслідком диспропорцій, які притаманні торгівлі фінансовими інструментами — значна частина операцій ніяким чином не пов'язана з інвестиціями, а є скоріше намаганням використати різноманітні "оптимізаційні" схеми. Для виправлення цієї ситуації постає питання про наукове обґрунтування

теоретичних та практичних засад діяльності торгівців цінними паперами в Україні.

### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Питання розвитку торгівлі фінансовими інструментами в Україні та функціонування торгівців цінними паперами розглядалося в роботах багатьох провідних вітчизняних науковців. У цьому контексті слід насамперед виділити праці наступних авторів — С. Бірюка, М. Бурмаки, А. Іскренко, Б. Кірова, В. Корнєєва, Т. Кравченко, К. Колодки, Б. Пшик, С. Хоружого.

У той же час треба визнати, що у переважній більшості робіт акцентується увага переважно на аналізові процесів торгівлі фінансовими інструментами, тоді як безпосередньо функціонування торгівців досліджується дотично. Такий підхід не дає можливості обґрунтовано підійти до оцінки перспектив функціонування цих фінансових посередників на вітчизняному ринку цінних паперів.

### МЕТА СТАТТІ

Мета статті — охарактеризувати місце торгівців в інфраструктурі вітчизняного ринку цінних паперів та обґрунтувати заходи, спрямовані на посилення ролі цих фінансових інституцій в інвестиційних процесах.

### ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

На сьогоднішньому етапі особлива увага науковців приділяється дослідженню теоретичних та прагматичних засад фінансової інфраструктури (інфраструктури фінансового ринку та/або ринку цінних паперів). У той же час зазначимо, що зазначені дефініції по-різному визначаються сучасними науковцями. Про те, з нашої точки зору слід у першу чергу орієнтуватися на розуміння сутності фінансової інфраструктури, яка притаманне провідним вченим.

Зокрема колектив авторів на чолі з проф. Федосовим вказують, що фінансову інфраструктуру треба розглядати в контексті [1—2]: однієї із вихідних, основоположних та домінуючих складових економічної інфраструктури; сукупності різних елементів, які забезпечують функціонування фінансів як суспільного інституту, в організаційному та інструментальному наповненні.

Про дуальну природу фінансової інфраструктури говорять і С. Тимофієва та І. Островський, зазначаючи, що вона є: по-перше, як сукупністю елементів, за допомогою яких опо-

середковуються фінансові відносини, використання яких і забезпечує задоволення потреб суспільного відтворення; по-друге, сукупністю елементів, що забезпечують функціонування фінансів як суспільного інституту в інституціональному, управлінському зрізах [3].

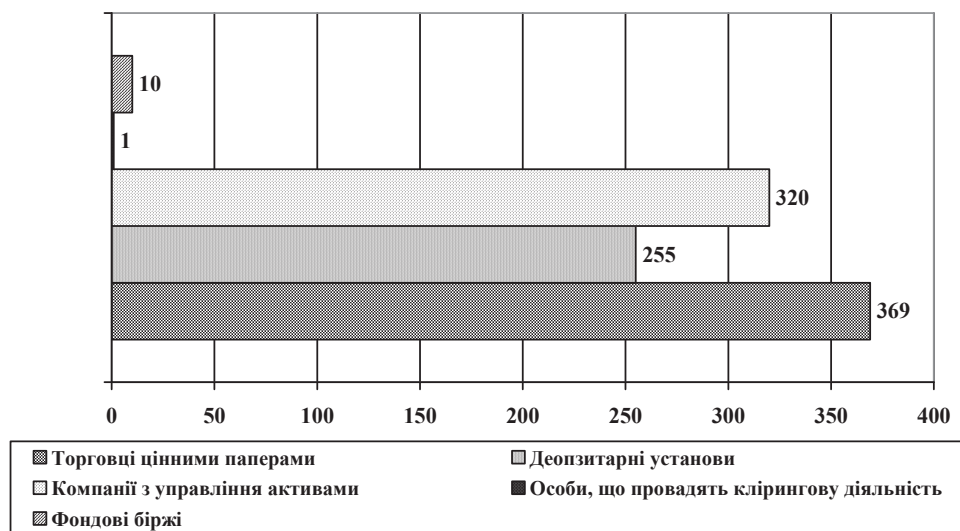
Таким чином, фінансову інфраструктуру доцільно розглядати окрім всього і як сукупність певних інституцій, що забезпечують функціонування фінансів в ринковій економіці. Така позиція дає можливість аналізувати і сутність інфраструктури фінансового ринку, її змістовні характеристики, а також — суб'єктний склад.

Зокрема І. Рекуненко вказує, що інфраструктура фінансового ринку це — сукупність елементів (інститутів, установ, організацій, технологій, норм, систем), що забезпечують, регулюють та створюють умови для нормального, безперебійного, багаторівневого функціонування фінансового ринку та взаємодії його суб'єктів на основі купівлі-продажу фінансових активів [4, с. 62]. Утім, треба визнати, що абсолютна більшість вчених розглядають інфраструктуру фінансового ринку в контексті фінансових інституцій.

Так, А. Ткач зазначає, що інфраструктура фінансового ринку являє собою систему взаємопов'язаних, взаємодіючих субординованих інститутів, саморегульованих і регулюючих організацій, інформаційних систем і мереж, інституційних інвесторів, ринкових посередників, котрі забезпечують нормальне функціонування фінансового ринку [5].

На думку І. Чуницької фінансова інфраструктура представляє собою органічну й упорядковану єдність взаємопов'язаних структурних складників, здатну забезпечити в реальній дійсності та в перспективі безперебійне функціонування взаємозв'язків суб'єктів і об'єктів фінансового ринку та через виконання певних функцій реалізацію його власних закономірностей і позитивний вплив на соціально-економічну динаміку [6, с. 252].

У вже згадуваних роботах В. Федосова в структурі фінансової інфраструктури відносять управлінську, інституційну та обслуговуючу складові. Надалі автори зазначають, що торгівці цінними паперами відносяться до обслуговуючої фінансової інфраструктури [7], а до інституційної фінансової інфраструктури відносяться фінансові інституції. Законодавством України використовується для характеристики фінансового посередництва дефініція "фінансова установа". Зокрема зазна-



**Рис. 1. Кількість учасників фондового ринку України, які провадять професійну діяльність, од., станом на 1.01.2016**

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [10].

чається: "До фінансових установ належать банки, кредитні спілки, ломбарди, лізингові компанії, довірчі товариства, страхові компанії, установи накопичувального пенсійного забезпечення, інвестиційні фонди і компанії та інші юридичні особи, виключним видом діяльності яких є надання фінансових послуг, а у випадках, прямо визначених законом, — інші послуги (операції), пов'язані з наданням фінансових послуг" [8]. Таким чином, підтверджується теза про те, що торговців цінними паперами треба відносити саме до обслуговуючої складової сучасної фінансової інфраструктури.

З метою аналізу місця торговців у фінансовій інфраструктурі та інфраструктурі фінансового ринку звернемо до визначення цієї дефініції, яке зафіксоване у вітчизняному законодавстві. Зазначимо, що у базовому Законі України "Про цінні папери та фондовий ринок" розглядається лише поняття професійної діяльності з торгівлі цінними паперами: "Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку провадиться торговцями цінними паперами, які створюються у формі господарського товариства та для яких операції з цінними папе-

рами та іншими фінансовими інструментами є виключним видом діяльності, крім випадків, передбачених цим Законом, а також банками" [9].

З наведеного визначення можна зробити висновок, що законодавець до ознак торговця цінними паперами відносить:

1. Існування виключно у організаційно-правовій формі господарського товариства.

2. Здійснення одного з видів професійної діяльності — діяльності з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку — як виключної (проте з можливими винятками, насамперед, для банків).

3. Надалі законодавством уточнюється, що діяльність з торгівлі цінними паперами включає в себе: брокерську діяльність, дилерську діяльність, андеррайтинг, діяльність з управління цінними паперами.

Сучасний ринок цінних паперів характеризується надзвичайно складною суб'єктною структурою, а у сегменті торговців цінними паперами відбуваються неоднозначні процеси. Станом на 1 січня 2016 року професійну діяльність на ринку цінних паперів України здійснювало 955 суб'єктів. Зауважимо, що до

**Таблиця 1. Кількість суб'єктів фондового ринку України, яким видано ліцензії на здійснення професійної діяльності з торгівлі цінними паперами**

№ з.п.	Показник	2011	2012	2013	2014	2015
1.	Кількість торговців цінними паперами	733	647	554	462	369
2.	Зміна порівняно з попереднім роком	-3,9 %	-11,7 %	-14,3 %	-16,7 %	-20,1 %

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [10].

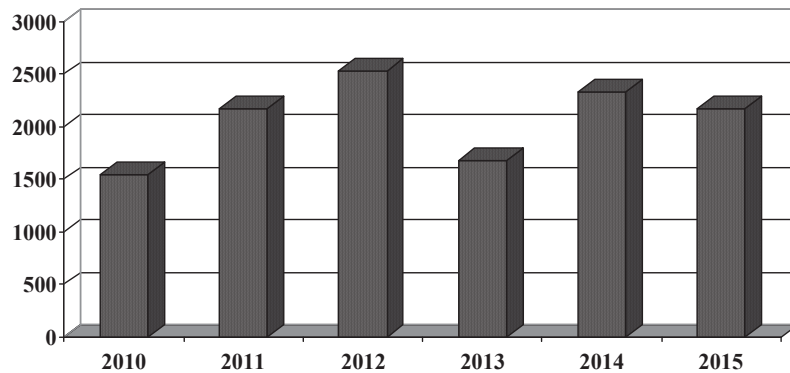


Рис. 2. Обсяг торгівлі цінними паперами в Україні у 2010—2015 рр., млрд грн.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [10].

початку економічної кризи — на 1.01.2013 таких учасників було 1522 (тобто відносне падіння складо 37,2 %).

За видами професійної діяльності учасники розподілилися наступним чином (рис. 1).

З рисунка 1 чітко видно, що за кількістю торгівці цінними паперами є найбільшою групою професійних учасників вітчизняного фондового ринку. Окрім того, треба звернути увагу на кілька важливих тенденцій. По-перше, різке скорочення за останні 3 роки кількості професійних учасників фондового ринку. Серед об'єктивних причин такого явища — зміни в законодавстві щодо депозитарної системи України, що призвело зокрема до зникнення реєстраторів, трансформації зберігачів, депозитаріїв та клірингових депозитаріїв. Втім, не треба виключати і негативно впливу кризових явищ в економіці, які змусили "покинути" ринок багатьох гравців, зокрема і в секторі торгівлі цінними паперами (табл. 1).

Дані таблиці 1 свідчать, що протягом останніх п'яти років кількість торгівців цінними паперами суттєво скорочується. Так, якщо у 2011 році їх на фондовому ринку функціонувало 733 од., то у 2015 — лише 369 (абсолютне скорочення становило 364 од., відносне — 49,6 %). Зауважимо, що скорочення відбувалося навіть у періоди сприятливих макроекономічних тенденцій та зростання вітчизняного фондового ринку. Якщо гостра реакція сегменту торгівців цінними паперами на кризові явища є цілком зрозумілою, то скорочення кількості професійних учасників на тлі позитивних трендів вимагає додаткових пояснень. Вважаємо, що саме у 2011—2012 рр. відбувалося "очищення" фондового ринку від значної кількості торгівців цінними паперами. Цілком очевидно, що в той період вітчизняний фондовий ринок був "перенасичений" учасникам, які намагалися максимально використати період його

відновлення після кризи 2008—2009 рр. Проте для такого зростання не було достатніх передумов.

Втім, з нашої точки зору, аналіз ролі торгівців цінними паперами в інфраструктурі вітчизняного ринку повинне насамперед врахувати тенденції в торгівлі фінансовими інструментами. Цілком очевидним є той факт, що обсяги торгів на ринку цінних паперів суттєво впливає і на ефективність діяльності торгівців і на їх кількість. На жаль, вітчизняному фондовому ринку не вдалося досягти суттєвого прогресу в цій площині — обсяг торгів залишається відносно невеликим порівняно з іншими "транзитивними" ринками цінних паперів (рис. 2).

Ще більш складною видається ситуація якщо аналізувати структурні показники торгівлі фінансовими інструментами. Зокрема насамперед слід звернути увагу на наступні факти:

- беззаперечне домінування позабіржового ринку цінних паперів. Десятиліття реформ у сфері біржової торгівлі цінними паперами не дали очікуваного ефекту — упродовж тривалого часу головні обсяги торгів сконцентровані поза біржами (за даними 2015 року — 86,8 %). Це свідчить про абсолютний рівень недовіри з боку учасників фондового ринку до біржових механізмів;

- існування 10 фондових бірж є невиправданим, тим більше, що за даними 2015 року на 8 біржах обсяги торгів були мінімальними;

- головним фінансовим інструментом на ринку цінних паперів з позиції обсягів торгівлі є державні облігації, тоді як цінні папери корпоративного сектору мають низьку популярність серед інвесторів;

- серед торгівців цінними паперами найбільш популярним видом діяльності є брокерська (357 ліцензій), дилерська (334 ліцензії), значно їм поступається андеррайтинг (63 ліцензії),

діяльність з управління цінними паперами (54 ліцензії).

### ВИСНОВКИ

Загалом слід констатувати, що на сучасному етапі розвитку фондовий ринок, а з ними і торгівці цінними паперами, об'єктивно нездатні виконувати притаманні йому в розвинених економіках функції. Переформатування ринку, що триває зараз, має як об'єктивні, так і суб'єктивні причини, проте в остаточному варіанті воно призведе до суттєвого скорочення сегменту торгівців цінними паперами. Розраховувати на швидкий розвиток цих учасників ринку можна лише у разі ефективних реформ на ринку цінних паперів взагалі. Разом з тим, існуючі тенденції формують і коло важливих завдань для державного регулювання, насамперед у частині боротьби з маніпулятивними угодами.

#### Література:

1. Федосов В.М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В.М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Львовчкін // Фінанси України. — 2008. — № 12. — С. 3—21.

2. Львовчкін С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи / С. Львовчкін, В. Опарін, В. Федосов // Економіка України. — 2008. — № 11. — С. 57—71.

3. Тимофієва С.Б. До питання про фінансову інфраструктуру та вплив на її розвиток інститутів конкуренції й управління / С. Тимофієва, І. Островський // Научно-технічний збірник. — 2009. — № 89. — С. 308—312.

4. Рекуненко І. Формування та розвиток інфраструктури фінансового ринку України: дис. на здоб. наук. ступ. док. економ. наук. — Суми. — 2013. — 447 с

5. Ткач А. Інституціональні основи ринкової інфраструктури: монографія / НАН України. Об'єднаний ін-т економіки. — К., 2005. — 295 с.

6. Чуницька І. Інфраструктура фінансового ринку України: поняття, функції та еволюція статусу / І. Чуницька / Бізнес Інформ. — 2014. — № 9. — С. 248—253.

7. Теорія фінансів: підручник / За ред. проф. В.М. Федосова, С.І. Юрія. — К.: Центр учбової літератури, 2010. — 576 с.

8. Закон України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг" від 12 лютого 2001 року № 2664-III.

9. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 року № 3480-IV.

10. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку [Електронний ресурс] // Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Офіційний сайт. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>

#### References:

1. Fedosov, V.M. Oparin, V.M. and L'ovochkin, S.V. (2008), "Institutional financial infrastructure Ukraine: current state and problems of development", *Finansy Ukrainy*, vol. 12, pp. 3—21.

2. L'ovochkin, S. Oparin, V. and Fedosov, V. (2008), "Financial infrastructure of market economy: conceptual approaches", *Ekonomika Ukrainy*, vol. 11, pp. 57—71.

3. Tymofieva, S.B. and Ostrovs'kyj, I. (2009), "On the question of financial infrastructure and its impact on development and management institutes of competition", *Nauchno-tehnichnyj zbirnyk*, vol. 89, pp. 308—312.

4. Rekuhenko, I. (2013), "The formation and development of the financial market infrastructure Ukraine", Abstract of Ph.D. dissertation, Sumy, Ukraine.

5. Tkach, A. (2005), *Instytutsional'ni osnovy rynkovoї infrastruktury* [The institutional framework of market infrastructure], NAN Ukrainy. Ob'iednanyj in-t ekonomiky, Kyiv, Ukraine.

6. Chunya's'ka I. (2014), "Financial Market Infrastructure Ukraine: concept, function and evolution status", *Biznes-inform*, vol. 9, pp. 248—253.

7. Fedosov, V. M. and Yurii, S. I. (2010), *Teoriia finansiv* [Theory of Finance], Tsentr uchbovoi literatury, Kyiv, Ukraine.

8. Verkhovna Rada of Ukraine (2001), The Law of Ukraine "On Financial Services and State Regulation of Financial Service Markets", available at: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/en/2664-14> (Accessed 15 Nov 2016).

9. Verkhovna Rada of Ukraine (2006), The Law of Ukraine "On Securities and Stock Market", available at: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/en/3480-15> (Accessed 15 Nov 2016).

10. National Securities and Stock Market commission (2016), "Analytical data for the development of the stock market", available at: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics> (Accessed 15 Nov 2016).

*Стаття надійшла до редакції 21.11.2016 р.*