

**Кужелєв Михайло Олександрович,**  
д.е.н., проф., професор кафедри фінансів,  
Національний університет Державної податкової служби України  
**Брігченко Ігор Геннадійович,**  
д.е.н., проф., професор кафедри фінансів,  
Ужгородський торговельно-економічний інститут КНТЕУ  
**Стабіас Сергій Миколайович,**  
аспірант,  
Донецький національний університет

## АНАЛІЗ РОЗВИТКУ НАЦІОНАЛЬНОГО РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УМОВАХ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

Статтю присвячено аналізу розвитку ринку корпоративних цінних паперів в Україні. Метою роботи є визначення розвитку ринку корпоративних цінних паперів в умовах європейської інтеграції України та розробка рекомендацій щодо підвищення його ліквідності у довгостроковому періоді. У статті зазначено, що особливої уваги потребує вивчення розвитку такого сегменту фінансового ринку як ринок корпоративних цінних паперів. Наголошено, що однією з ключових проблем національного фондового ринку є «дефіцит» інструментів фінансування інвестиційних заходів. Визначено, що найбільші обсяги торгів на фондовому ринку були у місяці найбільшої політичної нестабільності в країні. З'ясовано, що частка трьох найбільш крупних майданчиків у загальному обсязі з 2007 року була більшою, ніж 93% (крім кризового 2009 року). Під час аналізу виявлено, що найбільшу частку торгів займають державні цінні папери (майже 90%), хоча у розвинених країнах співвідношення кардинально інше – лише 10% припадає на державні цінні папери. Частка ринку корпоративних цінних паперів за з 2011 року впала у 4,5 рази і у 2014 році склала 9,6%. У структурі ринку корпоративних цінних паперів 90% і більше обсягу торгів проходять на чотирьох основних майданчиках, при чому біржа-«лідер» за обсягами торгів постійно змінюється. В Україні спостерігається дуже велика кількість організаторів торгівлі (10 станом на січень 2015 року). Проте надмірна кількість, призводить до децентралізації попиту та пропозиції на цінні папери, провокує процес маніпулювання цінами на ринку, призводить до встановлення різних правил укладення та виконання біржових договорів. У 2013 році більше 46% торгів корпоративними цінними паперами пройшли на ПФТС. Акцентовано увагу, що нагальними проблемами є нерозкриття, або несвоєчасне розкриття емітентами цінних паперів інформації на фондовому ринку, а також неотримання відкритими випускати облігацій підприємств рейтингової оцінки, яке є обов'язковим згідно із законодавством. Запропоновано припущення, що підвищення ліквідності українського ринку корпоративних цінних паперів можливо за рахунок подвійного листингу.

**Ключові слова:** ринок цінних паперів, акції, корпоративні облігації, фондова біржа, торговельна система, біржові контракти.

### ВСТУП

**Постановка проблеми.** Ефективне функціонування та розвиток українського ринку фінансових послуг, перш за все, залежить від наявності необхідної інфраструктури та діяльності професійних учасників. Особливої уваги потребує вивчення розвитку такого сегменту фінансового ринку як ринок корпоративних цінних паперів. Розвиток ринку корпоративних цінних паперів, як складової в економічній системі держави, сприяє сталому макроекономічному зростанню, збільшенню інвестиційних надходжень до реального сектору економіки та модернізації на цій основі виробничих потужностей і, як результат, підвищенню добробуту населення шляхом використання альтернативних фінансових ресурсів та вкладення заощаджень в реальні інвестиції.

Однією з ключових проблем національного фондового ринку є «дефіцит» інструментів фінансування інвестиційних заходів [1]. Світова практика свідчить, що у подібній ситуації широкий розвиток отримує ринок корпоративних цінних паперів, а залучення фінансових ресурсів за

допомогою корпоративних облігацій є другим за обсягом джерелом мобілізації грошових коштів на ринку цінних паперів [2].

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вагомий внесок у дослідження проблеми функціонування ринку цінних паперів зробили як вітчизняні, так і західні вчені-економісти: В. Базилевич, І. Лютий, В. Міщенко, З. Варналій, О. Василик, В. Колесник, В. Корнєєв, Ю. Лисенков, О. Мозговий, В. Оскольський, В. Савченко, М. Самбірський, Дж. Долан, К. Форбс та ін. Але більшість дослідників аналізує розвиток фондового ринку загалом, а розвитку саме ринку корпоративних цінних паперів в Україні приділяється дуже мало уваги, що й обумовлює актуальність дослідження.

**Мета статті (постановка завдання).** Метою статті є визначення тенденцій розвитку ринку корпоративних цінних паперів в умовах європейської інтеграції України та розробка рекомендацій щодо підвищення його ліквідності у довгостроковому періоді.

## РЕЗУЛЬТАТИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Тенденції розвитку світового ринку корпоративних цінних паперів свідчать про існування певної залежності між рівнем розвитку фондового ринку та розвитком реального сектора економіки, оскільки залучення фінансових ресурсів за рахунок випуску корпоративних цінних паперів дозволяє суб'єктам підприємницької діяльності активно розвиватися, збільшувати доходи і, в кінцевому підсумку, призводить до зростання економічного потенціалу держави загалом.

Незважаючи на динамічний розвиток даного сегменту ринку фінансових послуг в Україні корпорації дуже слабо реалізують свої можливості щодо залучення фінансових ресурсів через випуск корпоративних цінних паперів. Складнощі з залученням ресурсів на фондовому ринку у цьому сегменті пов'язані значною мірою з серією банкрутств емітентів або простроченнями виконання своїх зобов'язань [3, с. 187].

За даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – НКЦПФР) у 2013 році

спостерігалась активізація біржового сегмента фондового ринку України. Так, частка операцій із цінними паперами, які вільно обертаються на біржах, становила у 2013 році 27,63% від їх загального ринкового обороту [4]. В Україні спостерігається дуже велика кількість організаторів торгівлі (10 станом на січень 2015 року). Проте надмірна кількість, призводить до децентралізації попиту та пропозиції на цінні папери, провокує процес маніпулювання цінами на ринку, призводить до встановлення різних правил укладення та виконання біржових договорів [5].

Загальний обсяг торгів цінними паперами на біржовому ринку України у грудні 2014 р. склав 52,3 млрд. грн. Такий показник виявився у 1,2 рази більшим за результат грудня 2013 р. (45 млрд. грн.). Найбільші обсяги торгів були зафіксовані на ФБ «Перспектива» (42,53 млрд. грн.), ФБ ПФТС (5,03 млрд. грн.) та КМФБ (2,3 млрд. грн.) [6].

За результатами торгів на організаторах торгівлі обсяг біржових контрактів з цінними паперами протягом січня-грудня 2014 року становив 629,43 млрд. грн. (табл. 1).

Таблиця 1

### Аналіз обсягів біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі протягом січня-грудня 2014 року, млн. грн. [7]

Період	Організатор торгівлі										Усього
	УФБ	КМФБ	ПФТС	УМВБ	ІННЕКС	ПФБ	УМФБ	ФБП	СЄФБ	УБ	
Січень	178,36	370,57	7257,99	0,03	11,36	737,45	69,76	34315,07	30,60	552,36	<b>43523,54</b>
Лютий	8,75	251,57	7861,06	0,06	3,09	131,12	4,78	36448,15	4,25	506,71	<b>45219,53</b>
Березень	2,17	1553,23	3885,80	0,02	2,19	73,96	4,43	15683,82	27,70	566,66	<b>21799,99</b>
Квітень	107,65	675,22	4454,72	0,02	1,33	1328,16	3,32	13756,50	78,29	684,17	<b>21089,38</b>
Травень	4,59	217,61	6568,36	0,02	0,20	593,76	2,82	39593,19	13,80	648,81	<b>47643,17</b>
Червень	6,35	833,97	10683,10	0,02	0,93	168,49	3,22	24269,13	33,97	661,85	<b>36661,03</b>
Липень	10,96	468,44	7301,86	0,03	0,43	136,99	3,28	25911,41	14,99	984,77	<b>34833,15</b>
Серпень	17,93	575,78	13127,22	0,02	0,78	471,25	4,14	113455,17	18,72	887,53	<b>128558,54</b>
Вересень	2,94	796,81	12596,86	0,00	0,88	2519,70	3,28	76985,63	197,02	883,23	<b>93986,36</b>
Жовтень	8,20	877,48	13628,20	0,00	0,57	3486,80	3,15	41111,25	22,50	843,49	<b>59981,65</b>
Листопад	8,75	1052,36	7515,00	255,07	0,36	2132,16	8,42	32046,96	116,94	647,43	<b>43783,46</b>
Грудень	106,44	2282,58	5030,04	2,28	5,20	959,46	8,16	42527,69	706,76	720,98	<b>52349,58</b>
<b>Усього</b>	<b>463,08</b>	<b>9955,61</b>	<b>99910,23</b>	<b>257,59</b>	<b>27,32</b>	<b>12739,29</b>	<b>118,76</b>	<b>496103,96</b>	<b>1265,53</b>	<b>8588,00</b>	<b>629429,38</b>

Як можна побачити з таблиці найбільші обсяги торгів були у місяці найбільшої політичної нестабільності в країні. З одного боку це відбувалося через те, що у зоні конфліктів знаходилися великі підприємства, акції яких котируються на біржі, а з іншого через різкі коливання курсу валют, що відбувалися у той самий час. Це говорить про низьку ліквідність ринку та значні можливості для маніпулювання ним.

Проаналізуємо зміни у частці національних торговельних систем з 2007 по 2013 роки у загальному

обсязі торгів (рис. 1).

Частка трьох найбільш крупних майданчиків у загальному обсязі з 2007 року була більшою, ніж 93% (крім кризового 2009, з часткою інших майданчиків у 19%). Частка біржі ПФТС постійно зменшується, а частка ФБ Перспектива зростала і у 2013 році склала 67% [8]. Концентрація торгів є позитивною тенденцією, адже ринок стає прозорішим, через спрощення доступу до інформації, замість збирання розрізнених даних з різних торговельних майданчиків.

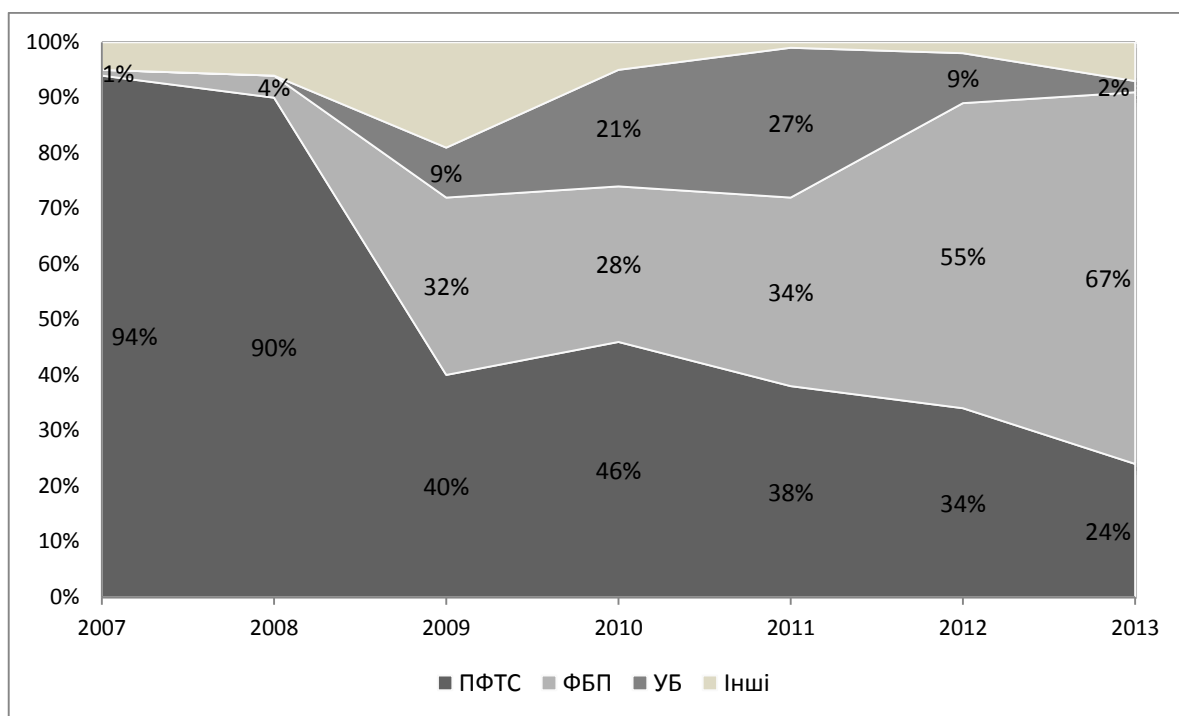


Рис. 1. Структура торгів у розрізі фондових бірж України у 2007-2013 рр. [8]

Розглянемо структуру торгів у розрізі фондових бірж у 2013 році за фінансовими інструментами (табл. 2).

Частка державних облігацій кожного року неухильно зростає та у 2014 році склала 88%. Якщо

розглядати структуру торгів за фінансовими інструментами у розрізі торговельних систем, то похідними цінними паперами ведуть торги лише три торговельні системи: ФБП, УБ та УФБ.

Таблиця 2

Структура торгів у розрізі фондових бірж України у 2013 році за фінансовими інструментами, млн. грн. [8]

Біржі	Державні облігації	Облігації місцевих позик	Облігації підприємств	Акції	Інвестиційні сертифікати	Деривативи	Іпотечні облігації, депозитні сертифікати	Усього
ФБП	282305,7	859,5	11907,2	4273	1473	18267,3	2,8	<b>319088,5</b>
ПФТС	68560,1	4,6	28024,2	15885,6	504,5	-	1	<b>112980,0</b>
ПФБ	-	-	13,7	13025	51,6	-	-	<b>13090,3</b>
КМФБ	-	-	4799,93	2912,9	4078,5	-	-	<b>11791,3</b>
УБ	15,9	39,8	2514,66	5164,84	66,4	3128	-	<b>10929,6</b>
УФБ	-	-	983,7	2411,1	11,5	5	-	<b>3411,3</b>
УМФБ	-	-	340,9	847,9	60,2	-	-	<b>1249,0</b>
СЄФБ	-	-	547,4	522,6	15,1	-	-	<b>1085,1</b>
ІННЕКС	-	-	13	205,2	0,3	-	-	<b>218,5</b>
УМВБ	-	-	0,1	0,7	-	0,8	-	<b>1,6</b>
<b>Усього</b>	<b>350881,7</b>	<b>903,9</b>	<b>49144,8</b>	<b>45248,8</b>	<b>6261,1</b>	<b>21401,1</b>	<b>3,8</b>	<b>473845,2</b>

Перейдемо до розгляду динаміки ринку корпоративних цінних паперів за 2005-2013 рр. (рис. 2). Його частка у загальному обсязі торгів з 2011 року впала у 4,5 рази і 2014 року склала 9,6%. Частка ж

біржового сегменту стрімко зростає у 2013 році, що пов'язано із запровадженням з 1 січня 2013 року акцизу на торгівлю цінними паперами поза біржею.

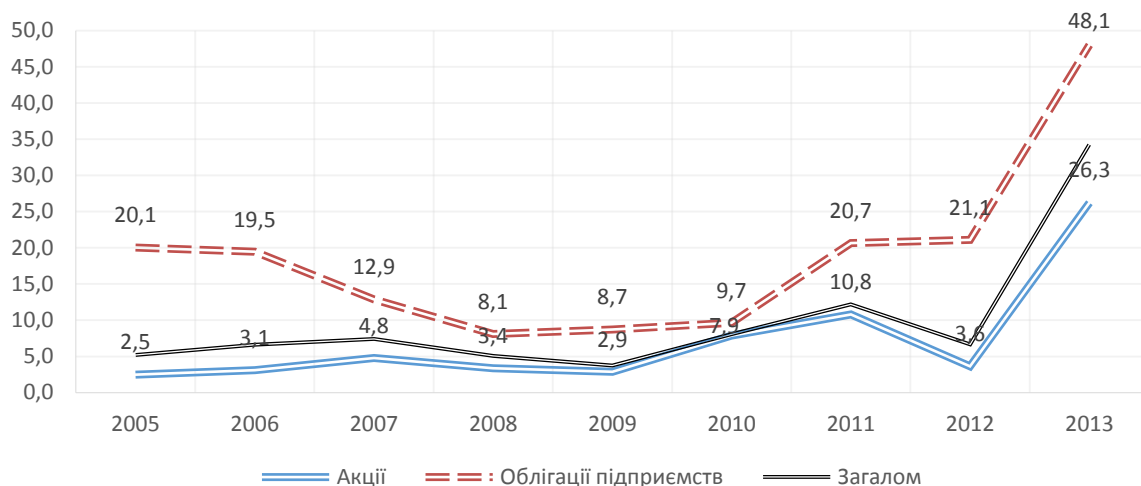


Рис. 2. Частка біржового сегменту ринку корпоративних цінних паперів, % [4]

У структурі ринку корпоративних цінних паперів 90% і більше обсягу торгів проходять на чотирьох основних майданчиках (рис. 3).

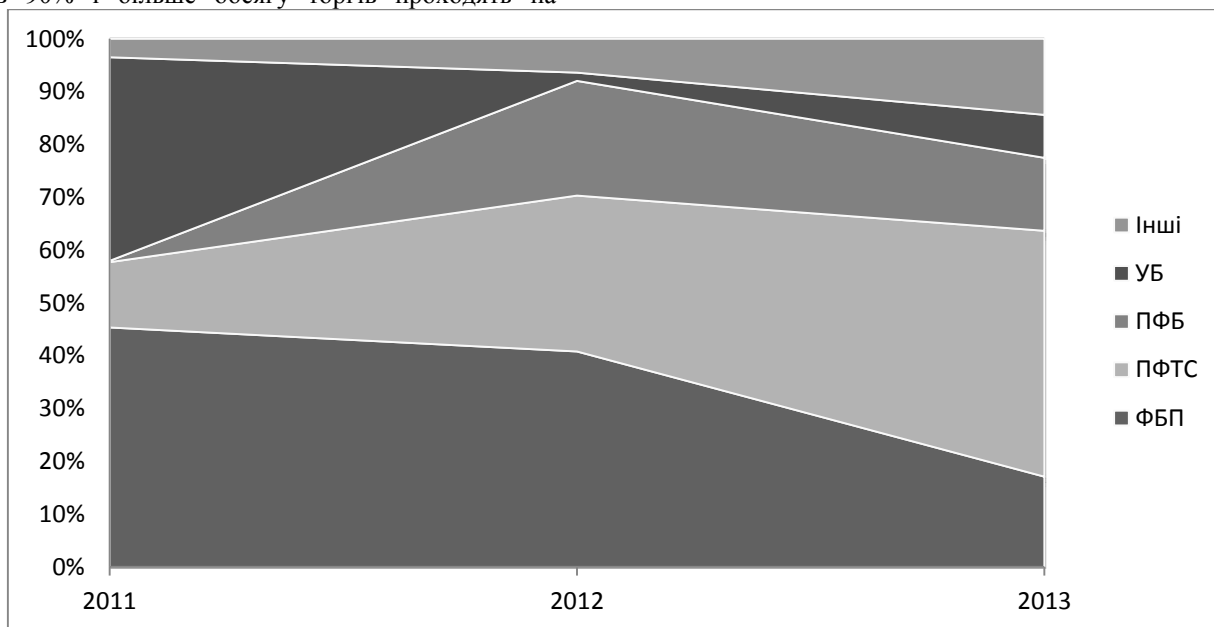


Рис. 3. Структура ринку корпоративних цінних паперів у розрізі фондових бірж за 2011-2013 рр. [8]

Видно також, що особливістю є те, що «лідер» за обсягами торгів постійно змінюється. У 2013 році більше 46% торгів корпоративними цінними паперами пройшли на ПФТС. З аналізу можна зробити висновок, що необхідність у інших майданчиках дуже низька, адже найбільш якісні інноваційні послуги, такі як огляди ринків, системи інтернет-трейдингу для індивідуальних інвесторів та актуальну інформацію про стан ринку, пропонують найбільші торговельні системи, наприклад початок подвійного лістингу на «Українській біржі».

Збільшення частки біржового ринку разом із концентрацією ринку корпоративних цінних паперів є позитивною тенденцією, адже інвесторам спрощується доступ до інформації про ціноутворення, ринок стає більш справедливим, ефективним та прозорим, але частка позабіржового ринку залишається все ще високою та кількість організаторів торгівлі надмірною.

### ВИСНОВКИ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Аналіз основних показників, які визначають стан фондового ринку, показав, що сучасний ринок цінних паперів України характеризується обмеженістю ліквідності та різноманітності видів цінних паперів. Найбільшу частку торгів займають державні цінні папери (майже 90%), хоча у розвинених країнах співвідношення кардинально інше – лише 10% припадає на державні цінні папери.

Обсяги операцій на ринку цінних паперів України є дуже чутливими до змін у політичній кон'юктурі. У 2012 році зростання обсягу біржових контрактів в порівнянні з результатами 2011 відбулося за рахунок значного поживлення в грудні, яке спостерігалось після проведення парламентських виборів.

Також, не дивлячись на те, що НКЦПФР проводить активну регуляторну діяльність на ринку цінних паперів, нагальними проблемами є нерозкриття, або несвочасне розкриття емітентами цінних паперів інформації на фондовому ринку, а також неотримання відкритими випусками облігацій підприємств рейтингової оцінки, яке є обов'язковим згідно із законодавством (такі емісії аналітики НРА «Рюрік» [9] вважають орієнтованими не на інвесторів, а на реалізацію визначених фінансових схем).

Підвищення ліквідності українського ринку корпоративних цінних паперів можливо за рахунок подвійного лістингу. З 2 лютого 2015 року на «Українській біржі» відбувся старт «подвійного лістингу» [10]. Першими емітентами, папери яких почали обертатися на біржі, стали «Миронівський хлібопродукт» та Ukrproduct Group Limited. Причому обсяги торгів акціями МХП з першого ж дня стали входити до 10 найбільших.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Кужелев М. А. Механизмы формирования и развития рынка ценных бумаг в Украине / М. А. Кужелев // Вісник Донецького університету (Серія В. Економіка і право). – Донецьк: ДонГУ, 1998. – № 2. – С. 22-29.
2. Кужелев М. О. Основні тенденції та перспективи розвитку ринку корпоративних облігацій в Україні / М. О. Кужелев, Д. Б. Юрова // Моделювання регіональної економіки. Збірник наукових праць. – Івано-Франківськ: Видавець Віктор Дяків, 2011. – № 2 (18). – С. 146-154.
3. Запоточний В. І. Тенденції розвитку ринку корпоративних цінних паперів в умовах світової фінансової кризи / В. І. Запоточний // Світові тенденції та перспективи розвитку фінансової системи України: зб. Матер. IX Міжнар. наук.-практ. конференції, 25-26 жовтня 2012 р. Київський національний університет імені Тараса Шевченка. – Київ, 2012 р. – С. 187-189.
4. Загальний огляд фондового ринку України за січень-листопад 2014 р. / Національний банк України, Генеральний департамент грошово-кредитної політики. – 2014 р. – 33 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=408575>.
5. Яцюк Г. В. Модернізація торгівельної інфраструктури ринку цінних паперів / Г. В. Яцюк // Фінансова інфраструктура України: проблеми та напрямки розвитку: зб. тез Всеукр. наук.-практ. конф. – К.: Криниця, 2013. – С. 170-172.
6. Сіржук Р. Біржові торги / Р. Сіржук // Цінні папери України. 2015 р. – № 2 (847). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.securities.org.ua/securities\\_paper/review.php?id=847&pub=7029](http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=847&pub=7029).
7. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/fund/analytics>.
8. Звіт ФБ «Перспектива» за 2013 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://fbp.com.ua/Doc/Отчет%20ФБП\\_2013.pdf](http://fbp.com.ua/Doc/Отчет%20ФБП_2013.pdf).
9. Долінський Л. Ринок корпоративних облігацій: загальні тенденції / Л. Долінський, М. Ткаченко // Цінні папери України. – 2013. – № 18 (764). – С. 30-31.
10. Офіційний сайт Публічного акціонерного товариства «Українська біржа» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ux.ua/>.

#### **Кужелев Михаил Александрович, Бритченко Игорь Геннадьевич, Стабиас Сергей Николаевич АНАЛИЗ РАЗВИТИЯ НАЦИОНАЛЬНОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ В УСЛОВИЯХ ЕВРОПЕЙСКОЙ ИНТЕГРАЦИИ**

*Статья посвящена анализу развития рынка корпоративных ценных бумаг в Украине. Целью работы является определение развития рынка корпоративных ценных бумаг в условиях европейской интеграции Украины и разработка рекомендаций по повышению его ликвидности в долгосрочном периоде. В статье указано, что особого внимания требует изучения развития такого сегмента рынка как рынок корпоративных ценных бумаг. Отмечено, что одной из ключевых проблем национального фондового рынка является «дефицит» инструментов финансирования инвестиционных мероприятий. Определено, что наибольшие объемы торгов на фондовом рынке были в месяце наибольшей политической нестабильности в стране. Выяснено, что доля трех наиболее крупных площадок в общем объеме с 2007 года была больше, чем 93% (за исключением кризисного 2009 года). При анализе выявлено, что наибольшую долю торгов занимают государственные ценные бумаги (почти 90%), хотя в развитых странах соотношение кардинально другое - лишь 10% приходится на государственные ценные бумаги. Доля рынка корпоративных ценных бумаг за с 2011 года упала в 4,5 раза и в 2014 году составила 9,6%. В структуре рынка корпоративных ценных бумаг 90% и более объема торгов проходят на четырех основных площадках, причем биржа- «лидер» по объемам торгов постоянно меняется. В Украине наблюдается очень большое количество организаторов торговли (10 по состоянию на январь 2015 года). Однако избыточное количество, приводит к децентрализации спроса и предложения на ценные бумаги, провоцирует процесс манипулирования ценами на рынке, приводит к установлению различных правил заключения и исполнения биржевых договоров. В 2013 году более 46% торгов корпоративными ценными бумагами прошли на ПФТС. Акцентировано внимание, что неотложными проблемами являются нераскрытие или несвоевременное раскрытие эмитентами ценных бумаг информации на фондовом рынке, а также неполучения открытыми выпусками облигаций предприятий рейтинговой оценки, которое является обязательным в соответствии с*

законодательством. Предложено предположение, что повышение ликвидности украинского рынка корпоративных ценных бумаг возможно за счет двойного листинга.

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг, акции, корпоративные облигации, фондовая биржа, торговая система, биржевые контракты

**Kuzheliev M., Britchenko I., Stabias S.**

#### **ANALYSIS OF THE NATIONAL MARKET CORPORATE SECURITIES UNDER THE EUROPEAN INTEGRATION**

*The analysis of corporate securities market in Ukraine has been considered in the article. The aim is to determine the development of the corporate securities market in terms of Ukraine's European integration and to develop recommendations to improve liquidity in the long run. It has been stated that the study of the development of this segment of the financial market as the market for corporate securities needs special attention. It has been emphasized that one of the key problems of national stock market is "deficit" of financing instruments of investment activities. It has been determined that the greatest volume of trading on the stock market was in the month of the largest political instability in the country. It has been found that the share of the three largest stock trading floors in total in 2007 was greater than 93% (except for the crisis of 2009). The analysis has revealed that government securities (90%) occupy the largest share of trading, while in developed countries the ratio is dramatically different - only 10% are government securities. The market share for corporate securities in 2011 dropped by 4.5 times and in 2014 by 9.6%. 90% or more of trading is held on four main floors in the structure of corporate securities market, but stock exchange - "leader" in terms of trading is constantly changing. There is a very large number of trading (10 as of January 2015) in Ukraine. However, excessive amount leads to decentralization of supply and demand for securities, provokes the process of price manipulation in the market, leading to the establishment of different rules of conclusion and implementation of the exchange agreements. In 2013, over 46% of trades in corporate securities were held on the PFTS. It has been emphasized that pressing problems are non-disclosure or untimely disclosure of information by issuers of securities on the stock market as well as failure to receive rating by enterprise public offering, which is required by law. It has been suggested that increased liquidity of Ukrainian market of corporate securities may be due to the dual listing.*

**Keywords:** stock market, stocks, corporate bonds, stock exchange, trading system, exchange contracts

Одержано 15.02.2015 р.

УДК 336.225.6

**Малець Станіслав Станіславович,**  
аспірант кафедри обліку та фінансів,  
Мукачівський державний університет

## **ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ПОДАТКОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ В РИНКОВІЙ ЕКОНОМІЦІ**

*Розглянуто історичні та сучасні підходи до визначення змісту понять «податки» та «податкове регулювання». Дослідження еволюції змісту понять «податки» та «податкове регулювання» базувалось на використанні методів єдності історичного і логічного. Оцінку основних завдань податкового регулювання в сучасних економічних умовах виконано методом аналізу і синтезу. Мета статті полягає в обґрунтуванні теоретичних засад податкового регулювання соціально-економічних процесів на сучасному етапі розвитку національної економіки. Характеристику податків, як економічної категорії, розглянуто в таких аспектах: за економічною сутністю; за формою прояву; з організаційно-правової сторони. Обґрунтовано, що чітке визначення теоретичних засад податкового регулювання економіки з урахуванням особливостей сучасних умов господарювання дозволить більш ґрунтовно здійснювати відбір та підвищити ефективність застосування державних регулятивних заходів. Сформульовано уточнене визначення податкового регулювання економіки та визначено його зв'язок з регуляторною функцією податків. Визначено, що податкове регулювання – це управління сукупністю відносин у сфері виробництва, обміну та споживання матеріальних благ і послуг в умовах конкретного суспільного ладу з метою досягнення бажаних соціально-економічних результатів шляхом застосування специфічного інструменту – податків. В статті проаналізовано основні функції податкового регулювання в сучасних умовах, а саме: алокаційна, розподільча, регуляторна, соціальна. Обґрунтовано, що окремим інструментом податкового регулювання є податковий механізм, який з економічної точки зору є сукупністю економічних відносин, специфічних методів мобілізації бюджетних коштів і включає в себе: податкове планування і прогнозування; податкові норми та нормативи; податкові стимули та санкції. За*