

## ПЕРСПЕКТИВИ БІРЖОВОГО СЕГМЕНТА ВІТЧИЗНЯНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

В. Н. Парсяк, д-р екон. наук, проф.<sup>1</sup>;  
К. Д. Немолук, фахівець по роботі з інвесторами<sup>2</sup>;  
А. Г. Щербина, аналітик<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Національний університет кораблебудування, м. Миколаїв;  
<sup>2</sup>«Українська біржа», м. Київ

**Анотація.** За результатами аналізу структури та обсягів контрактів, які укладаються на вітчизняному фондовому ринку, окреслено поточний стан біржової торгівлі цінними паперами. Визначено вектор її подальшого розвитку та шляхи подолання перешкод, які його стримують.

**Ключові слова:** ринкова економіка, фінансові інструменти, цінні папери, фондовий ринок, фондова біржа, технології торгів.

**Аннотация.** По результатам анализа структуры и объемов контрактов, заключаемых на отечественном фондовом рынке, обозначено текущее состояние биржевой торговли ценными бумагами. Определены вектор дальнейшего развития и пути преодоления препятствий, которые его сдерживают.

**Ключевые слова:** рыночная экономика, финансовые инструменты, ценные бумаги, фондовый рынок, фондовая биржа, технологии торгов.

**Abstract.** Based on the results of the analysis of the structure and number of the contracts concluded at the domestic stock market, the current state of securities exchange has been outlined. The vector of their further development and ways to overcome obstacles that restrain it are defined as well.

**Keywords:** market economy, financial instruments, paper-holdings, stock market, stock exchange, market technologies.

### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Спостереження за подіями, які відбуваються в економіці, побудованій переважно на приватній власності на засоби виробництва, засвідчують наявність двох ключових різновидів бізнес-суб'єктів: а) приватних господарств, учасниками яких є громадяни України й особи без громадянства, зареєстровані як підприємці; б) господарських організацій, які розрізняються за формою власності, способом формування статутного капіталу, розмірами (кількістю працівників, обсягом валового доходу від реалізації продукції). Усі вони презентовані своїм дійсним та потенційним замовникам продуктовою пропозицією, яка відповідає виробничій спеціалізації, що склалася. Як наслідок, глобальний маркетинговий простір поділяється на чотири сектори:

ринок виробів (у тому числі предметів особистого споживання і засобів виробництва);

ринок послуг (робіт) – дій, вигід або способів задоволення потреб, які підприємства, організації та громадяни надають (виконують) за укладеними із замовниками контрактами;

ринок праці, на якому відбувається рух людей працездатного віку проти запрошення зацікавлених роботодавців (юридичних осіб або приватних підприємців з правом наймання робочої сили) з метою отримати роботу на умовах, які задовольняють обидві сторони трудової угоди, що формалізує їхні відносини;

фінансовий ринок, частину якого займає його фондовий сегмент – сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів (акцій, публічних боргових зобов'язань, фінансових та комерційних векселів) і їхніх похідних (деривативів) [2, ст. 2].

У свою чергу, ринок цінних паперів (РЦП) підрозділяється на дві складові. Первинний ринок охоплює учасників і сукупність правовідносин, пов'язаних з розміщенням щойно випущених цінних паперів (ЦП). Вторинний поєднує угоди купівлі-продажу, які укладають інвестори в процесі подальшого обігу ЦП. Забезпечення ліквідності останніх – його перше ключове завдання. Друге – швидкий перерозподіл грошових потоків з метою спрямування їх до більш привабливих видів економічної діяльності.

В обох з наведених випадків складається надзвичайно динамічне співвідношення між дрібними інвесторами (наприклад, підприємствами, операційна діяльність яких не пов'язана з придбанням цінних паперів; фізичними особами, що знаходять на фондовому ринку альтернативні способи збереження та примноження власних заощаджень) та інвесторами інституціональними. Для останніх купівля-продаж цінних паперів – одне з головних джерел отримання засобів існування й розвитку або суттєва частина операційної діяльності (торговці, інститути спільного інвестування, пенсійні фонди, страхові й банківські установи).

Професійна діяльність на РЦП – це специфічний бізнес з перерозподілу фінансових ресурсів за посередництвом ЦП, а також з організаційного, інформаційного, технічного або іншого обслуговування їх випуску та обігу. Нею займаються юридичні особи, але виключно на підставі спеціальних державних ліцензій, які вони отримують у порядку, визначеному чинним законодавством. Основними інститутами РЦП виступають:

депозитарно-клірингова система із завданням гарантувати безпеку інвесторів. Депозитарії та клірингові установи беруть на себе зобов'язання з переміщення ЦП і грошових коштів між торговцями ЦП;

фондові біржі (ФБ). За інформацією Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку (НКЦПФР) [6], в Україні їх налічується десять. У 2012 р. найбільшою (за критерієм – загальний обсяг торгів) виявилася ФБ «Перспектива» (146 007,09 млн грн), друге місце посідає ФБ ПФТС (89 524,23 млн грн), третє місце – «Українська біржа» (24 100,52 млн грн). Частка інших семи фондових бірж у загальному обсязі торгів складає лише 1,75 % [5].

Отже, як бачимо, організований фондовий ринок при його, здавалося б, розгалуженій структурі не демонструє надмірної активності. Це, у свою чергу, відповідним чином позначається на рівні цивілізованості відносин, що панують у цьому сегменті товарно-грошових обмінів, а також відбивається на ефективності роботи, наприклад інституціональних інвесторів. Вони де-факто позбавлені можливості залучати капітал у реальний сектор економіки.

**МЕТА СТАТТІ** – оцінити перебіг подій у сфері фондового ринку та з'ясувати шляхи розв'язання виявлених проблем.

### ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Відповідно до положень ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» [2] фондова біржа утворюється в одній з двох організаційно-правових форм: акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю. Кількість засновників лімітована «знизу» (двадцять або більше). Усі вони мають бути:

а) торговцями цінними паперами із чинною ліцензією на право здійснювати свою професійну діяльність;

б) їхніми об'єднаннями, що, у свою чергу, складаються не менше ніж з двадцяти учасників.

Засновники піклуються про необхідний розмір статутного капіталу. Його мінімальна позначка зафіксована на рівні 15 млн грн. Обсяг власного капіталу фондової біржі, що здійснює кліринг та розрахунки, повинен бути ще більшим – 25 млн грн, як мінімум. За традицією, яка має багатовікову історію, фондова біржа виконує три основні функції:

посередницьку – створює емітентам, інвесторам та фінансовим посередникам достатні й необхідні умови для торгівлі ЦП;

індикативну – полягає в оцінюванні вартості й привабливості ЦП;

регулятивну – полягає в організації процедури торгівлі цінними паперами.

Додамо до цього, що біржові торги поживляють фондовий ринок, заохочують його розвиток, сприяють зростанню організованої торгівлі ЦП за посередництвом професійних учасників. Це, безумовно, працює на користь їхніх клієнтів. Тим більше, що визначальною рисою роботи ФБ є безпроблемність. Доходи мають бути, але вони формуються завдяки продажу власних акцій (часток статутного капіталу), регулярним членським внескам і біржовому збору з кожної угоди, укладеної учасниками торгів.

На вітчизняному ринку ЦП до 2009 р. було вкрай важко визначити реальні обсяги здійснених торговельних операцій. Справа у тому, що до того часу не працювала поширена у більшості країн світу система «поставки проти платежу» (*Delivery Versus Payment* або *DVP*). Йдеться про непорушне правило, за яким виконання зобов'язань сторін безумовно гарантується, а сама угода проводиться миттєво.

Наприклад, на фондовій біржі ПФТС, на яку припадало до вказаного терміну майже 90 % обсягу угод з купівлі-продажу ЦП, усі операції проводилися учасниками в «ручному режимі» на ринку котирувань. Після укладання контракту торговці мали самостійно виконати необхідні формальні процедури з документами і провести розрахунки. Якщо ж одна зі сторін з тих або інших причин відмовлялася від узятих на себе зобов'язань, то, за правилами ПФТС, торговець сплачував штраф на користь контрагента. Сума цієї «негативної мотивації» складала 15 % від контрактної вартості цінних паперів.

Водночас за умов, коли обидві сторони чомусь відмовлялися виконувати угоду, по відношенню до них жодних фінансових санкцій не застосовувалося. Як наслідок, на ФБ спостерігалася невідповідність між фактичними та законтракованими обсягами торгів. Ситуацію частково виправили після імплементації моделі розрахунків *DVP* на ринках акцій ПФТС, «Української біржі» (включаючи її строковий сегмент) та «Перспективи».

За даними Всесвітньої асоціації бірж, за останні 10 років у світі середньорічний приріст торгового обороту акцій (у грошовому вимірі) складає 4 %, а обсяги торгів деривативними контрактами (за кількістю) – 18 %. В Україні ж біржові операції з деривативами лише набирають сили (рис. 1) [7].

Як бачимо, після запуску строкового ринку на «Українській біржі» у травні 2010 р. обсяг торгів ф'ючерсним контрактом на індекс *UX* займав у середньому 17 % від загального торгового обороту. Натомість вже за підсумками 2012 р. цей показник продемонстрував значне зростання – до 54 %.

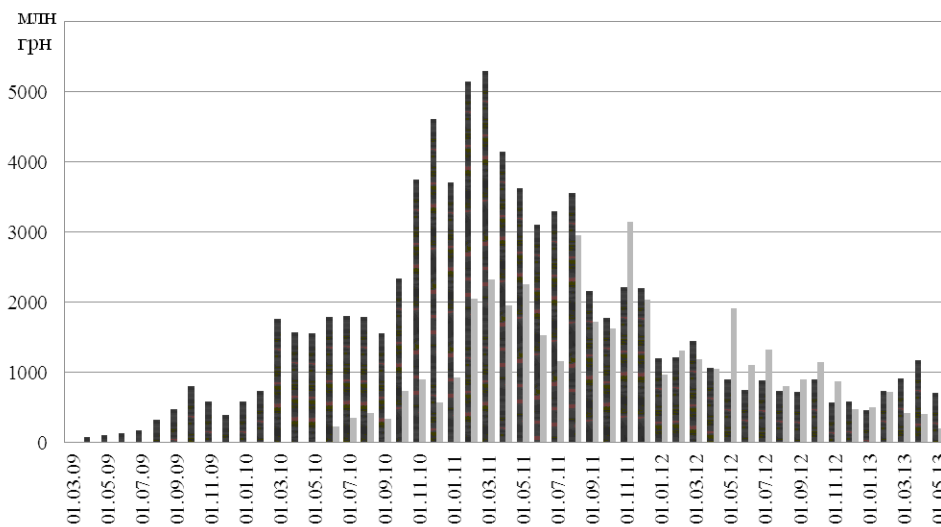


Рис. 1. Динаміка торгів на «Українській біржі»: ■ – фондовий ринок; ■ – строковий ринок

В історії свого розвитку біржовий ринок використав обмежену кількість технологій торгів. Це зумовлено багатьма факторами. Наприклад, закритість цього виду торгівлі, оскільки події відбувалися зазвичай серед знайомих між собою фахівців – біржових брокерів. Вона посилювалася ще й сформованим та ретельно опікуваним «ладом» поповнення цього «елітарного клубу». Крім детальної аналітичної проробки бізнесу претендента неодмінними були рекомендації двох відомих та шанованих «ветеранів руху». За цих обставин практично на всіх провідних фондових біржах світу майже до кінця ХХ ст. зберігалася публічна торгівля з присутністю брокерів у біржовій ямі за методикою простого та подвійного аукціонів і системи маркет-мейкерів.

Загострення конкурентної боротьби та поява новітніх інформаційних технологій змусили організований біржовий ринок «повернутися обличчям» до дедалі популярнішої комп'ютерної техніки. Спочатку вона використовувалася для елементарної візуалізації біржових цін на табло в торговельній залі та передачі важливих відомостей від брокера до решти учасників

ринку. Проте стрімкий зліт технологій щодо обробки та трансляції даних, можливостей, які вони відкрили користувачам, наполегливо змушували рухатися від звичайних систем автоматизованого обліку окремих операцій через ручне введення інформації до інноваційних методів укладання та виконання біржових угод. Розпочалася ера електронної торгівлі.

Перше, що її відрізняє від «добрих старих часів» – можливість укласти та виконувати угоди через Internet. Комп'ютеризація дозволила будь-кому з бажуючих взяти участь у біржовій торгівлі. Фактично відбулося розмивання нездоланих дотепер кордонів між власне біржовою та позабіржовою торгівлею, біржовим брокером і усіма, хто прагнув купувати або продавати ЦП. Звичайно, що реалії, які виникли, викликали посилену зацікавленість. Когось приваблювали перспективи імплементації винайдених нововведень, інших – небачені можливості для збагачення, лежачи на зручному дивані.

Історіографи майже однотайні щодо періодизації впровадження та освоєння автоматизації торгівлі на фондових біржах (рис. 2).

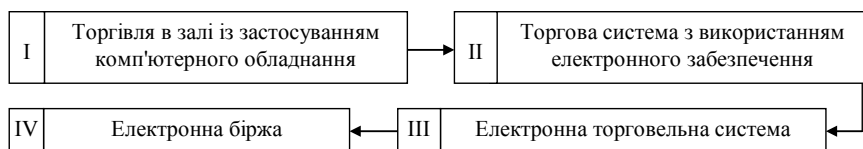


Рис. 2. Етапи становлення електронної біржової торгівлі

Статистика переконливо доводить: до 80-х років ХХ ст. на світовому фондовому ринку переважала система торгівлі на біржах «в залі». Однак починаючи з 1976 р. усе енергійніше використовують електронні системи (рис. 3) [8].

Більшість з тих, на яких торгівля почалася після 1990 р., назавжди відмовилася від традиційного бір-

жового «кільця». Після 2007 р. фондові біржі понад 90 країн стовідсотково перейшли на електронну систему торгів. Згодом з'являється все більше підстав уважати, що торгівля на світовому фондовому ринку триватиме цілодобово (як це відбувається на FOREX). Йдеться, зокрема, про так звані вечірні торги, час роботи яких постійно збільшується. Складно уяви-

ти собі щось подібне у колишніх умовах: чого варті хоча б витрати, пов'язані з наднормовою роботою персоналу, створенням належних умов (включаючи безпеку) для відвідувачів тощо.

З поширенням фінансової глобалізації, появою нових видів похідних фінансових інструментів та проникненням Internet у більшість економічних сфер діяльності світовий біржовий ринок урізноманітнює електронні системи торгівлі. Одна з найдавніших

(*GLOBEX*), розроблена для торгівлі ф'ючерсними та опціонними контрактами на двох провідних біржах США – Чиказькій торговельній палаті (*Chicago Board of Trade, CBOT*) і Чиказькій товарній біржі (*Chicago Mercantile Exchange, CME*), функціонує майже двадцять років. Її автор – інформаційна компанія *Reuters Ltd* – запропонувала обладнання та власні програмні продукти, які замовників не розчарували [3].

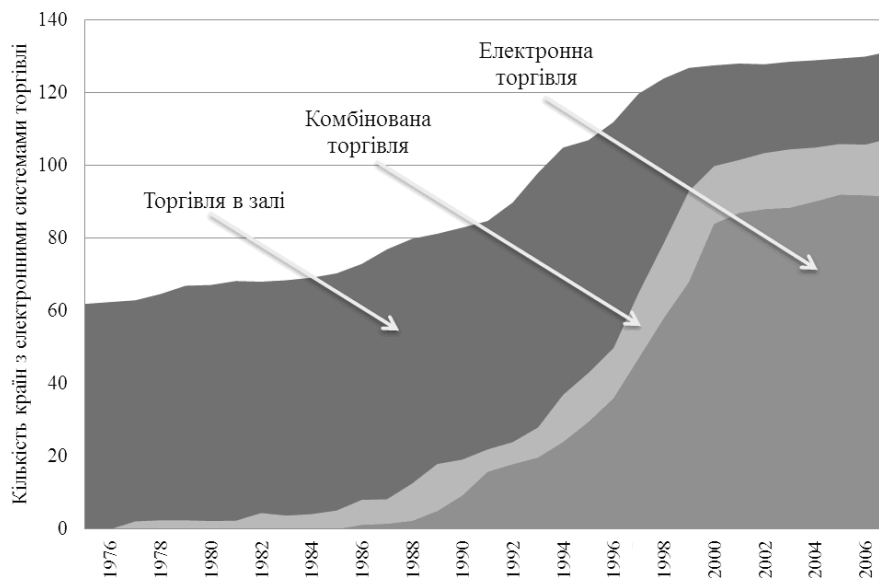


Рис. 3. Еволюція комп'ютеризованої торгівлі на фондових біржах світу

В Україні набули актуальності проблеми зовсім іншого порядку. Зокрема, висока частка позабіржової складової, яка за даними НБУ складає приблизно 89 % з усіх операцій, виконуваних на фондовому ринку. Так склалося історично, що вітчизняні учасники та професійні посередники здебільшого ігнорували біржову торгівлю. Чому б і ні, якщо законодавство дозволяє їм ефективно взаємодіяти у позабіржовому режимі. Становлення організованих сегментів фондового ринку тривалий час відбувалося на ентузіазмі. Проблема ускладнюється й тим, що на організований ринок припадає мізерна частка угод за більшістю інвестиційних інструментів, серед яких окрім векселів і позалістингових акцій перебувають також облігації внутрішньої державної позики, корпоративні облігації [1].

Хоча обидва сегменти, про які йдеться, конкурують між собою, на нашу думку, їх потрібно розглядати як такі, що взаємодоповнюють один одного. Це виглядає цілком ймовірним лише за умов дотримання доцільного співвідношення між відповідними обсягами фондових операцій. Аналізуючи досвід країн – економічних лідерів, визначимо це співвідношення. Наприклад, питома вага позабіржового фондового ринку в Японії складає лише 1 %, у США – 25 %. Зовсім інша ситуація у країнах, де відносно недавно

розпочали відновлювати товарно-грошові відносини: Чехія – 60 %, Словаччина – 80 %, Росія – 90 %. Навіть не занурюючись у детальну аналітику, можна стверджувати: потужність держави тісно корелює з масштабами домінування на фондовому ринку позабіржового сегмента.

### ВИСНОВКИ

1. Необхідність концентрації торгівлі цінними паперами на організованих ринках зумовлена потребою забезпечити прозорість процесів їхнього випуску та обігу, створити іноземним інвесторам умови для вкладання у цінні папери. Внутрішні інституційні гравці та широкі маси населення – теж солідне підґрунтя, на якому (принаймні теоретично) формується стабільний попит на цінні папери (випущені, перш за все, вітчизняними товаровиробниками), підтримується їхня ліквідність та вибудовується культура інвестування на фондовому ринку в цілому.

2. Актуальність розв'язання цієї задачі тим більша, що за різними оцінками лише у фізичних осіб на депозитних рахунках у комерційних фінансово-кредитних установах перебуває 390 млрд грн [4]. Колосальний ресурс складають накопичення заробітчан, які вимушені задовольняти потребу у праці та достойній платні за кордоном. А скільки заощаджень

перебуває на руках у громадян! Вони б мали працювати на суспільне благо, забезпечуючи одночасно й економічне благополуччя своїх власників. На жаль, цього не відбувається.

3. Корисні перетворення мають здійснюватися природним шляхом, через упровадження продуктивних технологій і методів торгівлі, залучення нових інструментів, які б гармонійно інтегрувалися у загальні економічні процеси країни, сприяли їхньому

якісному розвитку. Добре осмислених змін потребує законодавча база, яка мала б відповідати світовим стандартам і повною мірою відображати бачення розвитку ринку тими, хто щоденною роботою перетворює його в об'єктивну реальність. Звернення ж до штучних прийомів, зловживання жорсткими адміністративними важелями ніколи ще не приносило позитивних наслідків ні у минулому, ні в наш час.

#### СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- [1] Загальний огляд фондового ринку України за 01-11.2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
- [2] Закон України «Про цінні папери й фондовий ринок» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua>.
- [3] Мирова биржевая индустрия: современные тенденции и перспективы развития [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rcb.ru>.
- [4] Незалежна асоціація банків України. Депозити фізичних осіб [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nabu.com.ua>.
- [5] Підсумки 2012 року на ФР України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>.
- [6] Реєстри учасників фондового ринку: Біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua>.
- [7] Українська біржа [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ux.ua>.
- [8] **Jain, C.** Automation, Competition, and Demutualization in Global Financial Markets / C. Jain, P. Jain // Midwest Finance Association Annual Meeting. – 2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.mfa-2008.com>.

---

© В. Н. Парсяк, К. Д. Немолок, А. Г. Щербина

Надійшла до редколегії 06.02.13

Статтю рекомендує до друку член редколегії ЗНП НУК  
д-р екон. наук, проф. І. О. Іртишева