

**VISNYK
OF THE LVIV
UNIVERSITY**

SERIES ECONOMICS

Issue 51

Scientific Journal

Published 1-2 issues per year

Published since 1968

**ВІСНИК
ЛЬВІВСЬКОГО
УНІВЕРСИТЕТУ**

СЕРІЯ ЕКОНОМІЧНА

Випуск 51

Збірник наукових праць

Виходить 1-2 рази на рік

Видається з 1968 р.

Ivan Franko National
University of Lviv

Львівський національний
університет Івана Франка

2014

Друкується за ухвалою Вченої Ради
Львівського національного університету
імені Івана Франка

Свідоцтво про державну реєстрацію
друкованого засобу масової інформації.
Серія КВ № 14619-3590 від 30.10.2008 р.

Вісник містить статті з економічної теорії, фінансів, банківської справи, менеджменту, маркетингу, обліку та аудиту, економічної статистики, економіки підприємства, проблем економіко-математичного моделювання.

The issue contains articles on economic theory, finance, banking, marketing, management, accounting, economic statistics, economics of enterprise, problems of economic and mathematical modeling.

Редакційна колегія: д-р екон. наук, проф. **С.М. Панчишин** (*головний редактор*); д-р екон. наук, проф. **С.К. Реверчук** (*заступник головного редактора*); канд. екон. наук, доц. **В.Б. Буняк** (*відповідальний секретар*); д-р екон. наук, доц. **О.З. Ватаманюк**; д-р екон. наук, проф. **В.М. Вовк**; д-р екон. наук, проф. **Л.С. Гринів**; д-р екон. наук, проф. **О.М. Ковалюк**; д-р екон. наук, проф. **М.І. Крупка**; д-р екон. наук, проф. **Б.В. Кульчицький**; д-р екон. наук, проф. **Є.Й. Майовець**; канд. екон. наук, проф. **С.О. Матковський**; д-р екон. наук, проф. **І.Р. Михасюк**; канд. екон. наук, проф. **П.І. Островерх**; д-р соціол. наук, проф. **Ю.Ф. Пачковський**; д-р екон. наук, проф. **В.І. Приймак**; д-р екон. наук, проф. **О.В. Стефанишин**; д-р екон. наук, проф. **А.Г. Хоронжий**; канд. екон. наук, проф. **В.В. Яцура**.

Professor **S. Panchyshyn** – Editor-in-Chief,
Professor **S. Reverchuk** – Assistant Editor
Assistant Professor **V. Bunyak** – Managing Editor

Відповідальний за випуск **В.І. Приймак**

Адреса редакційної колегії:

ЛНУ ім. Івана Франка
Економічний факультет
пр. Свободи, 18,
79008, м. Львів, Україна
тел. (032) 239-41-68
тел./факс: (032) 272-36-55.
ел. пошта: ectheory@franko.lviv.ua

Editorial office address:

Ivan Franko National University of Lviv
Economics Faculty
18, prosp. Svobody
79008, Lviv, Ukraine
tel. (032) 239-41-68
tel /fax: (032) 272-36-55.
e-mail: ectheory@franko.lviv.ua

http://econom.lnu.edu.ua/Visnyk_Econom/

Комп'ютерна верстка **С.С. Приймак**

ISSN 2078-6115

Адреса редакції, видавця та виготовлювача:

Львівський національний університет
імені Івана Франка
вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000, Україна
Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої справи
до державного реєстру видавців, виготівників і
розповсюджувачів видавничої продукції.
Серія ДК № 3059 від 13.12.2007 р.

Формат 70.100/16.
Ум. друк. арк. 25,0.
Наклад 100 прим. Зам. №

© Львівський національний
університет імені Івана Франка, 2014

УДК 336.761

ОСОБЛИВОСТІ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

М. Ліпич

*Інститут регіональних досліджень НАН України
79026, м. Львів, вул. Козельницька, 4
E-mail: mlipych@ukr.net*

У статті здійснено аналіз тенденцій та особливостей розвитку фондового ринку України за основними параметрами. Виокремлено особливості динаміки та структури торгів на ринку цінних паперів. Розглянуто тенденції фондового ринку з точки зору його капіталізації та ліквідності. Проаналізовано структуру фондового ринку України за організаторами торгівлі.

Ключові слова: фондовий ринок, цінні папери, капіталізація, ліквідність, фондові біржі.

Постановка проблеми. Процеси формування фондового ринку України пов'язані з проголошенням незалежності України та переходом до ринкових умов господарювання. Особливістю вітчизняного ринку цінних паперів є те, що його становлення відбувалось в період масової приватизації, що стала потужним поштовхом для активного розвитку фондового ринку та його інфраструктури. Двадцятирічний період становлення ринку цінних паперів в Україні дозволив сформуванню основні законодавчі та інституційні підвалини його функціонування. Проте характер розвитку фондового ринку України залишається нестабільним, що засвідчує недосконалість механізму його регулювання, а тому вимагає ґрунтовного вивчення позитивних та негативних особливостей його функціонування на кожному з еволюційних етапів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Аналізом тенденцій фондового ринку займалися такі вітчизняні вчені: Краснова І.В., Нескорородева І. І., Червякова С. В. Шишков С. Є., Школьник І. О. та інші [2, 8, 9]. Огляд ринку поданий в аналітичних звітах НКЦПФР та фондових бірж [3, 4, 5, 7].

Незважаючи на значний внесок вчених у аналіз розвитку українського фондового ринку, комплексного дослідження потребує структура та динаміка ринку впродовж всього періоду існування. При цьому особливої уваги вимагає з'ясування чинників та тенденцій розвитку фондового ринку у 2013-2014 рр., що обумовлено значними законодавчими змінами його регулювання та функціонування інфраструктури.

Мета статті. Метою цієї роботи є виявлення та аналіз тенденцій і особливостей розвитку фондового ринку України.

Виклад основного матеріалу. Розвиток українського фондового ринку можна оцінити за допомогою системи показників. Одним з найважливіших індикаторів розвитку фондового ринку є обсяг торгів на ньому (рис. 1). Впродовж 1997-2012

років обсяг торгів та відношення обсягу торгів до ВВП характеризувалися зростанням. До 2008 року обсяг торгів був меншим, ніж ВВП, проте починаючи з 2009 року даний показник перевищував ВВП майже вдвічі. Активне збільшення обсягу торгів пов'язується з запровадженням інтернет трейдингу, як нової біржової технології, та появою строкового ринку [2]. Регулятивні заходи щодо оподаткування операцій з цінними паперами у 2013 році призвели до зменшення обсягів позабіржових торгів та зниження загального обсягу торгів практично до рівня ВВП.

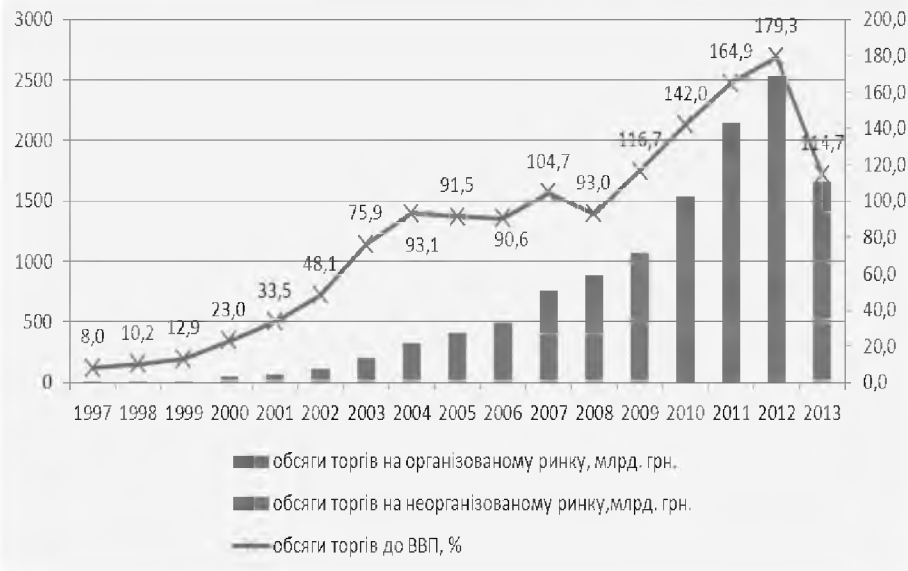


Рис. 1. Динаміка торгів на фондовому ринку України, 1997-2013 рр.

Джерело: НКЦПФР [7]

Зміни у структурі торгів на ринку цінних паперів в розрізі інструментів відображені на рис. 2. Впродовж 2002-2009 років основними фінансовими інструментами, яким торгували на фондовому ринку України, були акції (44% у 2009 році) та векселі (25% у 2009 році). Торгівля акціями була характерна для біржового ринку, торгівля векселями – для позабіржового. В зв'язку з інтенсивним залученням коштів державою через випуск ОВДП у 2010-2013 роках операції з державними облигаціями України становили майже 75% від біржового обігу цінних паперів. Частка ОВДП в ВВП країни зросла з 3,1 % ВВП у 2009 році до 12,5% у 2010 році [7].

Частка операцій з акціями впродовж даного періоду постійно знижувалась до 10,32% у 2013 році. У структурі торгів на ринку цінних паперів державні облигації впродовж 2002-2009 років не перевищували 10%. У 2010-2013 роках обсяги торгів такими цінними паперами зростали швидкими темпами, досягнувши 43,54% у 2013 році [7].



Рис. 2. Структура торгів на ринку цінних паперів в розрізі інструментів, 2002-2013 рр.

Джерело: НКЦПФР [7]

Запровадження акцизу на операції з цінними паперами у 2013 році значно змінила структуру торгів за інструментами. Укласти договори на позабіржовому ринку стало не вигідно, тому знизилась роль інструментів, які використовуються на даному ринку. Зокрема, торгівля векселями знизилась з 412,08 млрд. грн. (16,3% обсягу торгів) у 2012 році до 3,39 млрд. грн. у 2013 році, (0,2% обсягу торгів). Також знизився обсяг торгівлі акціями на позабіржовому ринку, при чому на організованому ринку він зріс. Збільшилась роль інвестиційних сертифікатів, частка торгівлі якими з 5,4% у 2012 році зросла до 30% у 2013 році, оскільки операції з цінними паперами такого типу не були об'єктом оподаткування [7].

Використання показника обсягу торгів як індикатору розвитку фондового ринку має певні проблеми, оскільки існують випадки анулювання договорів або невиконання зобов'язань. Частка невиконаних договорів на розвинутих фондових ринках коливається в межах 1–5%, а на ринках, що розвиваються може сягати 40% [9].

Тому задля об'єктивного аналізу розвитку фондового ринку України, пропонуємо розглянути показник ринкової капіталізації. Світовий банк визначає ринкову капіталізацію як загальну кількість акцій, емітованих вітчизняними компаніями, які пройшли процедуру лістингу, помножених на відповідні ціни цих акцій. Фактично показник відображає рівень сукупного попиту на фондовому ринку країни. Рівень капіталізації визначається як відношення обсягу ринкової капіталізації до ВВП [1].

Динаміка значень ринкової капіталізації українського фондового ринку впродовж 1997-2012 років відображена на рис. 3. Капіталізація фондового ринку України зростала помірними темпами до 2004 року. У 2004-2007 роках темпи

приросту капіталізації були надзвичайно високими, в зв'язку з припливом іноземного капіталу та спекулятивними операціями. Надмірне зростання капіталізації свідчить про переоцінку активів лістингових компаній. Як наслідок, у 2008 році, під впливом фінансової кризи, капіталізація ринку скоротилася у 4,6 разів, в зв'язку з зниженням ринкової вартості найбільших емітентів – вартість «Азов-сталь» впала у 10,15 разів, «Райффайзен Банк Аваль» – у 7,3, «Північний ГЗК» – у 5,1, «ММК імені Ілліча» – у 5,9, «Міттал Стіл Кривий Ріг» – у 2,19 [7].

Рівень ринкової капіталізації України у 2012 році становив 11,7 % ВВП, в той час, коли середній показник для граничних ринків – 17% ВВП, ринків, що розвиваються – 42%, розвинутих – 70% [1]. Тобто, фондовий ринок України можна вважати недокапіталізованим.

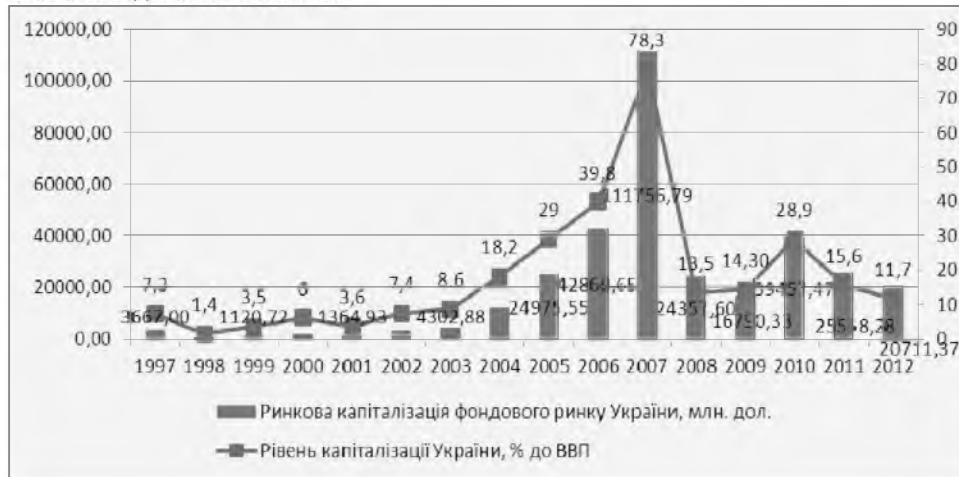


Рис. 3. Динаміка капіталізації фондового ринку України

Джерело: World Bank [14]

Аналіз темпів приросту номінального ВВП та темпів приросту капіталізації свідчить про спекулятивний характер розвитку фондового ринку України. Зокрема, темп приросту номінального ВВП у 2007 році становив 32%, тоді як приріст капіталізації становив 1,6 рази, у 2012 році темп приросту ВВП - 8,38%, а зниження капіталізації відбулось на 18,96% (табл.1.). Тобто, зміна обсягів ринкової капіталізації українського фондового ринку не відповідала тенденціям основних показників розвитку країни.

Таблиця 1

Динаміка темпів зростання ВВП та основних показників розвитку фондового ринку в Україні за 1999–2012 роки, %

Роки	Приріст капіталізації	Приріст ВВП	Приріст обсягу торгів	Приріст обсягу випуску
1998/1997	-84,46	9,85	39,89	-
1999/1998	96,62	27,10	60,00	-32,1
2000/1999	67,80	30,44	133,33	93,7
2001/2000	-27,42	20,05	74,70	45,4

Продовження таблиці 1

2002/2001	128,54	10,58	58,58	-24,6
2003/2002	37,94	18,42	86,92	38,2
2004/2003	173,73	29,06	58,28	47,2
2005/2004	112,05	27,93	25,68	78,3
2006/2005	71,65	23,25	22,04	35,6
2007/2006	160,69	32,45	53,07	58,5
2008/2007	-78,20	31,79	17,11	14,9
2009/2008	-31,07	-3,70	20,81	6,3
2010/2009	135,00	18,35	44,09	-41,3
2011/2010	-35,23	20,28	39,65	87,5
2012/2011	-18,96	8,38	17,85	31,48

Джерело: : НКЦПФР [7] World Bank [1]

Для того, щоб оцінити величину реальної капіталізації, тобто ліквідної маси акцій в обігу необхідно проаналізувати рівень ліквідності ринку. С. Червякова для оцінки ліквідності ринку пропонує використовувати показники кількості цінних паперів у лістингу біржі та спреди [8]. Динаміка біржових списків та біржових реєстрів на українських фондових біржах у 2009-2013 рр. представлена у табл.2.

Таблиця 2

Структура та динаміка біржових списків та біржових реєстрів на українських фондових біржах у 2009-2013 рр.

Показники	2009	2010	2011	2012	2013	2013/2012	2013/ 2009
1	2	3	4	5	6	7	8
Загальна кількість фінансових інструментів у біржових списках	1472	1520	2196	2963	3517	+18,7%	+138,9%
- акції	790	799	1242	1731	1993	+15,1%	+152,3%
- облігації підприємств	436	396	463	546	638	+16,8%	+46,3%
- державні облігації	61	174	189	268	380	+41,8%	+523,0%
Загальна кількість цінних паперів у біржових реєстрах	290	393	512	681	874	+28,3 %	+201,4%
- акції	89	115	130	160	188	+17,5%	+111,2%
- облігації підприємств	120	93	136	188	227	+20,7%	+89,2%
- державні облігації	32	126	177	257	374	+45,5%	+1068,8 %

Продовження таблиці 2

Частка лістингових цінних паперів у біржових списках	19,7%	25,9%	23,3 %	23,0 %	24,9%	+1,9%	+5,1%
- акції	11,3%	14,4%	10,5 %	9,2%	9,4%	+0,2%	-1,8%
- облігації підприємств	27,5%	23,5%	29,4 %	34,4 %	35,6%	+1,1%	+8,1%
- державні облігації	52,5%	72,4%	93,7 %	95,9 %	98,4%	+2,5%	+46,0 %

Джерело: : НКЦПФР [7]

Аналізуючи структуру та динаміку біржових списків та біржових реєстрів на українських фондових біржах у 2009-2013 рр., варто відзначити низьку якість списків фондових бірж. Незважаючи на позитивну динаміку впродовж 2009-2013 років, частка лістингових цінних паперів становить лише чверть від загальної кількості фінансових інструментів в обігу. При цьому понад 90% акцій є позалістинговими (див. табл. 2). Для емітентів акції не є ефективним механізмом залучення капіталу, тому вони не витрачають кошти на лістингування та підвищення корпоративних стандартів. Для інвесторів акції залишаються надмірно ризикованим активом. Лістингові вимоги в українському законодавстві стосуються, як правило, фінансових показників. Вимоги до обов'язкового розкриття інформації, ліквідності обігу цінних паперів та стандартів корпоративного управління є мінімальними [6].

Показник спреда на акції, що входять в індексний кошик ПФТС та УБ у 2013 році коливався близько нуля. Незважаючи на зниження спредів між заявками на купівлю-продаж найбільш ліквідних цінних паперів фондового ринку України, дана тенденція не стосується всіх інших біржових цінних паперів. Вимоги фондових бірж до максимальних розмірів горизонтальних спредів для позалістингових цінних паперів становлять 25% на ФБ «Перспектива», 100% на ПФТС, 200% на біржі «ІННЕКС» [3, 4, 5].

Оцінювання показника вільного обігу акцій (free-float) підтверджує низьку ліквідність українського фондового ринку. У 2013 році середній рівень free-float акцій індексу УБ становив 5,96% , індексу ПФТС – 6,32 [4, 5], тоді як середній рівень free-float акцій у Росії - 27 %, у Польщі – 37 %, у Франції – 84 %, у США – 92 % [1].

Розвиток організованого фондового ринку в Україні мав певні особливості. Частка організованого фондового ринку до 2012 року не перевищувала 10%, а у 2013 році його роль зросла до 27,97% [7]. Збільшення кількості фінансових інструментів у біржовому обігу відбувалось завдяки заходам законодавчого регулювання: обов'язковості для ПАТ включати акції до біржового списку щонайменше однієї української фондової біржі, впровадженню особливого податку на позабіржові операції, обов'язковості визначення біржового курсу за лістинговими цінними паперами.

Перша фондова біржа в Україні (УФБ) була створена у 1991 році. Ця біржа деякий час була єдиним торгівельним майданчиком та обслуговувала приватизаційні торги. Оскільки, проведення приватизаційних аукціонів було прибутковою діяльністю, це призвело до зростання кількості фондових бірж. Для обслуговування приватизаційних торгів на місцях створювалися регіональні біржі. «Позабіржова

фондова торговельна система» була створена як торгово-інформаційна система у 1996 році та набула статусу фондової біржі у 2009 році [4]. У 2006 році створена ТОВ ТІС «Перспектива», яка у 2008 році реорганізувалася у ВАТ «Фондова біржа «Перспектива» [3]. Структура організованого фондового ринку України за організаторами торгівлі за 1997–2013 роки подана на рис. 4.

З 1997 року 2008 року ПФТС займала монопольне становище на організованому ринку. Впродовж 2008-2013 відбулися суттєві зміни у розподілі біржових операцій між організаторами торгівлі. Зокрема, частка фондової біржі ПФТС, яка у 2008 році становила 90%, знизилась до 23,8% у 2013 році. Починаючи з 2008 року інтенсивно розвивалася торговельна площадка ПАТ ФБ «Перспектива», частка якої зростає з 3,6% у 2008 до 67,38% у 2013 році [7]. Стрімкий розвиток ФБ «Перспектива» забезпечувався операціями з державними цінними паперами. Втрата ринкових позицій фондової біржі ПФТС пов'язують з застарілою технічною базою та конфліктами між акціонерами.

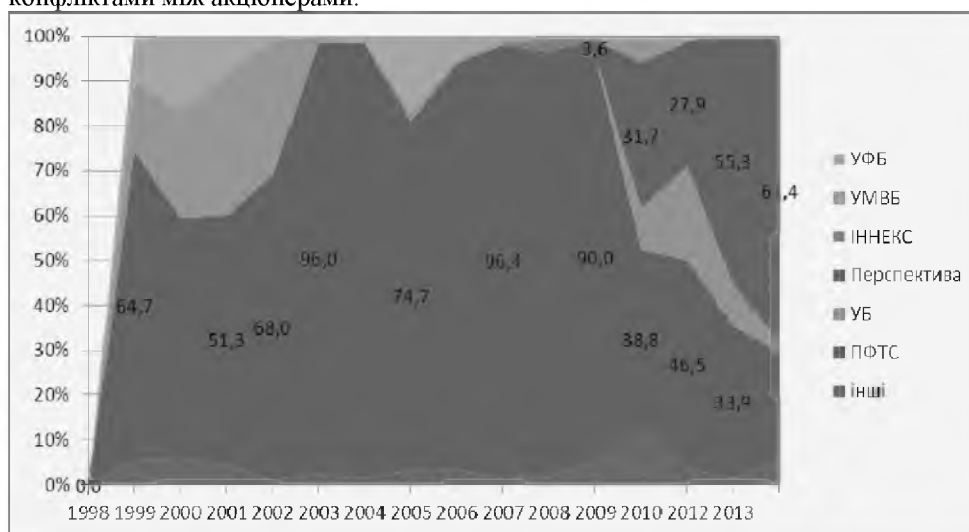


Рис. 4. Структура організованого фондового ринку України за організаторами торгівлі за 1997–2013 роки

Джерело: НКЦПФР [7]

У 2010 році контрольний пакет акцій найбільшого організатора торгівлі – ПФТС був проданий Московській міжбанківській валютній біржі (ММВБ) [4], а в березні 2009 стартували торги на Українській біржі, 40% пакетом акцій якої володіє Російська торговельна система (РТС). Торговий майданчик «Українська біржа» відіграв значну роль впродовж 2009-2012 років. На ньому застосовували прогресивні технології торгівлі цінними паперами, зокрема торгівлю за бездресними заявками. Частка торгівлі на цій біржі досягла у 2012 році 27% [5].

В 2011 р. об'єдналися ММВБ та РТС. Об'єднана біржа ВАТ «ММВБ-РТС» володіє 50,016% акцій ФБ «ПФТС» та 43,084 % акцій ПАТ «Українська біржа». Розглядається можливість об'єднання цих бірж [4, 5].

У 2013 році на біржовому ринку діяло 10 організаторів торгів. При цьому 91,19% операцій на організованому фондовому ринку здійснювалось лише на двох біржах – ПАТ ФБ «Перспектива» та ПрАТ ФБ «ПФТС» [7].

ФБ «Перспектива» орієнтована на операції з державними облігаціями, зокрема у 2013 році найбільша частка операцій біржі (88,47%) припадала на державні облігації. Частка операцій з корпоративними облігаціями становила 3,73%, а частка торгів акціями становила 1,34% від загального обсягу торгів [3].

Результати аналізу обсягів торгів акціями в розрізі фондових бірж впродовж 2007-2013 років дозволяють говорити, що на фондовому ринку України до 2009 року ПФТС був основним майданчиком для торгівлі акціями (рис. 5). Проте з 2009 року «Перспектива» та «Українська біржа» створили конкуренцію ПФТС. На ФБ «Перспектива» та ФБ «Українська біржа» був запроваджений ринок заявок. Якщо порівняти фондові біржі ПФТС та УБ, то на останній переважають угоди з акціями за безадресними заявками, а на ФБ ПФТС у 3,4 рази більший ринок адресних угод [4, 5]. Саме УБ у 2009-2012 рр. виступала центром ліквідності на ринку акцій.

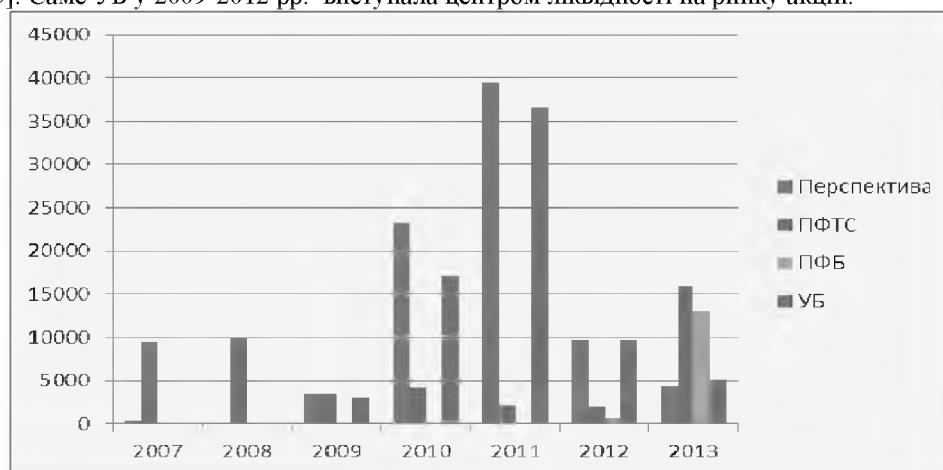


Рис. 5. Динаміка обсягів торгів акціями в розрізі фондових бірж – лідерів, млн грн.

Джерело: НКЦПФР [7]

У 2013 році ФБ «ПФТС» відновила ринкові позиції за рахунок торгівлі акціями лише декількох емітентів. Зокрема, обсяг торгів акціями ПАТ «Північний гірничо-збагачувальний комбінат» становив 4 462 млн. грн., що є третиною обсягу всіх угод на біржі [4].

Незважаючи на значні обсяги торгів на ФБ «Перспектива», кількість акцій, щодо яких уклалися договори на біржі, становила лише 86 акцій з 291 зареєстрованих у біржовому списку у 2013 році [3]. Жодна з акцій ФБ «Перспектива» не входить до 1-го рівня лістингу, 16 входять до 2-го рівня лістингу, 275 – поза лістингові акції. На фондовій біржі ПФТС 46 акцій є акціями другого рівня лістингу. На УБ акції однієї компанії відносять до 1-го рівня лістингу та 19 компаній до 2-го рівня. Це свідчить про більшу ліквідність ФБ «ПФТС» та УБ у порівнянні з ФБ «Перспектива» [3, 4, 5].

Висновок. В результаті проведеного дослідження виділено такі основні тенденції та особливості розвитку фондового ринку України:

- впродовж всього періоду свого розвитку обсяги торгівлі цінними паперами постійно зростали за рахунок нарощення позабіржових операцій;
- у 2013 році регуляторні заходи держави негативно вплинули на обсяг позабіржових операцій та обсяг торгівлі на ринку загалом;

- основними фінансовими інструментами на фондовому ринку до 2010 року були акції, після 2010 року – державні облигації;
- ринкова капіталізація демонструє чіткий злам у 2008 році, який пов'язаний з спекулятивними операціями на ринку;
- ліквідність ринку впродовж досліджуваного періоду була на низькому рівні;
- серед організаторів торгівлі монопольне становище до 2009 року займала ФБ «ПФТС», проте з 2010 року конкуренцію на ринку забезпечували ФБ «Перспектива» та ФБ «Українська біржа».

1. The World Bank [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://www.worldbank.org/>.
2. Нескорородева І. І. Особливості функціонування фондового ринку України / І. І. Нескорородева. // Вісник НБУ. – 2013. – №2. – С. 36–42.
3. Офіційний сайт ФБ "Перспектива" [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://fbr.com.ua/>.
4. Офіційний сайт ФБ "ПФТС" [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://www.pfts.ua/>.
5. Офіційний сайт ФБ "Українська біржа" [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://www.ux.ua/ua/>
6. Положення про функціонування фондових бірж : Затв. рішенням Нац. комісії з цінних паперів і фондового ринку від 22.11.2012 № 1688 [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12>.
7. Річна звітність НКЦПФР [Електронний ресурс] // Офіційний сайт НКЦПФР – Режим доступу до ресурсу: <http://www.nssmc.gov.ua>.
8. Червякова С. В., Школьник І. О. Реформування вітчизняної розрахунково-клірингової системи як передумова забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів у процесі ПРО// Проблеми економіки. – 2012. – № 3. – С. 15–19.
9. Шишков С.Є. Біржовий механізм розвитку фондового ринку України: автореф. дис. канд. екон. наук: спец. 08.00.08// С.Є. Шишков. – Київ, 2011.- 26 с.

A SURVEY OF THE SECURITIES MARKET TRENDS

M. Lypych

*The NAS Institute of the Regional Research
79026, Lviv, 4 Kozelnicka str.*

In the article it was analyzed the trends of the Ukrainian securities market in the basic parameters. In the paper it was considered the dynamics and structure of trading on the securities market. Author investigated the capitalization and the liquidity of the market. It was analyzed the trade organizers of the market.

Keywords: the securities market, the securities, the capitalization, the liquidity, the stock exchanges.