

Н. В. Рощина,
к. е. н., доцент, доцент кафедри теоретичної та прикладної економіки,
Національний технічний університет України "КПІ"
В. Р. Товмасян,
здобувач ПВНЗ "Європейський університет"
Д. О. Посудієвський,
студент Інституту прикладного та системного аналізу,
Національний технічний університет України "КПІ"

ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ФОРМУВАННЯ ФОНДОВИХ БІРЖ В УКРАЇНІ

N. Roschina,
Ph.D. of Economics, assistant professor of the Department of Theoretical and Applied Economics,
National Technical University of Ukraine "KPI"
V. Tovmasyan,
Researcher "European University"
D. Posudievs'kyj,
Student of Applied and System Analysis Institute, National Technical University of Ukraine "KPI"

PROBLEMS AND PROSPECTS OF STOCK EXCHANGES FORMING IN UKRAINE

Стаття присвячена дослідженню проблем формування фондових бірж в Україні. Проведено ретроспективний аналіз етапів формування вітчизняних фондових бірж. Наведено основні чинники, що стримують їх розвиток у сучасних економічних умовах. Визначено, що для успішного розвитку українських фондових бірж особливо актуальною стає їх інтеграція у міжнародний фінансовий простір. Поряд з цим означений процес має як переваги, так і недоліки, які знайшли своє відображення у проведеному дослідженні. Крім того, позначено, що автори розділяють погляди українських вчених, щодо основних напрямів стратегії розвитку фондових бірж: інтеграцію в Єдину біржову фондову систему та внесення змін у законодавство країни з метою усунення недоліків, істотного підвищення ролі організованого ринку цінних паперів в економіці. В статті наголошено на тому, що активізація функціонування фондових бірж сприятиме підвищенню рівня інвестиційного забезпечення інноваційних процесів у реальному секторі економіки.

The article investigates the problems of stock exchanges formation in Ukraine. A retrospective analysis of the stages of domestic stock exchanges formation is conducted. The key factors that restrain their development in the current economic conditions are specified. Determined that for the successful development of Ukrainian stock exchanges is especially urgent their integration into the international financial sector. At the same time this process may have both advantages and disadvantages, as it reflected in conducted study. In addition, is indicated that the authors share the views of Ukrainian scientists on key areas of stock exchanges development strategy: integration into a Single stock exchanges system and amending in the legislation of the country to address deficiencies and significant increase of the organized securities market role in the economy. In the article is emphasized that stock exchanges functioning activation will contribute to increasing of the investment support innovation processes in the real economy sector.

Ключові слова: фондовий ринок, фондова біржа, етапи становлення, чинне законодавство, перспективи розвитку.

Key words: stock market, stock exchange, stages of development, the existing legislation, prospects for development.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Актуальність обраної теми обумовлена тою ситуацією, яка склалася на сьогоднішній момент на вітчизняних фон-

дових біржах. Дана ситуація викликана багатьма причинами, серед яких: прогалини в розвитку, недосконалість чинного законодавства, різні обмеження з боку уряду, не-

відповідність стану ринку світовим стандартам та ін. Більш того, перелік наведених причин постійно зростає і нівелює той незначний позитивний вплив, який чинять фондові біржі на процеси становлення ринкової ідеології. Незаперечним є той факт, що кількість емітентів на фондовому ринку не збільшується, обсяг угод, а також додаткові та нові емісії цінних паперів незначні, в результаті кількість активних позицій учасників фондового ринку мінімальна.

Таким чином, можна констатувати, що наявні проблеми, які ускладнюють формування фондових бірж в Україні потребують глибокого теоретичного осмислення та практичного опрацювання. Це надасть змогу розробити дієві заходи щодо поліпшення ситуації на вітчизняних фондових біржах та означити перспективи їх подальшого розвитку.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Проблеми діяльності фондових бірж і забезпечення їх ефективного розвитку є темою досліджень значного кола зарубіжних та вітчизняних науковців. Зокрема такі зарубіжні вчені-економісти, як: Л. Роберт, Р. Глен Габбард, І. Гісан та ін. у своїх наукових працях запропонували механізм підвищення розвитку біржової торгівлі у країнах, що розвиваються. Також проблеми ефективності функціонування фондових бірж висвітлені в працях таких вітчизняних науковців, як К.С. Калинець, М.В. Козоріз, Р.М. Безус, С.В. Захарін, В.П. Ходаківська, О.Д. Данілов та ін.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є дослідження основних проблем формування вітчизняних фондових бірж та висвітлення можливих перспектив їх розвитку.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Основним показником потужності функціонування фондової біржі є капіталізація, яка передбачає оцінку рівня її розвитку та конкурентоспроможності на внутрішньому та зовнішньому ринках. Порівняно з країнами з розвинутою ринковою економікою, капіталізація фондових бірж України є надзвичайно низькою і становить лише 0,4 % від сукупного світового ВВП, у той час як США — 21,1 %, Японії — 7 %, Німеччини — 4,5 %, Африки — 3,2%, Росії — 2,6%. Такий низький рівень капіталізації фондових бірж України зумовлено особливостями становлення та розвитку ринку цінних паперів у країні, його роздробленістю та непорядкованістю. Через це доцільним є дослідження етапів становлення національних фондових бірж та особливостей їх функціонування [4].

Вітчизняні вчені-економісти визначають два основні етапи формування біржової торгівлі в Україні. Однак, на думку деяких дослідників, варто виділити ще один (третій) етап розвитку фондових бірж [2].

Перший етап розвитку біржової торгівлі характеризується політикою державного "невтручання", відсутністю єдиної стратегії її формування та розвитку. Тому фондовий ринок у цей період розвивався безсистемно та хаотично.

У 1991 р. прийнято Закон "Про цінні папери та фондову біржу" та створено Українську фондову біржу (УФБ). Це поклало початок формуванню вітчизняного ринку цінних паперів. У "Концепції функціонування та розвитку ринку капіталів в Україні" УФБ запровадила не лише модель власної діяльності, а й стратегію розвитку фондового ринку України, яка була орієнтована на формування централізованого вторинного ринку із розвинутою інфраструктурою та однією національною фондовою біржею [2]. Запропонована Концепцією модель передбачала усунення конкуренції між фондовими біржами через їх неорганізованість. Однак професійні учасники ринку цінних паперів дотримувалися іншого підходу щодо розвитку фондового ринку України,

на їх думку, повинен відбуватись на засадах децентралізації. Тому у 1994 р. була прийнята "Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні", яка визначала УФБ головним елементом централізованої системи обігу цінних паперів, але передбачала створення позабіржового фондового ринку.

Важливою особливістю створення бірж на цьому етапі було те, що програма масової приватизації не передбачала обов'язкового вкладання приватизаційних сертифікатів на біржі, тобто їх розвиток не отримав належного державного регулювання. Однак приватизація стала одним із основних джерел появи в країні цінних паперів емітентів, що вийшли з державної форми власності [2; 3].

Отже, в Україні на першому етапі розвитку біржової торгівлі було здійснено перші кроки на шляху розвитку фондового ринку. І хоча ринок розвивався без належної державної підтримки, все ж спостерігалися позитивні зрушення в даному напрямі.

Другий етап розвитку біржової торгівлі в Україні характеризується більш активною та конструктивною участю держави, спрямованою на розвиток інфраструктури ринку, формування правового забезпечення та системи регулювання. За цей період створено спеціальний орган державного регулювання — Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). 12 червня 1995 р. було прийнято низку законодавчих та нормативних актів з питань правового регулювання ринку цінних паперів в Україні.

З часом в Україні створено вісім фондових бірж, що для незначного рівня розвитку вітчизняного фондового ринку стало невиправдано великою кількістю. "Роздробленість" фондового ринку дала змогу розвитку потужній позабіржовій торговельній системі — ПФТС, що відповідала вимогам організованого ринку і стала переважаючою порівняно з традиційними фондовими біржами. На початковому етапі розвитку біржової системи в Україні переважання позабіржової торгівлі було виправданим, оскільки щойно створені компанії не могли відповідати жорстким вимогам лістингу.

Для збільшення частки біржової торгівлі у загальному обсязі торгів на організованому фондовому ринку України, ДКЦПФБ у червні 2006 р. видала ДП "Фондова біржа ПФТС" ліцензію на здійснення професійної діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів. Таким чином, розпочався третій етап розвитку біржової системи України. Цей етап характеризується значним зростанням обсягів біржової торгівлі [2; 8].

Низька ліквідність українського ринку порівняно до ринків Центральної та Східної Європи є наслідком корупції, політичного втручання й концентрації прав власності на приватизовані компанії в руках шести крупних фінансово-промислових груп. Це призводить до того, що на ринку торгуються акції невеликого числа підприємств, оскільки незначна кількість акцій пропонуються на продаж. Інвесторам потрібна біржа ЦП, яка пропонує безпеку, прозорі ціни, недороге виконання угод та ліквідність, якої не існує в Україні через фрагментацію ринку і недотримання загальноприйнятих стандартів для бірж [10].

Для успішного розвитку українських фондових бірж особливо актуальною є їх інтеграція у міжнародний фінансовий простір, що дозволить залучати передовий досвід функціонування міжнародних фондових бірж.

Насамперед варто зазначити, що ізолюваність національної торгово-організаційної інфраструктури, по-перше, надає можливість для різного роду маніпуляцій, по-друге, унеможливорює доступ до міжнародних ринків капіталів для рефінансування в умовах кризи.

Однак високий ступінь інтеграції економіки у світові економічні процеси може мати деструктивний вплив, призводячи до виникнення ряду взаємозалежностей [7; 9]:

— залежність від світових ринків-лідерів: іпотечна криза США 2007 року спричинила кризи в більшості країн із розвинутою економікою;

— падіння фондових ринків країн із розвинутою економікою спричиняє відтік коштів для ліквідації внутрішніх проблем із ринків, які формуються, що сприяє виникненню кризи й на них;

— взаємозалежність фондових ринків, що формуються, зумовлена присутністю загальних груп інвесторів, які мають подібний рівень розвитку і внутрішні проблеми.

Криза 2008 року виявила дуже важливий негативний аспект інтеграції національного ринку цінних паперів у міжнародну фінансову систему: з одного боку, досить вільний доступ великих закордонних спекулятивних інвесторів (зацікавленість у можливості одержання більш високих доходів при більш високому рівні ризику) викликає сильну залежність від настроїв на світовому ринку; з іншого боку, закритість біржової системи й висока вартість входу на український ринок роблять практично неможливим залучення дрібних і середніх неспекулятивних інвесторів [7].

Під впливом зовнішніх факторів національний фондовий ринок піддається впливові криз, при цьому кризові фактори посилюються слабкою структурою учасників ринку, отже, падіння його внаслідок кризи виявляється більш глибоким, ніж на ринках країн із розвинутою економікою. Отже, можна констатувати, що поряд з іншими структурними недоліками закритість торгово-організаційної інфраструктури для іноземних інвесторів посилює кризові тенденції на фондовому ринку. Крім того, вітчизняний фондовий ринок схильний до ризиків і ринкових шоків, що є характерним для ринків, що формуються.

Для подолання цієї та інших проблем потрібно створити єдину національну конкурентоспроможну фондову біржу з чіткими, прозорими вимогами до її учасників, високим рівнем технічного забезпечення, що практично неможливо без інтеграції до європейського ринку. Така фондова біржа зможе істотно стимулювати зростання частки організованого ринку цінних паперів, що значно знизить волатильність ринку і його схильність до зовнішніх криз. Для обмеження входу на ринок спекулятивних інвесторів слід створити чітку систему вимог до іноземних інвесторів.

Надалі доцільним є визначити переваги й недоліки інтеграції фондових бірж України до міжнародної фінансової системи [6].

Перевагами такої інтеграції є: залучення на національний ринок іноземних стратегічних інвесторів і зміна структури останніх у бік зменшення кількості спекулятивних інвесторів; допуск більшого числа інвесторів і послаблення ролі декількох існуючих великих спекулятивних інвесторів; зниження волатильності фондового ринку; зниження концентрації фінансових інструментів і фінансових інститутів; поява доступу для невеликих інвесторів та емітентів до міжнародних ринків капіталу; зниження концентрації фінансових ризиків; збільшення частки організованого ринку не регулятивними, а ринковими засобами; посилення прозорості ринку й обмеження використання інсайдерської інформації [10].

Щодо недоліків інтеграції, то сюди відносять: зменшення ролі національних інвесторів та, як наслідок, масовий пошук закордонних об'єктів інвестування; більш високий ступінь схильності до світових процесів, у тому числі криз [6; 10].

Аналіз кризових явищ на українському фондовому ринку дав можливість виявити ряд загальних рис і взаємозалежностей, отже, зробити висновок щодо ступеня інтегрованості українських фондових бірж до міжнарод-

ної фінансової системи: з одного боку, високий рівень волатильності доводить їх сильну залежність від світових процесів, але з іншого — високий рівень різних груп ризиків, що виникають унаслідок такої інтегрованості, свідчить про порушення в архітектурі фондового ринку, що призводить до поглиблення негативних наслідків від світових фінансових криз і спекулятивних дій іноземних інвесторів [9].

Реалізація механізмів нівелювання наслідків кризових ситуацій можлива лише за умови залучення до розбудови біржового ринку цінних паперів України іноземних інвесторів, у тому числі таких великих транснаціональних бірж, як Euronext NYSE, NASDAQ OMX.

Оскільки в Україні мережа фондових бірж як система не існує, то їх модернізація повинна проводитися шляхом консолідації всіх існуючих бірж та інших організаторів торгівлі [8]. Консолідована біржова система повинна характеризуватися наступним:

— у державі функціонує єдина торговельна платформа, що забезпечує стандартні критерії лістингу та формування справедливих ринкових цін за будь-якими фінансовими інструментами;

— з метою підтримання ліквідності єдиної торговельної платформи певний час учасників ринку змушують укладати договори за цінними паперами виключно в межах зазначеної платформи за умови, що на цій платформі гарантується для клієнтів найкраще виконання їх замовлень;

— забезпечується дотримання принципу "кожне замовлення клієнта — на біржу", згідно з яким унеможливується взаємокомпенсація замовлень у фінансового посередника (брокера, дилера) за ціною, визначеною самим посередником, а не ринком;

— торговельний процес, гарантування і виконання договорів продаються в режимі електронного документообігу, синхронізованого із системою електронних платежів та клірингу;

— створюється ефективна система управління ризиками під час здійснення клірингу та розрахунків.

Автори підтримують погляди українських вчених щодо основних напрямів стратегії розвитку фондових бірж України. Перший напрям — це їх інтеграція в Єдину біржову фондову систему, другий — внесення змін у законодавство країни з метою усунення зазначених вище недоліків, істотного підвищення ролі організованого ринку цінних паперів в економіці [3; 6].

Метою створення ЄБФСУ — Єдиної біржової фондової системи України — є забезпечення цілісності та прозорості біржового ринку цінних паперів, підвищення ліквідності і конкурентоспроможності, інтеграція у світовий організований фондовий ринок.

Функціонування ЄБФСУ базується на декількох основоположних принципах, що враховують необхідність забезпечення господарської самостійності фондових бірж, які входять у систему:

1) дворівнева система допуску цінних паперів до котирування (перший рівень — внутрібіржовий лістинг, другий — міжбіржовий, у рамках ЄБФСУ);

2) дворівнева система організації торгів цінними паперами (внутрібіржові та міжбіржові торги);

3) доступ до міжбіржових торгів будь-якого торговця, акредитованого хоча б на одній із фондових бірж, що входять у систему;

4) передача пропозицій на покупку і продаж цінних паперів від торговців у Технічний центр тільки за посередництвом фондових бірж, членами яких вони є;

5) організація міжбіржової торгівлі цінними паперами тільки на основі стандартних лотів і стандартних заявок на їх купівлю-продаж;

6) здійснення всього документообігу по операціях із цінними паперами в електронній формі;

7) єдині тарифи на послуги фондових бірж у рамках їх роботи в ЄБФСУ і диференційований розподіл біржового збору за угодами, укладеними у системі між біржами, що представляють продавця і покупця;

8) відповідальність торговців — членів фондових бірж перед "своїми" біржами за відмовлення від угод, укладених у системі відповідно до єдиних правил організації в ній торгів.

Створення ЄБФСУ буде сприяти як виходу українських емітентів на міжнародний фондовий ринок, так і залученню іноземних інвесторів на вітчизняний ринок цінних паперів, підвищенню його інформаційної прозорості та ліквідності, оптимізації інфраструктури ринку, забезпечить провідну роль його організованого сегмента. Сприятливі умови будуть створені і для торговців цінними паперами за рахунок загального здешевлення трансакцій, особливо для тих із них, що знаходяться в регіонах.

На думку багатьох економістів, Україні в сучасних умовах доцільно мати моноцентричну біржову систему [6; 10]. Найбільш раціональною системою має бути єдина загальнонаціональна фондова біржа, розташована в фінансовому центрі країни — Києві. Вона може мати філії в інших фінансово розвинутих містах, з'єднаних з головним відділенням комп'ютерною мережею, що працює в режимі реального часу. Внаслідок впровадження в Україні моноцентричної біржової системи фондовий ринок України отримує змогу до повноцінної діяльності за міжнародними стандартами.

ВИСНОВКИ

Отже, проведене дослідження надає змогу зробити певні висновки щодо формування фондових бірж в Україні. По-перше, незважаючи на те, що в Україні є законодавча база, яка визначає основні положення функціонування фондових бірж, біржова діяльність не є розвиненою та ефективною. Низький рівень ефективності біржової торгівлі України, як вже зазначалося вище, зумовлений особливостями становлення та розвитку ринку цінних паперів у країні, його роздробленістю та невпорядкованістю, 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. По-друге, у зв'язку з великою кількістю кризотворювальних чинників або тих, що посилюють їх дію, фондові біржі стоять перед загрозою повної втрати своїх позицій на фондовому ринку України, а тому необхідне вироблення стратегії їх виживання та розвитку. По-третє, активізація функціонування фондової біржі в Україні сприятиме залученню стратегічних інвесторів для фінансування інноваційних процесів розвитку на підприємствах промисловості.

Література:

1. Бітюк П.О. Фондові біржі в Україні і світі / П.О. Бітюк // Фондовий ринок. — 2009. — № 36. — С. 6—12.
2. Калинець К. С. Особливості розвитку та динаміка функціонування фондових бірж в Україні / К.С. Калинець // Регіональна економіка. — 2008. — № 3. — С. 189—197.
3. Калинець К.С. Теоретичні аспекти визначення ефективності функціонування фондової біржі в Україні / К.С. Калинець // Економіка і регіон. — 2008. — № 4. — С. 195—199.

4. Козоріз М.А. Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми / М.А. Козоріз, К. С. Калинець // Регіональна економіка. — 2008. — № 4. — С. 157—162.

5. Розвиток фінансового ринку в умовах глобалізації [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://gufer.net/finance_market/20-tendenci-rozvitku-fnansovogo-rinku-ukrayini-v-umovah-globalzacyi.html

6. Рубан О. І. Перебудова біржової системи України як запорука успішного розвитку ринку акцій / О.І. Рубан // Фондовий ринок. — 2008. — № 33. — С. 12—17.

7. Семенкова О. В. Криза на фондовому ринку і нові можливості для фінансування підприємств за допомогою біржових облігацій / О.В. Семенкова // Фінансовий менеджмент. — 2009. — № 3. — С. 36—46.

8. Степанчук С.С. Особливості регулювання біржового фондового ринку в Україні / С.С. Степанчук, І.В. Кравцова // Економіка та держава. — 2010. — № 2. — С. 59—60.

9. Сущенко О. Характерні особливості та тенденції розвитку фондових бірж в сучасних умовах / О. Сущенко, А. Адамова // Ринок цінних паперів України. — 2010. — № 9—10. — С. 69—79.

10. Українські фондові біржі: проблемні питання і рекомендації [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/stock_exchange_study_ukr.pdf

11. Шульга І.П. Проблеми та перспективи залучення капіталу на фондових біржах / І.П. Шульга // Фондовий ринок. — 2008. — № 35. — С. 7—13.

References:

1. Bitiuk, P.O. (2009), "Stock exchanges in Ukraine and worldwide", *Fondovij rynek*, vol. 36, pp. 6—12.
2. Kalynets', K.S. (2008), "Features of development and stock exchanges functioning dynamics in Ukraine", *Rehional'na ekonomika*, vol. 3, pp. 189—197.
3. Kalynets', K.S. (2008), "The theoretical aspects of the stock exchange functioning efficiency determining in Ukraine", *Ekonomika i rehion*, vol. 4, pp. 195—199.
4. Kozoriz, M.A. (2008), "The capitalization of Ukraine's stock exchanges: peculiarities and problems", *Rehional'na ekonomika*, vol. 4, pp. 157—162.
5. Economics for students (2011), "Ukraine's financial market trends of development under conditions of globalization", available at: http://gufer.net/finance_market/20-tendenci-rozvitku-fnansovogo-rinku-ukrayini-v-umovah-globalzacyi.html (Accessed 5 January 2015).
6. Ruban, O.I. (2008), "Restructuring of the Ukraine's stock exchange system as the pledge of equity market successful development", *Fondovij rynek*, vol. 33, pp. 12—17.
7. Semenkov, O.V. (2009), "The crisis in the stock market and new opportunities for financing of enterprises by means of stock bonds", *Finansovij menedzhment*, vol. 3, pp. 36—46.
8. Stepanchuk, S.S. and Kravtsova, I.V. (2010), "Features of the exchange stock market regulation in Ukraine", *Ekonomika ta derzhava*, vol. 2, pp. 59—60.
9. Suschenko, O.A. and Adamova, A.M. (2010), "The characteristic features and trends of stock exchanges development in current conditions", *Rynek tsinnykh paperiv Ukrainy*, vol. 9—10, pp. 69—79.
10. Capital Markets Projects (2006), "The Ukrainian stock exchanges: challenges and recommendations", available at: http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/stock_exchange_study_ukr.pdf (Accessed 6 January 2015)
11. Shul'ha, I. P. (2008), "Problems and prospects of capital attracting at the stock exchanges", *Fondovij rynek*, vol. 35, pp. 7—13.

Стаття надійшла до редакції 30.01.2015 р.