

Рябокiнь М.В., Юзвіна М.О.

ТЕОРЕТИЧНІ ПІДХОДИ ЩОДО ОЦІНЮВАННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФОНДОВИХ БІРЖ УКРАЇНИ

У статті розглядається необхідність оцінювання ефективності функціонування фондової біржі як важливого показника економічного розвитку країни. Визначено основні показники ефективності біржової торгівлі, проведено аналіз цих показників та системи їх розрахунку.

Ключові слова: фондова біржа, ефективність, оцінка ефективності, показник ефективності, капіталізація, біржовий індекс, базовий показник.

Постановка проблеми. Економічний розвиток країни передбачає безперервний процес мобілізації, розподілу і перерозподілу фінансових ресурсів. Активну участь у реалізації цих процесів виконує фондова біржа, діяльність якої передбачає організацію укладення угод з купівлі-продажу цінних паперів та їх похідних. Через це оцінка діяльності фондової біржі є важливим показником розвитку національної економіки будь-якої країни. Особливо важливого значення ця проблема набуває в контексті функціонування суб'єктів ринкової економіки, оскільки дозволяє визначити їх основні потреби та можливості задоволення цих потреб.

Порівняно із країнами з розвинутою ринковою економікою ефективність функціонування фондових бірж в Україні є незадовільною. Це пояснюється, зокрема, необґрунтованим оцінюванням рівня ефективності біржової торгівлі. Сьогодні існує лише аналіз наявних результатів торгівлі, отриманих упродовж визначеного періоду часу без використання єдиної методики, тому неможливо визначити основні причини неефективного розвитку вітчизняної біржової системи. Викликає потреба в оцінюванні ефективності функціонування фондової біржі, яка дозволить здійснити комплексний аналіз діяльності фондової системи загалом.

Аналіз останніх досліджень. Проблема ефективності функціонування фондових бірж є темою досліджень значного кола зарубіжних та вітчизняних науковців. Такі зарубіжні вчені-економісти, як Пол Хейнне, Р. Глен Габбард, П. Гартман, У. Шарп, Ю. Бригхем, Р. Брейлі, Дж. Ван Хорн, Г. Бірман та інші у своїх працях особливу увагу приділяють чинникам розвитку біржової торгівлі, результатам оцінки впливу цих чинників на ефективність роботи фондових бірж, механізму підвищення рівня розвитку ринку цінних паперів тощо.

Дослідженню закордонного досвіду щодо побудови ефективної біржової системи в сучасних умовах присвячені праці таких українських учених-економістів: С. Панчишина, Б. Рубцева, В. Корнеєва, М. Козоріз та інших. Вивченням основ функціонування, проблем формування та розвитку фондових бірж займалися такі науковці, як: О.М. Мозговий, Ю.Я. Кравченко, В.В. Корнеєва, Г.М. Терещенко, З.Г. Ватаманюк, Б.В. Губський, А.А. Пересада, Б.І. Альохіна, В.В. Оскольський, А. Мертенс та інші. У той же час більш

детальної наукової розробки потребує визначення показників ефективності функціонування фондових бірж в Україні, чинників та методів їх подальшого розвитку, створення єдиної системи комплексної оцінки ефективного функціонування.

Мета статті. Метою статті є наукове обґрунтування теоретичних підходів щодо оцінювання ефективності функціонування фондових бірж в Україні.

Виклад основного матеріалу. Оцінка діяльності фондової біржі – це важливий показник розвитку національної економіки будь-якої країни. Відповідно до світового досвіду існує два взаємопов'язані показники ефективності біржової торгівлі:

1) комплексний показник ефективності біржової діяльності, що передбачає оцінку потужності її розвитку та конкурентоспроможності на внутрішньому і зовнішньому ринках;

2) поточний показник ефективності діяльності фондової біржі, що відображає тенденції розвитку ринку та вплив різних чинників на динаміку процесу купівлі-продажу цінних паперів.

Основним критерієм комплексного показника ефективності біржової діяльності є капіталізація, що відображає сукупну курсову вартість цінних паперів, залучених в обіг. Враховуючи різні підходи до характеристики даного поняття, капіталізацію можна визначити як:

а) перетворення прибутку в капітал;

б) процес утворення фіктивного капіталу, обчисленого на основі доходу, отриманого від володіння цінними паперами;

в) відшкодування одноразових витрат, що відображають вкладення капіталу за рахунок нагромадження річного прибутку;

г) добуток котирування звичайних акцій компанії на загальну їх кількість [3].

Важливим є розмежування двох взаємопов'язаних аспектів капіталізації, а саме: реальної та фіктивної.

Реальна капіталізація відображає процес перетворення вартості, втіленої у матеріальних та інших реальних цінностях в джерело її зростання. Дане визначення відображає відтворювальну сутність капіталу як засобу примноження вартості шляхом збільшення капітальних потужностей суб'єктів господарювання за рахунок інвестування отриманого доходу.

Фіктивна капіталізація передбачає відображення реального капіталу в цінних паперах. Такий підхід до розуміння суті поняття трактує капіталізацію певного об'єкта як грошовий вираз вартості, випущених ним цінних паперів, встановлений котируванням на фондовій біржі [7].

Водночас фіктивна капіталізація відображає очікування потенційних інвесторів, які, відповідно до її рівня, формують власні стратегії забезпечення.

Так, на основі вартості фіктивного капіталу у країнах з розвиненою ринковою економікою визначається капіталізація фондової біржі як сумарна вартість реального капіталу, представленого в акціях чи інших цінних паперах, що обертаються на вторинному ринку.

Важливе значення мають визначення кiлькiсних характеристик капiталiзацiї фондових бiрж, що вiдображенi через абсолютнi та вiдноснi показники. Абсолютна величина капiталiзацiї фондової бiржi вимiрюється обсягами капiталу, що залучений в обiг на нiй.

Вiдносна величина капiталiзацiї – це частина капiталу в загальному обсязi ресурсiв. Особливiстю визначення фiктивної капiталiзацiї фондової бiржi є те, що в основу її визначення закладено не суму власного капiталу, а залученого в обiг. Так, вiдношення реальної капiталiзацiї фондової бiржi до ВВП є основним показником оцiнки її вiдносної капiталiзацiї [7].

Збалансоване поєднання фiктивної та реальної капiталiзацiї становить капiталiзацiю економiки, яка є iндикатором її фiнансової ефективностi та характеризує здатнiсть вкладати в ринковий обiг iснуючу вартiсть, тобто перетворювати багатство на капiтал, який приносить прибуток.

Таким чином, загально визнаним показником комплексної ефективностi дiяльностi фондової бiржi є капiталiзацiя, яка дозволяє визначити рiвень залучення фiнансових ресурсiв до бiржової торгiвлi через призму розвиненостi та прозоростi ринкової системи краiни.

Основним критерiєм поточної ефективностi функцiонування фондової бiржi є бiржовi iндекси. Вони використовуються для iнтегральної оцiнки стану фiнансового ринку i вiдображають загальну тенденцiю функцiонування фондового ринку.

Бiржовий iндекс – це середнiй або середньозважений показник курсiв цiнних паперiв, що вiдображає поточний стан та динамiку фондового ринку. Бiржовi iндекси є цифровими статистичними показниками, що виражають (зазвичай у вiдсотках) послiдовнi змiни певних явищ [2].

Змiну значень iндексiв економiсти трактують як показник сукупного попиту. Зростання чи падiння значення iндексу на одному ринку часто впливає на стан попиту на iншому.

Iндекс являє собою вiдношення порiвнюваної величини до певної величини, яку приймають за базу.

Бiржовi iндекси iнодi розраховуються як середньозважена величина, що визначається з урахуванням не тiльки вiдносних змiн, а й абсолютної цiни акцiй компанiй, якi створюють кошик iндексу.

Методика розрахунку бiржового iндексу полягає у визначеннi спiввiдношення середньої геометричної цiни акцiй пiдприємств за поточний перiод та середньої геометричної цiни за базовий [2]. Однак у кожнiй краiнi iснують власнi методи розрахунку iндексiв. Загалом у свiтовiй системi господарювання використовують чотири основнi методологiчнi системи розрахунку бiржових iндексiв, що ґрунтуються на розрахунках за вiдповiдний перiод:

1) темпiв змiни середньої арифметичної величини цiни акцiй певної кiлькостi обраних корпорацiй. Прикладом даної методики є перший у свiтi i найбільш вiдомий iндекс США – iндекс Dow Jones.

2) темпів зростання (зниження) середньозваженої (за кількістю акцій в обігу) ціни більшості акцій компаній. Прикладом розрахунку за цією методологічною системою є індекс Standard & Poor's.

3) середньоарифметичне значення темпів приросту (зниження) цін акцій. Прикладом такої методології розрахунку біржових індексів є український індекс Першої фондової торговельно-інформаційної системи (ПФТС).

4) середньгеометричного значення темпів зміни цін акцій. Прикладом зазначеної методології є композитний індекс Value Line Composite Average. Це середньгеометрична похідна приросту курсів 1 695 акцій.

Методики розрахунку українських індексів дуже подібні. Головні розбіжності полягають у джерелах отримання інформації про ринкові ціни акцій, що зумовлено відсутністю єдиного центру котирування. Деякі індекси намагаються охопити більшу частину ринку, але при цьому орієнтуються на котирування, що у ситуації недостатньої ліквідності українського ринку цінних паперів неминуче призводить до зменшення точності індексів. Проблему становить і те, що ринок має невеликий обсяг і залежить від руху коштів іноземних портфельних інвесторів.

Розвиток українського фондового ринку привів до того, що на початку 1997 року з'явилися українські фондові індекси. До них можна віднести такі:

1. ПФТС – індекс є офіційним показником Першої фондової торгової системи і розраховується на основі простих акцій підприємств, які пройшли лістинг в ПФТС. Індекс розраховується за методом зваженої середньої арифметичної та розраховується з 1.10.1997 року. Індекс ПФТС. Business Partners – це середнє для найбільш ліквідних українських акцій, які мають найбільшу ринкову капіталізацію і розраховуються щотижня у гривнях і доларах на основі реальних угод та твердих котирувань у ПФТС. Частка акцій компаній, що включається до індексу та обертається на ринку, повинна перевищувати 10 % від їх загальної кількості. Компоненти індексу зважуються на основі ринкової капіталізації, однак частка держави та стратегічного інвестора, як правило, виключаються. Склад індексу переглядається на відповідність вказаних критеріїв щомісяця, і вносяться необхідні зміни [1].

2. Індекс Wood-15, який обчислюється компанією “Wood & Company Ukraine” з 01.07.1997 року, який будується за принципом індексу Пааше. Індекс WOOD-15 включає українські компанії із найвищою на сьогодні ринковою капіталізацією, акції яких активно торгуються на ринку:

- у галузі електроенергетики: «Дніпроенерго», «Західенерго», «Донбасенерго»;
- у хімічній промисловості: «Азот» (Черкаси), «Дніпроазот»;
- у металургії: Харцизький трубний завод, Нижньодніпровський трубопрокатний завод, «Азовсталь», Маріупольський комбінат ім. Ілліча, Полтавський ГЗК, Орджонікідзевський ГЗК;
- у нафтогазовій промисловості: НПК «Галичина», «Укрнафта»;
- у галузі транспорту: «Укррічфлот»;
- у машинобудівній промисловості: «Запоріжтрансформатор».

3. Індекс SBPU-30, який був розроблений фахівцями АТ «Софія-Цінні папери». Будується за принципом середньої арифметичної зваженої. Особливість побудови індексу полягає в тому, що при розрахунку використовують валютний індекс, який враховує відповідно поточний курс долара та курс євро до гривні.

4. Індекс Inekodex є першим галузевим українським фондовим індексом, який відображує поточну ситуацію на ринку енергетичних компаній. Розраховують його на основі середньої арифметичної з відносних цін.

5. Індекс IPI-U розраховується спільно агентством «Інтерфакс-Україна» і компанією «Полар-інвест» з 1 січня 1999 року. До бази індексу входять найбільш ліквідні акції, а зміна лістингу проводиться щомісяця. Особливістю цього індексу є те, що він розраховується, виходячи з доларових цін акцій.

6. Індекс СОКРАТ розраховується за принципом агрегатного індексу. При розрахунку ринкової капіталізації враховуються лише ті акції, які обертаються на вторинному ринку.

7. Індекс KINDEX розраховується з вересня 1998 року фірмою КІНТО. Індекс є ринковозваженим, і він дозволяє дослідити динаміку цін найбільш ліквідних акцій, якими торгують на українському фондовому ринку. Склад індексу змінюється, якщо компанії перестають відповідати певним умовам (спред між найкращими котируваннями попиту та пропозиції не повинен перевищувати 100%; кількість котирувань як попиту, так і пропозицій не повинна бути менше 5%).

Індекс ПФТС як індикатор економічної безпеки торговців цінними паперами найбільш повно відображає суть та тенденції українського фондового ринку. Провівши аналіз обсягів його торгів за 1998р.-поч. 2012 р. (рис. 1), знайшовши рівняння параболічного тренду, можна розкрити резерви росту та приховані загрози безпеки торговців.

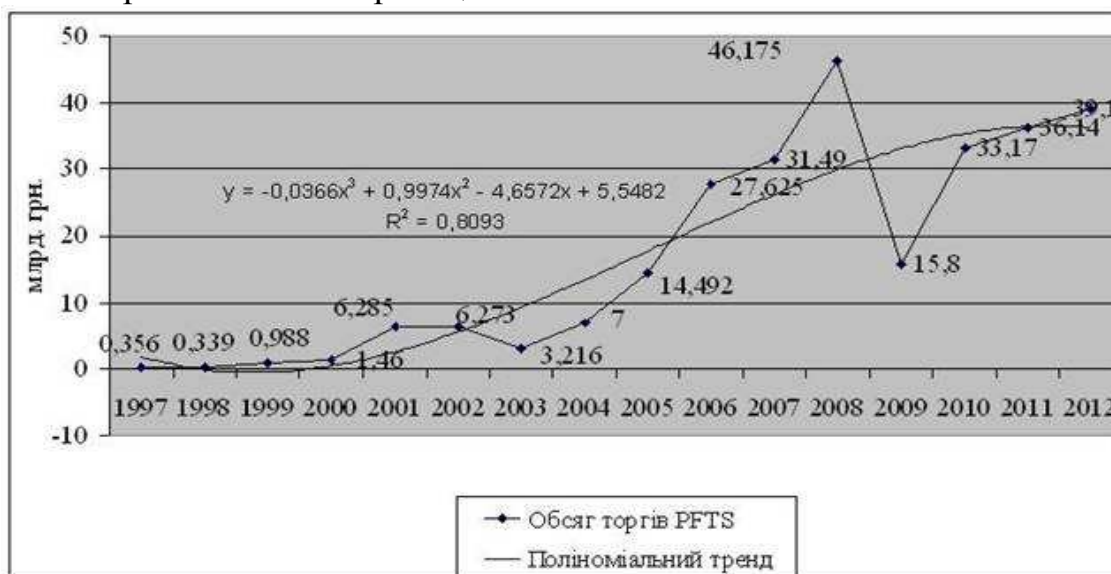


Рис. 1. Обсяги торгів на ПФТС 1998-поч. 2012 рр., млрд. грн.*

*Джерело Ефективна економіка [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=292>

Отже, рiвняння параболiчного тренду показує, що теоретичне значення обсягу торгiв у році, що передує перiоду дослідження, становить 6760,09 млн. грн.; середньопочаткове зменшення обсягу торгiв – 4156,8 млн. грн.; середнiй темп збiльшення обсягу торгiв цiнними паперами – 598,1 млн. грн. Коефiцiєнт апроксимiальної достовiрностi (детермiнацiї) дорiвнює 0,8093, що вказує на високу ступiнь достовiрностi. Це дає пiдставу стверджувати про правильну оцiнку iндексу ПФТС.

Бiржовi iндекси вже понад сто рокiв використовують для iнтегральної оцiнки стану фiнансового ринку. Iнвесторiв цiкавить не лише динамiка цiн на акцiї певної компанії, а й загальна тенденцiя всього ринку. Саме для цього практично всi бiржi мають власнi системи агрегатних iндексiв, якi вiдображають рiвень i динамiку цiн на певний пакет акцiй. Як правило, цей пакет складається з акцiй компанiй, що належать до рiзних галузей промисловостi та фiнансової сфери.

Фондовi iндекси були створенi для того, щоб iнвестори бачили тенденцiї розвитку фондового ринку. На їх пiдставi експерти прогнозують подальшу поведiнку ринку. Якщо економiка певної країни демонструє хорошi темпи зростання, то iнвестори всього свiту намагаються купувати акцiї її компанiй. Це викликає не тiльки зростання цiн цих акцiй, а й зростання курсу нацiональної валюти держави. Зростають нацiональнi iндекси – зростає нацiональна валюта.

Як правило, абсолютнi значення iндексiв не важливі. Бiльше значення мають змiни iндексу з плином часу, оскiльки вони дозволяють судити про загальний тренд руху ринку, навіть у тих випадках, коли цiни акцiй усерединi «iндексної корзини» змiнюються у рiзних напрямках. Залежно вiд вибiрки показникiв, фондовий iндекс може вiдображати поведiнку якоїсь групи цiнних паперiв (або iнших активiв) або ринку (сектора ринку) в цiлому. Iдеальний бiржовий iндекс повинен виконувати наступне: своєчасно вiдображати всi змiни на ринку, допомагати трейдеру за допомогою технiчного аналізу робити прогноз подальшого напрямку руху ринку, допомагати iнвесторам вигiдно робити ставки, служити основою для створення найкращого портфеля в категорiях «дохiднiсть» i «надiйнiсть», бути зручним iнструментом для опцiонних i ф'ючерських контрактiв з можливістю хеджування будь-яких ризикiв, вiдображати базову величину доходу, яку може отримати трейдер, допомагати оцiнювати якiсть роботи компанiй у порiвнянні з середнiми значеннями i ринком в цiлому.

Україна являє собою десятку торгових майданчикiв i величезну кiлькiсть цiнних паперiв, щохвилини генерується величезна кiлькiсть необхідної для прийняття iнвестицiйних рiшень фiнансової iнформацiї. У зв'язку з цим iнформацiйна функцiя фондових iндексiв набуває важливого значення, оскiльки саме фондовi iндекси дозволяють учасникам фондового ринку знижувати обсяг iнформацiйного потоку, орієнтуватися на iстотну й iгнорувати несуттєву iнформацiю, i спрощують тим самим процес прийняття iнвестицiйних рiшень у стрiмко мiнливих економiчних умовах.

Данi iндексiв чiтко вiдображають та миттєво реагують на будь-якi коливання ринку, як позитивнi, так i негативнi. Негативними чинниками, що

вплинули на позначки світових фондових індексів, стали: зниження низки провідних індексів (споживчої впевненості, ділової активності); скорочення роздрібного товарообігу; зниження обсягу продаж на первинному ринку житла; оприлюднення негативної корпоративної звітності (Citigroup, Bank of America, Intel Corp, Alcoa, General Electric).

Ефективність роботи фондових бірж може бути оцінена за такими критеріями, як: ринкова капіталізація, кількість акцій, що котируються на біржі; оборот торгівлі акціями; число укладених угод з акціями.

1. Капіталізація фондового ринку. Під терміном розуміється сумарна курсова вартість випущених акцій компанією, що мають регулярне котирування. Цей показник важливий тому, що він відображає величину національного надбання, матеріалізованої в цінних паперах. Капіталізація показує, наскільки залучений в інвестиційний процес емісійний капітал потенційних інвесторів.

2. Кількість акцій, що котируються на біржі. Зазначений показник відображає, з одного боку, зацікавленість емітентів в інвестиціях, пов'язаних із ринком цінних паперів, а з іншого, – вміння емітентів використовувати інвестиційні можливості фондового ринку для реалізації своїх інвестиційних проектів.

Важливість цього параметра обумовлена тим, що для проходження процедури лістингу цінні папери повинні відповідати досить високим вимогам. Тому емітент, чиї цінні папери задовольняють вимогам біржового лістингу, має сертифікат якості. Кількість акцій, що котируються на біржі, відображає рівень розвитку фондового ринку в економічній системі держави. Відзначимо, що кількість іноземних цінних паперів, що пройшли лістинг на фондовій біржі, показує ступінь інтернаціоналізації національного фондового ринку. Це легко пояснити, звернувши увагу на кількість цінних паперів, допущених до обігу на різних фондових біржах.

3. Оборот торгівлі акціями. У дещо спрощеному розумінні такий показник відображає ступінь ліквідності акцій на фондовій біржі, тобто, наскільки швидко інвестор може продати акції без істотної втрати у їх вартості. Тому можна сказати, що певною мірою аналізований показник відображає ступінь спекулятивності ринку, що забезпечується професійними учасниками ринку цінних паперів – брокерами. Іншими словами, цей показник відображає ступінь зацікавленості брокерів у фондовому ринку та масштаби залучення їх у технологію функціонування фондового ринку.

4. Число здійснених операцій із акціями. Певною мірою цей показник кореспондує з попереднім критерієм. Проте він суттєво доповнює його: співвідношення кількості акцій, проданих на біржі, і їх обороту хоча досить приблизно, але все ж дає інформацію про те, яка середня вартість однієї угоди з акціями на біржі. Іншими словами, ставлення обороту торгівлі акціями до кількості угод з акціями, проданими на біржі, показує середній обсяг однієї угоди, тобто вказує, наскільки обсяг операції з акціями за вартістю прийнятні як для емітента, так і для інвестора. Таким чином, розглядаючи оборот торгівлі акціями з показником числа скоєних біржових угод, ми оцінюємо середню

вартість однієї угоди, а отже, отримуємо уявлення про інвестиційну ситуацію на фондовому ринку певної країни [8].

Отже, загально визнаним світовим показником поточної ефективності діяльності фондової біржі є біржові індекси, за допомогою яких здійснюється оцінка поточного стану розвитку біржової системи. За допомогою такої оцінки можна вчасно визначити проблеми біржового процесу та вжити необхідних заходів щодо їх вирішення.

Висновок. Для визначення ефективної роботи фондових бірж України слід проводити оцінку за такими критеріями, як: ринкова капіталізація, кількість акцій, що котируються на біржі, оборот торгівлі акціями, число зроблених угод з акціями. Ефективне функціонування фондового ринку та зниження собівартості операцій, що здійснюються на ньому, залежать від досягнення вироблених світовим досвідом орієнтирів у стандартах щодо клірингу та розрахунків по цінних паперах, реєстрації та перереєстрації.

Розвиток систем клірингу та розрахунків по цінних паперах повинен бути спрямований на зниження властивого цим системам ризику шляхом скорочення терміну між укладенням та реалізацією угод по цінних паперах, забезпечення гарантій їх виконання та встановлення принципу одночасного обміну грошей на цінні папери. Ефективність може бути підвищена шляхом відмови від фізичного переміщення цінних паперів, стимулювання використання, де можлива система заліку, а також стандартизованих методів зв'язку і суворих часових рамок виконання операцій.

Перспективи розвитку ефективної діяльності фондових бірж в Україні повинні відбуватися через: удосконалення механізмів захисту прав інвесторів, розвиток інструментів ринку коштовних паперів, зосередження укладення договорів купівлі-продажу цінних паперів на фондових біржах та інших організаторах торгівлі цінними паперами, удосконалення системи розкриття інформації на ринку цінних паперів, розвиток інвестиційної інфраструктури.

Список використаних джерел:

1. Бібліотека економіста [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://library.if.ua/book/75/5391.htm>
2. Визначення біржових індексів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://info.srochno.ua/ukr/professions/investicii/>.
3. Визначення капіталізації [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://info.srochno.ua/ukr/professions/investicii/>.
4. Ефективна економіка [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/index.php?operation=1&iid=292>
5. Экономико правовая библиотека [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.vuzlib.net/birz_d/8-1.htm
6. Інституційний депозитарій Української академії банківської справи Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dspace.uabs.edu.ua/handle/123456789/486>
7. Капіталізація економіки: проблеми та перспективи: матеріали семінару // Економічна теорія. – 2010. – № 2. – С. 91–112.

8. Все про біржу та біржову діяльність – Аналіз ефективності роботи фондових бірж [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.mmt.com.ua/fondova-brzha-ta-fondovij-rinok/48-vse-pro-brzhu-ta-brzhovu-dyalnst-analz-efektivnost-roboti-fondovix-brzh.html>

Подано до редакції 30 січня 2012 року

Рябокінь М.В., Юзвіна М. О.

Теоретические аспекты эффективности функционирования фондовых бирж Украины

В статье рассматривается необходимость оценивания эффективности функционирования фондовой биржи как важного показателя экономического развития страны. Определены основные показатели эффективности биржевой торговли. Проведен анализ этих показателей и системы их расчета.

Ключевые слова: *фондовая биржа, эффективность, оценка эффективности, показатель эффективности, капитализация, биржевый индекс, базовый показатель.*

Rjabokin M.V., Yuzvina M. O.

Theoretical aspects of performance evaluation of stock market Ukraine

In the article the necessity of evaluation of efficiency of functioning of exchange stock is examined as an important index of economic development of country. Certainly basic indexes of efficiency of exchange trade. The analysis of these indexes and system of their calculation is conducted

Keywords: *exchange stock, efficiency, estimation of efficiency, index of efficiency, capitalization, exchange index, base index.*

Рябокінь Марина Валеріївна – старший викладач кафедри фінансових ринків, заступник декана факультету фінансів та банківської справи Національного університету ДПС України.

Юзвіна Марина Олександрівна – студентка факультету фінансів та банківської справи Національного університету ДПС України.