

УДК 336.76(477)

Кутузова М.М.

Східноєвропейського національного  
університету імені Лесі Українки

## **ТРАНСФОРМАЦІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ ЯК ФАКТОРА РОСТУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ**

У публікації підлягають розгляду питання щодо особливостей трансформації фондового ринку України. Виявляються проблеми державного регулювання цього ринку. Наводяться шляхи подальшого розвитку фондового ринку як інфраструктурного елемента економічної політики України.

Досліджено економічну суть та значення фондового ринку для держави, значення фондового ринку в процесі розвитку ринкових відношень в Україні та визначені напрямки підвищення стабілізуючого впливу фондового ринку на економіку.

**Ключові слова:** фондовий ринок, інфраструктура, обсяги торгів, фондова біржа, біржові торги, фондові торги.

Кутузова М.М.

## **ТРАНСФОРМАЦИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА КАК ФАКТОРА РОСТА ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ**

В публикации рассматриваются вопросы относительно развития и трансформации фондового рынка Украины. Анализируются способы государственного регулирования этого рынка. Приводятся пути дальнейшего развития фондового рынка как инфраструктурного элемента политики Украины.

Исследована экономическая сущность и значение фондового рынка для государства, значение фондового рынка в процессе развития рыночных отношений в Украине и определены направления повышения его стабилизирующего влияния на экономику.

**Ключевые слова:** фондовый рынок, инфраструктура, объемы торгов, фондовая биржа, биржевые торги, фондовые торги, государственная регуляция, нормативно-правовая база.

Kutuzova M.M.

## **TRANSFORMATION OF THE STOCK MARKET AS A GROWTH FACTOR OF ECONOMY OF UKRAINE**

The peculiarities of transformation of Ukraine's stock market are considering in the publication. Problems of state regulation of the market are identified. Presented ways of further development of the stock market as an infrastructural element of the economic policy of Ukraine.

Investigated the economic substance and the stock market value for the state, the stock market value in the development of market relations in Ukraine and directions to increase its stabilizing effect on the economy.

Key words: stock market, infrastructure, trading volume, stock market, stock trading, government regulation, the regulatory framework.

**Постановка проблеми у загальному вигляді і її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями.** Фондовий ринок - важлива складова економічної системи країни, що виконує крім ринкових ряд специфічних функцій в економічній політиці країни. Як інфраструктурний елемент економічної політики, стійкий і розвинутий фондовий ринок може вагомо полегшити вирішення ключових завдань, які стоять перед сучасною державою: забезпечити стійкий економічний ріст і стабільність шляхом залучення інвестиційних ресурсів в реальний сектор економіки, сприяти трансформації заощаджень населення і підприємств в інвестиції, тим самим створюючи умови для інтеграції вітчизняного фондового ринку у світовий фінансовий ринок.

**Аналіз останніх досліджень, у яких започатковано вирішення проблеми.** Фондовий ринок став предметом дослідження ряду зарубіжних і вітчизняних вчених. Теоретичні погляди на його суть знайшли своє відображення в працях Л.Ален, Р.Бара, А.Беспалова, С.Брю, Р.Гильфердинга, Ю.Данилова, Л.Макконнелла, К.Маркса, Я.Миркина, В.Нордхауса, Б.Рубцова, П.Самуельсона, М.Туган-Барановського та ін.

Вивченню проблем фондового ринку приділяється увага в працях вітчизняних вчених О. Барановського, І. Бланка, М. Денисенка, А. Калини, М.Карліна, В. Клименко, В. Корнєєва, Д. Лук'яненко, І. Лютого, О. Мендрула, О. Мозгового, М. Назарчука, В. Опаріна, В. Оскольського, І. Павленко, В. Столярова, Г. Терещенко, В. Шелудько та ін.

Комплексні погляди вчених стосовно економічного зростання обумовили виникнення більш вузьких досліджень В.Бенсивенга, С.Глазьєва, С.Зервос, Р.Лукаса, Б.Сміта, Дж.Стігліца та ін. Одним із напрямів дослідження стало визначення причинно-наслідкових зв'язків між поступальним розвитком національної економіки і функціонуванням фінансової системи в цілому, а також таких його складових як фінансовий ринок і банківська система.

Разом з тим, необхідно відзначити, що більшість публікацій присвячені тільки окремим аспектам фондового ринку. Автори опираються на класичні теорії і моделі, які втрачають актуальність з розвитком економічних зв'язків, в період фінансових криз та змін пріоритетів основних функцій фондового ринку.

**Цілі статті:** аналіз розвитку фондового ринку як фактора росту економіки України

**Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтування отриманих наукових результатів.** Вітчизняний фондовий ринок — головний ринковий механізм, покликаний регулювати фінансові потоки й відображати реальний стан справ в економіці.

Та на думку науковців вітчизняний фондовий ринок ніколи не виконував і не виконує того завдання, заради якого він існує в усьому світі: перерозподіл фінансових ресурсів на користь тих, хто здатен найбільш ефективно їх використовувати.

Як показало дослідження, спочатку український фондовий ринок існував для того, щоб обслуговувати розпродаж майна, яке приватизувалося. Це стало причиною появи в обігу великої кількості неліквідних цінних паперів (35 тис. емісій цінних паперів акціонерних товариств). Шляхом обміну приватизаційних сертифікатів і пільгової підписки було сформовано велику кількість (30 млн) власників цінних паперів, які не є за своєю суттю власниками і які не мають можливості (а часто й бажання) управляти належною їм власністю. Потім ринок консолідувався і навіть піднімався на закордонних коштах з "лімітів" великих інвестиційних компаній на emergency markets (ринках, які розвиваються). Однак остання криза відлякала міжнародних гравців, і всі їхні гроші повернулися назад за кордон.

Як наслідок, відбувся параліч фондових майданчиків, який наочно показав — реального ринку цінних паперів в Україні так і не було створено. З погляду традиційного фундаментального аналізу та акціонерної теорії, міноритарні акціонери відіграють роль для корпоративного управління лише тоді, коли їхня думка може впливати на вартість акцій і, отже, вартість капіталу їхньої компанії.

Перші десять років незалежності Україна була близька до американської моделі акціонерного капіталу: мільйони приватних дрібних акціонерів, відсутність мажоритаріїв. Саме в ті роки і були написані наші закони про ринок цінних паперів і всі основні норми для відкритих акціонерних товариств. Але згодом капітал компаній консолідувався, повсюдно з'явилися "хазяї". Роль міноритаріїв в управлінні компаніями звелася до нуля. [1]

На сьогоднішній день система фондового ринку України представлена значною

кількістю професійних учасників фондового ринку.

Станом на 01.01.2014 кількість ліцензій, які видано НКЦПФР професійним учасникам фондового ринку на провадження професійної діяльності, становила 1 228, в тому числі: 554 ліцензій на провадження діяльності з торгівлі цінними паперами; 319 ліцензій на провадження депозитарної діяльності депозитарних установ; 344 ліцензій на провадження діяльності з управління активами інституціональних інвесторів; 10 ліцензій на провадження діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів; 1 ліцензія на провадження клірингової діяльності. [2]

Як показало дослідження, низький рівень перерозподілу інвестиційних ресурсів через фондові інструменти пояснюється наступними причинами:

- постійна зміна законодавчо встановлених правил оподаткування та режиму інвестування в Україні;

- надзвичайно високий адміністративний тиск;

- упереджені та необгрунтовані судові рішення;

- недостатній розвиток інституціональних інвесторів: недержавні пенсійні фонди, ринок страхування, інститути спільного інвестування.

Відсутність адекватного ціноутворення на базові активи пояснюється низьким рівнем біржових торгів у загальній структурі операцій на фондовому ринку та нерозвиненістю ринкового професійного середовища (рейтингові агентства).

Разом з тим, за допомогою інструментів фондового ринку в 2013 році в економіку України вдалося залучити понад 140 мільярдів гривень інвестицій. У 2012 році цей показник був меншим майже на 35 мільярдів.

#### Показники розвитку фондового ринку України

Обсяг емісії цінних паперів за 12 місяців 2013 року, млн. грн.	144 379,24
Залучення інвестицій в цінні папери за 12 місяців 2013 року, млн. грн.	144 379,24
Вартість активів інвестиційних та пенсійних фондів протягом 9 місяців 2013 року, млн. грн.	175 078,63
Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП протягом 9 місяців 2013 року, %	23,87
Частка біржового ринку у 2013 року, %	28,12

Та суспільно-політична ситуація в Україні призвела до того, що в 2014 році, за рахунок відтоку вкладників, відбулося скорочення обсягів інвестиційних фондів.

За підсумками грудня 2013 року вкладники забрали з інвестиційних фондів відкритого типу всього лише 1,5 млн грн. Це мінімальний показник за останні сім місяців. Для порівняння, у листопаді відтік коштів склав майже 2,5 млн грн., а в листопаді – понад 8 млн грн. Також Кабінет міністрів схвалив законопроект Нацкомісії з цінних паперів та фондового ринку про створення системи гарантування інвестицій фізичних осіб. Та на думку аналітиків це не принесе позитивних зрушень, швидше, навпаки – введе фондовий ринок у певний ступор, фонд гарантування вкладів для банківської системи – це абсолютно зрозумілий інститут. Але фонд для керуючих компаній, які управляють активами інвестиційних фондів - це свідомо ризикові інвестиції, інвестори повинні абсолютно усвідомлено до цього підходити. Тому створення подібних фондів є не що інше, як додаткове, на зразок податків, навантаження, і покрити можливі ризики не є можливим». [6].

Таким чином, фондовий ринок України повинен враховувати зниження відтоку коштів з інвестиційних фондів і створити фонд гарантування інвестицій.

Як показало дослідження, листопад 2013 року був піковим щодо виведення коштів з інвестфондів, в грудні процес дещо уповільнився. Дуже часто, як стверджують аналітики, на фондовий ринок населення активно приходять, коли ціни вже дуже високі, коли індустрія переживає бум, а йде звітти, коли індустрія перебуває на піку спаду.

Скорочення обсягів фондів спостерігалось, швидше за все, за рахунок подальших відтоків вкладників. Щодо закритих фондів, то під нові проекти створювалися нові фонди. Але загальний фонд абсолютно не передбачає залучення будь-яких інвестицій як зовнішніх, так і внутрішніх. Інвестиційна ємність України на кінець 2013 року оцінювалася в 500 мільярдів доларів. Такий показник навіть вищий ніж у інших, більш розвинених країнах. При цьому вагомим недоліком було українське законодавство, яке не здатне було гарантувати інвесторам найвищий ступінь захисту їхніх вкладень. [6]

За підсумками минулого року обсяг біржових контрактів з цінними паперами збільшився вдвічі і склав майже 475 млрд гривень. Загальний обсяг операцій на біржовому та позабіржовому ринках також показав зростання на 840 мільярдів. У 2013 році загальний обсяг торгів на ринку цінних паперів склав понад 2,5 трильйонів гривень. Найбільшою популярністю, як і раніше, користувалися державні папери. На них припало дві третини торгів. По 10% на облігації підприємств та акції.

Та на думку аналітиків зростання позабіржового ринку не так очевидне, як може здатися, адже інформація, яку поширює Національна комісія, стосується, перш за все, біржового ринку. Там дійсно показане значне зростання. За звітами позабіржового ринку ми бачимо, що частина оборотів перетекла з позабіржового ринку в біржовий. Тут виділяється два чинники. З одного боку це інституційна робота, яка була проведена комісією та сприяла тому, що біржове встановлення ставок стало більш прийнятним. З іншого боку, в цілому інвестклімат залишався не найбільш привабливим. Структура торгів, як ми бачимо, відрізняється від структури, яку демонструють розвинені ринки. Тобто основа фондового ринку в розвинених економіках і розвинених ринках - це акції, облігації підприємств, якісь деривативи, які сумарно за підсумками торгів не досягають сумарних 20%. Поки що ОВДП лідирують у структурі обороту. При цьому немає ніяких тенденцій, які б вказували на те, що ситуація якимось чином зміниться найближчим часом». [7]

Деякі важливі зміни на ринку вже можна побачити зараз, зокрема йдеться про збільшення його біржової, тобто прозорішої, складової. Так, якщо у січні 2012 року обсяг біржових торгів становив 13,952 млрд грн, у лютому — 14,561 млрд, у березні — 15,711 млрд, то за підсумками аналогічних періодів поточного року ці показники були на рівні 24,072 млрд (+72,5%), 24,721 млрд (+69,77%) і 32,785 млрд грн (+108,7% ) відповідно.

Як показало дослідження, дедалі більше операцій переходить із позабіржового сегмента в біржовий. Такі процеси зумовлені передусім прагненням учасників ринку заощадити на податкових платежах, які потрібно здійснювати за операціями поза біржами. Цікаво, що висхідна динаміка біржових торгів забезпечена насамперед зростанням обсягів операцій з ОВДП. Якщо в січні—березні 2012-го вони становили 22,61 млрд грн (51,13%), то за такий само період 2013 р. — 58,87 млрд (72,16%). Привабливість держпаперів для інвесторів зумовлено тим, що за угодами з ОВДП платити акциз не потрібно. Через відсутність положення про визначення біржового курсу для акцизного оподаткування багато учасників ринку поки що утримуються від торгів. Виникає ризик, що операції, проведені на фондових біржах до моменту прийняття цього документа, можуть потрапити під оподаткування.

Фондовий ринок — найдосконаліший на сьогодні механізм залучення приватних інвестицій в економіку. Зростання економіки і зростання залучених коштів можливе тільки тоді, коли цінні папери на ринку мають високу ліквідність. А ліквідність, у свою чергу, забезпечується кількістю продавців і покупців на ринку. Що більше учасників ринку — то вища ліквідність паперів. За останні два десятиліття намітилася і зворотна залежність — інвестор вибирає для себе такий ринок, на якому в обігу найбільш

ліквідні папери. Із цього погляду найпривабливішим фондовим ринком у світі є фондовий ринок США.

Ліквідність акцій американських корпорацій така, що будь-які з них можна купити або продати практично миттєво. Крім того, ринок цінних паперів США є сьогодні найбільш захищеним від будь-яких ризиків фондовим ринком світу. Система його регулювання, що має дворівневу структуру, склалася ще в 30-х рр. минулого століття і досі є найефективнішою у світі. Крім того, що інвестиції в США захищені законодавчо, їх іще й автоматично страхують від форс-мажорних і кримінальних ризиків, причому зовсім безплатно для інвестора.

Та, як показує дослідження, сьогодні понад 99% усіх фінансових інституцій у світі навіть не розглядають інвестування в українські акції, оскільки корпоративне управління в Україні — на неприйнятно низькому рівні. А правове поле і регуляторна політика не захищають прав інвесторів, які вкладають кошти в українські компанії.

З 2013 року в Україні введені нові правила оподаткування операцій з цінними паперами. При продажі ЦП запроваджено акциз (1,5% від суми позабіржових угод і 0,1% — якщо папери перебувають у лістингу бірж).

Деякі важливі зміни на ринку вже можна побачити зараз, зокрема йдеться про збільшення його біржової, тобто прозорішої, складової. Так, якщо у січні 2012 року обсяг біржових торгів становив 13,952 млрд. грн., у лютому — 14,561 млрд. грн., у березні — 15,711 млрд. грн., то за підсумками аналогічних періодів поточного року ці показники були на рівні 24,072 млрд. грн. (+72,5%), 24,721 млрд. грн. (+69,77%) і 32,785 млрд. грн. (+108,7%) відповідно. Дедалі більше операцій переходить передусім прагненням учасників ринку заощадити на податкових платежах, які потрібно здійснювати за операціями поза біржами. Цікаво, що висхідна динаміка біржових торгів забезпечена насамперед зростанням обсягів операцій з ОВДП. Якщо в січні-березні 2012-го вони становили 22,61 млрд. грн. (51,13%), то за такий само період 2013 р. - 58,87 млрд. грн. (72,16%). Привабливість держпаперів для інвесторів зумовлено тим, що за угодами з ОВДП платити акциз не потрібно.

За спостереженнями працівників фондової біржі, багато учасників ринку поки що утримуються від торгів у тому числі через відсутність положення про визначення біржового курсу для "акцизного" оподаткування. Виникає ризик, що операції, проведені на фондових біржах до моменту прийняття цього положення, можуть потрапити під оподаткування. із позабіржового сегмента в біржовий. Такі процеси зумовлені

Сьогодні науковці відзначають підвищений інтерес до дослідження ролі фондового ринку в забезпеченні економічного зростання. Це обумовлюється такими причинами як: падіння курсу долара, зниженням процентних ставок по банківських депозитах, зростання фондового ринку з відповідним збільшенням прибутковості інвестиційних фондів, загальних фондів банківського управління та інших інструментів ринку цінних паперів.

Зокрема, правила біржових торгів, у яких містяться певні статті, що визначають порядок розрахунків біржового курсу все ж таки існують. Учасникам ринку рекомендовано орієнтуватися на цей узгоджений з Мінфіном документ, що є механізмом, який може використовуватися для цілей визначення результатів для оподаткування. [5] Та, як показало дослідження, біржовий курс — не єдине питання, що потребує уваги держави. Дедалі актуальнішим стає створення запобіжників проти "засмічення" бірж неякісними паперами, які під тиском акцизів тікають із позабіржового ринку.

Додаткові можливості для комісії надає одержання права разом із Міністерством доходів і зборів визначати критерії фіктивності емітентів цінних паперів, оцінювати

емітентів на відповідність таким критеріям, зупиняти обіг таких цінних паперів і звертатися з позовами до суду з вимогою про ліквідацію таких компаній.

При цьому деякі учасники ринку продовжують виражати невдоволення запровадженням акцизів, указуючи в тому числі на ризик зниження привабливості ринку для іноземних інвесторів через зростання трансакційних витрат тощо. Однак мало хто вірить, що в найближчій перспективі вдасться домогтися принаймні зниження акцизних ставок (не кажучи вже про їхнє скасування). Поточне зменшення позабіржових торгів, вочевидь, слід розглядати не тільки через податкову, а й через макроекономічну призму. Хоча відсутність чітких сигналів від МВФ про подовження співробітництва з Україною, і про подальше охолодження економіки (хоча спад промисловості й уповільнився), призводять до того, що надто мало інвесторів охочих ризикувати за умов тотальної невизначеності.

Разом з тим, зберігається нестабільність, яка обумовлена процесом становлення ринку вцілому. Вітчизняний фондовий ринок поки що не став інструментом мобілізації фінансових ресурсів для інноваційного розвитку української економіки.

Ще одним викликом для "певної" частини ринку є узаконення звітності та обліку операцій із цінними паперами за міжнародними стандартами (у т.ч. обліку витрат у момент продажу фінансового інструменту, визначення фінансового результату окремо за групами інструментів). Ця новація знижує можливість мінімізації податкової бази за рахунок завищення витрат. Номінально держава пішла на компроміс із ринком, знизивши ставку податку на прибуток за операціями із цінними паперами до 10%".

**Висновки.** Отже, нестабільність фінансової системи, а також малорозвинутий фондовий ринок, який часто стає каталізатором кризових явищ – все це в сукупності перешкоджає фінансовому потенціалу тривалого економічного зростання.

Разом з тим, в епоху віртуалізації і нових технологій реальне економічне зростання національної економіки неможливе без інноваційно-інвестиційного розвитку, маються на увазі перш за все інвестиції в поновлення основного капіталу, що базуються на технологічних інноваціях.

Світова фінансова криза, наочно показала слабкість і неможливість фондового ринку самостійно справитися з кризовими ситуаціями, і відповідно, існувати як саморегулююча система.

Тому важливою умовою переходу до інноваційно-інвестиційної моделі економічного зростання можна вважати подальше укріплення вітчизняної фінансової системи і особливо таких її складових як фондовий ринок і банківська структура. Саме з їх допомогою забезпечується централізація і розподіл економічних ресурсів направлених на оновлення і розширення виробництва.

#### **Список використаних джерел:**

1. Татарин Н.Б. Перспективи розвитку фондового ринку в Україні // Науковий вісник Буковинської державної фінансової академії – Чернівці, 2005. – Вип.6. – С.136-142.
2. Котляров С. Л. Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграції // Ринок цінних паперів України / Щомісячний науковий, виробничо-практичний журнал. - 2007. – №11-12 - С.3-7.
3. Семенов А.Г., Куліш О.А. Фінансові фактори розвитку фондового ринку // Збірник наукових праць ДонДУУ: «Розвиток економіки України в умовах міжнародної інтеграції» – Серія «Економіка». – Т. 7. – Вип. 68. – Донецьк: ДонДУУ, 2006. – С. 116-125.
4. Податкова схема: для ринку чи для держави? [http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/podatкова\\_shema\\_dlya\\_rinku\\_chi\\_dlya\\_derzhavi.html](http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/podatкова_shema_dlya_rinku_chi_dlya_derzhavi.html)
5. <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>
6. [http://newsradio.com.ua/2014\\_01\\_16/Ekspert-rozpov-v-shho-cheka-fondovij-rinok-Ukra-ni-v-2014-roc/](http://newsradio.com.ua/2014_01_16/Ekspert-rozpov-v-shho-cheka-fondovij-rinok-Ukra-ni-v-2014-roc/).
7. [http://newsradio.com.ua/2014\\_02\\_14/Obsjag-b-rzhovih-kontrakt-v-z-c-nnimi-paperami-zr-s-udv-ch/](http://newsradio.com.ua/2014_02_14/Obsjag-b-rzhovih-kontrakt-v-z-c-nnimi-paperami-zr-s-udv-ch/)