

УДК 336.76

**В. В. Федірко**, канд. екон. наук, Національний банк України, м. Київ

## **ФОНДОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ: СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ ТА ПРОБЛЕМИ РОЗВИТКУ**

*У статті досліджено особливості та сучасні тенденції функціонування фондового ринку України, визначено бар'єри, що стримують його подальше становлення та ефективний розвиток.*

*Ключові слова: фондовий ринок, капіталізація фондового ринку, інфраструктура фондового ринку, інституційні інвестори.*

**Постановка проблеми.** Фінансовий ринок в Україні розвивається дискретно і фрагментарно за континентальною (банкоцентричною) моделлю, ознакою якої є домінування банківських установ у фінансовому посередництві. Фондовому ринку відводиться другорядна роль та спостерігається недооцінка його потенціалу акумулювати і перерозподіляти інвестиційні ресурси населення та господарюючих суб'єктів. Крім того, процес формування дієвого фондового ринку в Україні далекий до завершення. До цього часу існує ряд перешкод, які заважають сталому розвитку фондового ринку та якісному виконанню покладених на нього завдань щодо залучення інвестиційних ресурсів та забезпечення розвитку економіки України.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Вивченню особливостей функціонування та проблем розвитку вітчизняного фондового ринку присвячено праці багатьох вітчизняних науковців, зокрема В. Корнеєва, О. Корнійчука, І. Школьник, Р. Перепилиці, В. Ходаківської та ін. Вченими досліджується стан і тенденції розвитку вітчизняного фондового ринку, структурні особливості фінансового ринку України та його сегментів, зокрема фондового ринку, проблеми недостатньої капіталізації фондового ринку та пошуку шляхів її підвищення, аналізуються проблеми розвитку фондового ринку України в контексті його інтеграції до світової фінансової системи. Однак деякі проблемні аспекти розвитку фондового ринку України залишаються поза увагою та потребують подальшого вивчення.

**Метою статті** є визначення сучасних тенденцій розвитку фондового ринку України і дослідження стримуючих чинників, що перешкоджають його подальшому становленню та ефективному розвитку.

**Виклад основного матеріалу.** Ринок цінних паперів України віднесено до групи граничних ринків (Frontier markets), в яку, крім України, входять ще близько 20 країн (Румунія, Словенія, Словаччина, Хорватія, Болгарія, Естонія, Латвія, Литва, Сербія, Аргентина, Казахстан та ін.).

Визначимо особливості функціонування фондового ринку України.

Для вітчизняного фондового ринку характерні низька капіталізація та обмежена ліквідність (таблиці 1–3), він є дрібним за часткою випусків цінних паперів, які знаходяться у вільному обігу. Лише 10 % акцій знаходяться у вільному обігу.

Таблиця 1

### Кількісні індикатори фінансового ринку України

Рік	Загальний обсяг торгів на організаторах торгівлі		Активи банківської системи		Активи небанківських фінансово-кредитних установ	
	млрд. грн.	% до ВВП	млрд. грн.	% до ВВП	млрд. грн.	% до ВВП
2007	35,15	4,88	599,39	83,16	44,45	6,17
2008	37,76	3,98	926,08	97,68	61,66	6,50
2009	36,01	3,94	880,30	96,38	62,84	6,88
2010	131,29	12,13	942,08	87,02	69,85	6,45

За станом на 30.06.2011 до біржових списків десяти організаторів торгівлі цінними паперами внесено лише 1 796 цінних паперів, більшість з яких (близько 80 %) не відповідають умовам лістинга та заносяться до біржових списків як позалістингові цінні папери. Притому, що в Україні зареєстровано близько 25 тис. акціонерних товариств.

Таблиця 2

### Динаміка відношення ринкової капіталізації до ВВП у країнах із граничними ринками за 2001–2010 рр.\*, %

Країна	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Болгарія	3,6	4,7	8,78	11,38	18,71	32,62	55,10	17,75	15,1	15,2
Естонія	23,8	33,18	38,50	51,55	25,14	35,91	28,15	8,33	13,9	12,1
Латвія	8,4	7,67	10,20	12,03	15,75	13,57	10,82	4,76	7,0	5,2
Литва	9,9	10,33	18,86	28,66	31,52	33,87	26,06	7,66	12,0	15,6
Румунія	5,3	9,95	9,38	15,61	20,81	26,73	26,54	9,96	18,8	20,0
Словаччина	5,1	5,50	6,07	7,87	7,17	8,07	8,28	5,16	5,3	4,7
Словенія	13,9	19,97	24,55	28,69	22,13	39,03	61,39	21,55	24,3	19,7
<b>Україна</b>	<b>3,6</b>	<b>7,36</b>	<b>8,58</b>	<b>18,15</b>	<b>28,99</b>	<b>39,79</b>	<b>78,31</b>	<b>13,51</b>	<b>14,3</b>	<b>28,6</b>
Хорватія	14,4	15,01	18,08	26,92	29,07	59,15	112,67	38,64	40,7	40,9

Таблиця 3

**Динаміка відношення ринкової капіталізації до ВВП  
у країнах з розвинутими ринками за 2001–2010 рр., %**

Країна	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Австралія	98,6	95,4	125,0	126,2	115,5	142,6	151,5	65,0	136,1	–
Франція	87,8	66,6	75,7	75,8	82,3	107,7	107,3	52,7	75,1	75,3
Гонконг	303,8	282,7	347,6	401,0	390,1	471,4	561,4	617,0	1 095,0	1 207,9
Сінгапур	137,0	115,4	246,0	252,6	252,5	190,1	199,3	95,1	169,5	166,2
США	135,4	104,8	128,7	138,2	134,9	1245,7	145,5	82,1	107,4	117,5
Швейцарія	254,4	198,3	223,6	227,5	252,0	309,9	293,6	171,7	217,7	234,7
Японія	55,0	54,3	71,9	79,9	104,0	108,3	101,7	66,0	67,1	74,6

Джерело: за даними Світового банку.

Вітчизняний фондовий ринок є вузьким за переліком інвестиційно привабливих об'єктів інвестування: зростання індексу ПФТС в окремі періоди свідчить, що ринок ПФТС, а з ним і переважна частка всього організованого вітчизняного фондового ринку перманентно досягають максимуму “у висоту”, тоді як “ширина” (кількість компаній, з акціями яких укладались угоди) залишається незначною.

Визначною рисою розвитку фондового ринку України є переважання неорганізованого фондового ринку над організованим. За межами регульованого ринку, в так званому приватному режимі, відбувається торгівля майже 80–90 % акцій. При цьому на неорганізованому ринку зазвичай укладаються угоди зі “смітними акціями” – акціями неіснуючих або збанкрутілих підприємств, які не мають жодної цінності, через брак впорядкованої системи реєстру залишаються в обігу та використовуються у нелегальних фінансових схемах. Натомість регульовані ринки в Україні становлять мізерну частину національного ринку цінних паперів, є інституційно розпорошеними і значною мірою віртуальними, на них відбувається здебільшого формальна реєстрація угод з цінними паперами, а не їх реальне виконання.

У той же час, відповідно до світового досвіду, частка організованого ринку у загальному обсязі торгів має становити не менше 25–30 %. У розвинутих країнах цей показник ще вищий: у США співвідношення обсягів біржової та позабіржової торгівлі становить 3 до 1, в Японії обсяг позабіржових угод з акціями становить 1 % загального обсягу угод, в Австрії місткість позабіржового ринку становить до 30 %, Канаді та Франції – до 3–4 %.

Дефіцит цінних паперів, що вільно обертаються на ринку, та операцій з ними перешкоджають встановленню об’єктивної вартості та дохідності вітчизняних цінних паперів, що унеможлиблює використання цінних паперів як поширеного інструмента ліквідної застави, звужує можливості Національного банку України під час рефінансування банків та здійснення операцій на відкритому ринку.

Фондовий ринок України характеризується зосередженістю значної частки торгівлі цінними паперами на вторинному ринку акцій серед нерезидентів (близько 80–90 % загального обсягу торгів), що є проявом слабкої орієнтації вітчизняного фондового ринку на потреби довгострокових внутрішніх інвесторів. Це дозволяє іноземним учасникам, в першу чергу спекулянтам, шляхом швидкого вливання та виведення значних обсягів капіталу мати значний вплив на діяльність вітчизняного ринку цінних паперів. Як результат, вітчизняні гравці не мають достатніх грошових ресурсів та механізмів, здатних протистояти іноземному капіталу, та змушені рухатися в напрямку тенденцій, заданих нерезидентами.

Серйозною проблемою розвитку вітчизняного фондового ринку є недосконалість системи розкриття інформації емітентами та професійними учасниками ринків (звітність до НКЦПФР надає лише близько 6 тис. акціонерних товариств), недотримання ними стандартів корпоративного управління, які стосуються надання достовірної інформації та питання доступу акціонерів до проспекту емісії. Це тягне за собою відсутність належної інформаційної прозорості, перешкоджає оцінці інвестором реальної вартості і потенціалу українських підприємств, призводить до недооцінки їх інвестиційних намірів, стримує прийняття ними відповідних інвестиційних рішень.

За результатами досліджень, проведених Центром “Розвиток корпоративної соціальної відповідальності”, українські компанії недостатньо відкриті перед суспільством – у 59,8 % компаній детальна інформація про їх діяльність доступна лише для внутрішнього користування.

Зі 109 компаній, рівень прозорості діяльності яких влітку 2011 р. досліджував Центр “Розвиток корпоративної соціальної відповідальності”, лише в 11 компаніях індекс прозорості та підзвітності становив більше 50 %. Лідерами рейтингу стали (максимум 200 балів): “ДТЕК” (160 балів; 80 %); “Метінвест” (146; 73 %); “Оболонь” (140; 70 %); “АрселорМіттал Кривий Ріг” (122; 61 %); “Систем Кепітал Менеджмент” (119; 59,5 %); “Київстар” (117; 58,5 %), “Інтерпайп” (106; 53 %); “Ернст енд Янг Україна” (105; 52,5 %); “МЕТРО Кеш енд Керрі Україна” (104; 52 %); “Галнафтогаз” (103; 51,5 %).

Що стосується рівня прозорості діяльності банків, то середній рівень розкриття інформації 30 найбільших українських банків на серпень 2011 р. за даними компанії “Кредит-Рейтинг” та Агентства фінансових ініціатив становив 46,14 %. Це свідчить про недостатньо високий рівень прозорості банківської системи України порівняно з міжнародною практикою розкриття інформації (Великобританія – 71 %, США – 70 %, Франція – 68 %).

Актуальною проблемою функціонування та подальшого розвитку вітчизняного фондового ринку, яка вимагає негайного вирішення, є низький рівень специфікації прав власності та слабкий захист прав акціонерів, особливо міноритарних (за перше півріччя 2011 р. 76 % звернень до НКЦПФР становили скарги міноритарних акціонерів на діяльність акціонерних товариств). Найбільш поширеними порушеннями прав інвесторів є такі: недоотримання норм законодавства, які визначають порядок розміщення акцій, порушення інтересів інвесторів під час проведення додаткової емісії; несвоєчасне та неповне висвітлення інформації про діяльність емітентів; порушення прав інвесторів під час процедури банкрутства, санації, реорганізації або ліквідації підприємства, що є об’єктом інвестування; недотримання емітентами порядку проведення загальних зборів акціонерів; прийняття емітентами статутних норм, що обмежують права та не враховують інтереси інвесторів; зміни порядку та термінів виплати дивідендів, відсутність виплат дивідендів за підсумками діяльності товариства; порушення прав на участь в управлінні товариством; недовіра до інформації, що надається товариством про відсутність прибутків від їх фінансово-господарської діяльності та неможливість перевірити її достовірність.

Важливою рисою розвитку ринку цінних паперів України є нездатність вітчизняних інституційних інвесторів – інвестиційних фондів, інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів та компаній зі страхування життя – забезпечити домінуючий попит у системі біржової торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами через мізерність активів, а фондових бірж – надати адекватну потенційно можливому попиту пропозицію.

Базовий закон, що визначає роботу інститутів спільного інвестування (ІСІ), було прийнято тільки в 2001 р., а діяльність недержавних пенсійних фондів започаткована наприкінці 2003 р. Перші компанії з управління активами (КУА) і перші інвестиційні фонди отримали ліцензії наприкінці 2003 р. – початку 2004 р., а недержавні пенсійні фонди (НПФ) – лише у 2005 р. На 30 вересня 2011 р. в Україні діяло 1 694 ІСІ, з яких 1 415 можуть працювати з населенням, 97 НПФ трьох

видів, 356 КУА. Така кількість інститутів, що діє на ринку спільного інвестування, в цілому дозволяє задовольнити потреби і населення, і юридичних осіб у колективному інвестуванні. Проте йдеться виключно про формальні та кількісні показники, при цьому не враховується якість послуг ІСІ та НПФ, професійні навички їх менеджменту та фахівців з управління активами, готовність населення до співпраці з ними тощо.

Одним із важливих завдань розвитку інституційних інвесторів є зменшення стимулів їхньої участі у тінювих схемах та переслідування незаконних трансакцій з відмивання грошей.

Стримуючим фактором ефективного функціонування вітчизняного фондового ринку є незрілість інституційної ролі інвесторів, що характеризується переважним прагненням інвесторів до придбання цінних паперів з метою захоплення власності для здобуття особистих вигод, низьким ступенем готовності багатьох інституційних інвесторів, зокрема інститутів спільного інвестування, до роботи з реальними інвестиційними ресурсами, відсутністю умов для розміщення населенням коштів на фондовому ринку.

Вітчизняний фондовий ринок залишається ареною перерозподілу власності, що обмежує виконання ним основної функції – забезпечення умов для безперешкодного руху і раціонального розподілу фінансових ресурсів. Така ситуація викривлює процес ціноутворення – на ціну акцій значною мірою впливає не стільки вартість (прибутковість) активів підприємства, скільки права власності, що надає володіння акціями. Це пояснюється існуванням своєрідної монопсонії (або олігопсонії) на ринку акцій окремо взятого емітента, за якої монопсоніст – мажоритарний акціонер – має можливість диктувати ціну акцій, які він купує, міноритарним акціонерам. Як наслідок, перший отримує значний трансакційний вигравш, тоді як другі зазнають значних трансакційних витрат (причому трансакційний вигравш монопсоніста на неорганізованому ринку набагато вищий, ніж на організованому). Підсумкові високі трансакційні витрати залучення капіталу через механізм фондового ринку (низька ліквідність акцій зумовлює необхідність сплати високих дивідендів) зменшують привабливість фондового ринку як джерела залучення фінансових ресурсів. Тому більшість українських підприємств віддають перевагу випуску облігацій, що і зумовлює викривлення у структурі торгівлі цінними паперами на фондовому ринку України.

Слід також зауважити, що розвиток біржової торгівлі в Україні не відповідає світовим тенденціям щодо консолідації та універсалізації

бірж. На три найбільші українські біржі – ПАТ “ФБ ПФТС”, ПАТ “ФБ “Перспектива” та ПАТ “Українська біржа” за підсумками 9 місяців 2011 р. припадає 98,67 % сукупного обсягу торгів на організованому ринку (36,41, 34,45 та 27,81 % загального обсягу біржових контрактів відповідно). За таких обставин немає потреби в семи інших біржах, майданчики яких використовуються з метою маніпулювання вартістю цінних паперів, що котируються, зокрема ВАТ “Східноєвропейська фондова біржа”, ПАТ “Українська міжбанківська валютна біржа”, ЗАТ “Українська міжнародна фондова біржа”, ВАТ “Київська міжнародна фондова біржа”, ПАТ “Придніпровська фондова біржа”, ПАТ “ФБ “ІнНекс”, ЗАТ “Українська фондова біржа”. Наявність декількох торгових площадок ускладнює контроль над операціями з цінними паперами та розповсюдження інформаційних індикаторів щодо кількісних та якісних параметрів операцій з цінними паперами.

До того ж ключові об’єкти інфраструктури фондового ринку України перебувають під контролем російського капіталу. Найбільшими акціонерами провідних фондових майданчиків України – ФБ ПФТС та ПАТ “Українська біржа” – є російські фондові біржі ММВБ та РТС відповідно (в 2011 р. відбулося об’єднання даних бірж). Об’єднана біржа ВАТ “ММВБ-РТС” володіє 50,0156 % акцій ФБ ПФТС та 43,084 % акцій ПАТ “Українська біржа”. У перспективі розглядається можливість об’єднання ФБ ПФТС та ПАТ “Українська біржа”, що може кардинально змінити фондовий ринок України. На вітчизняних біржах успішно працюють російські інвестиційні компанії (“Ренесанс Капітал”, “Трійка діалог”, “Альфа Капітал”, “Велес Капітал”, “Прспект Інвестментс”, “Універ Капітал”). Російський капітал також бере участь у реформуванні вітчизняної депозитарної системи. Вказані процеси загрожують національній безпеці України, можуть спричинити відтік капіталу з України та перенесення торгівлі цінними паперами українських підприємств у Москву.

Серйозною перепорою розвитку фондового ринку в Україні є низька активність населення на ринку, що пов’язано із загальним низьким рівнем фінансової грамотності населення України, нерозумінням ролі фондового ринку та сутності його фінансових інструментів, недовірою населення до фінансових інструментів довгострокового вкладення капіталу та низьким рівнем доходів населення.

За даними досліджень на 2008 р. лише близько 7 % населення знає, що таке фондовий ринок і як він функціонує, і менше 1 % населення бере участь в операціях на фондовому ринку. Кількість фізичних осіб, які беруть участь в операціях українських фондових бірж, на кінець 2011 р. сягнула позначки 10 тис. чол. (користувачі послуги

з інтернет-трейдингу), в Росії даний показник становить близько 500–600 тис. осіб.

Потрібно також звернути увагу на недосконалу систему обліку прав власності на цінні папери, яка не відповідає міжнародним стандартам та провідній міжнародній практиці. Зокрема поширеними є затримки та безпідставні відмови при перереєстрації прав власності, організаційна та технічна неузгодженість діяльності зберігачів та реєстраторів, низький рівень обміну інформацією між ними, неможливість для акціонерів перейти на обслуговування до іншого реєстратора, залежність реєстраторів від емітентів через те, що вони отримують прибуток за їх рахунок тощо.

**Висновки.** Отже, в статті було систематизовано проблеми розвитку фондового ринку України, основними серед яких є низька капіталізація та обмежена ліквідність фондового ринку, переважаючого неорганізованого фондового ринку, низька якість корпоративного управління та відсутність інформаційної прозорості ринку, слабкий захист прав акціонерів, мізерність активів інституційних інвесторів, відсутність консолідації серед українських бірж, присутність значної частки російського капіталу в об’єктах інфраструктури вітчизняного фондового ринку, низька активність населення на фондовому ринку тощо.

Фондовий ринок в Україні не виконує тих класичних функцій та завдань, які він має виконувати в умовах ринкової економіки, а саме: акумулювати та перерозподіляти фінансові ресурси, фіксувати ринкову (справедливу) ціну на фінансові активи, бути альтернативним джерелом інвестиційних ресурсів банківському сектору, забезпечуючи економіку відносно дешевими та довгостроковими фінансовими ресурсами. Натомість вітчизняний фондовий ринок є надзвичайно відірваним від реальних потреб економіки, виконує роль інструмента перерозподілу власності та реалізації тіньових схем власниками крупного капіталу. Його діяльність має спекулятивний характер та відзначається значною залежністю від іноземного капіталу, а також високою залежністю фондового ринку від кон’юнктури світових сировинних і товарних ринків.

З метою якісної перебудови вітчизняного фондового ринку необхідним є реформування більшості складових ринку та усунення перешкод, що заважають його подальшому сталому розвитку. Це забезпечить розкриття інвестиційного потенціалу вітчизняного фондового ринку, перетворить фондовий ринок на важливий елемент вітчизняної фінансової системи та підвищить його роль у забезпеченні економічного зростання України.



### *Список літератури*

1. Белінська Я. В. Український ринок капіталу: стан, проблеми, шляхи розвитку / Я. В. Белінська, О. І. Дудар // Стратегічні пріоритети. – 2009. – № 4(13). – С. 113–122.
2. Деева Н. Е. Капіталізація фондового ринку України: проблеми оцінки й реакція на кризу / Н. Е. Деева // Економічний вісник Донбасу. – 2009. – № 4(18). – С. 115–121.
3. Поплавська М. В. Особливості формування фондового ринку України / М. В. Поплавська // Економіка та держава. – 2011. – № 2. – С. 79–81.
4. Чемодуров О. Розвиток фондового ринку в умовах кризи / О. Чемодуров // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 12. – С. 10–14.  
Отримано 17.08.2012

### *Summary*

This paper presents an analysis of the Ukraine stock market, focusing in particular on whether the existing problems and challenges have the influence on the development of stock market.

Федірко В.В. Фондовий ринок України: сучасні тенденції та проблеми розвитку / В.В. Федірко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: збірник наукових праць : заснований у 1999 р./ Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми: ДВНЗ "УАБС НБУ", 2012. - Вип. 35.- С. 231-239.

