

І.В. Шкодiна

## ДИНАМІКА РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

*У статті розглянуто основні тенденції розвитку фондового ринку України, які формуються під впливом світової фінансової кризи, визначено проблеми його розвитку та напрями регулювання.*

*Ключові слова:* фондовий ринок, фінансова криза, циклічність розвитку, диспропорційність фондового ринку, цінні папери, фондові індекси.

*Табл. 1. Рис. 3. Літ. 14.*

И.В. Шкодина

## ДИНАМИКА РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ

*В статье рассмотрены основные тенденции развития фондового рынка Украины, которые формируются под воздействием мирового финансового кризиса, определены проблемы его развития и направления регулирования.*

*Ключевые слова:* фондовый рынок, финансовый кризис, цикличность развития, диспропорция фондового рынка, ценные бумаги, фондовые индексы.

I.V. Shkodina

## DYNAMICS OF STOCK MARKET DEVELOPMENT IN UKRAINE

*The article considers the key trends in the development of the stock market of Ukraine, they are formed under the influence of the global financial crisis; problems of its development and directions of its regulation are defined.*

*Keywords:* stock market; financial crisis; cyclicity of development; stock market disproportions; securities; stock indices.

**Постановка проблеми.** Створена останніми роками модель економічного розвитку України не здатна забезпечити економічну безпеку країни в умовах різкого загострення суперечностей у світовій фінансовій системі. Саме це яскраво продемонструвала сучасна глобальна фінансова криза, від якої наша країна постраждала набагато сильніше за інші країни внаслідок відсутності інституційних стабілізаторів економічного зростання, що ускладнює зв'язок між різними секторами економіки та збільшує схильність до різких реакцій на незначні зміни в зовнішньому середовищі.

Вплив глобальної фінансової нестабільності на країни залежить від відкритості економіки, а, відповідно, від імовірності, що фінансова нестабільність зумовить значні зовнішні шоки для економіки. Розвинені країни створили механізми протидії цим негативним впливам, а от більшість країн, що розвиваються, не маючи захисних механізмів, стають їхніми жертвами. На жаль, однією з таких країн є Україна.

Оскільки процес глобалізації найдинамічніше відбувається у фінансовій сфері, то найбільшу залежність від світової кон'юнктури відчувають саме фондові ринки, рівень розвитку яких є одним із ключових чинників ефективного економічного розвитку країн у цілому. У зв'язку з цим, необхідно приділяти більше уваги дослідженню тенденцій розвитку фондового ринку, розробляти та впроваджувати нові, удосконалені механізми його регулювання.

**Аналіз останніх публікацій.** Враховуючи важливість фондового ринку для економічного розвитку, питанням його функціонування завжди приділялась увага. Кризові періоди, як правило, активізують дослідження в цій сфері. На особливу увагу заслуговують роботи С. Буковинського [3], І. Дорошенко [6], М. Єршова [7], О. Яременко [3] та інших.

**Метою дослідження** є виявлення основних тенденції розвитку фондового ринку України, які формуються під впливом світової фінансової кризи, визначення проблем його розвитку та напрямів регулювання.

**Основні результати дослідження.** В останні роки ХХ ст. у світовій економіці відбулося декілька криз локального та континентального характеру. В 1992–1993 рр. валютні кризи відбулися в європейських країнах (Велика Британія, Італія, Швеція, Фінляндія), в 1994–1995 рр. криза, яка розпочалася в Мексиці, розповсюдилася на інші країни Латинської Америки. В 1997–1998 рр. глобальна криза, що розпочалася в країнах Південно-Східної Азії (Південна Корея, Таїланд, Індонезія), згодом поширилася на Східну Європу (колишні країни СРСР) та Латинську Америку (Бразилія). Саме в той час Україна вперше відчула на собі вплив глобалізації: індекс ПФТС знизився з 40 до 16,5 пунктів, місячні обсяги торгів акціями впали з 30–50 млн. грн. в 1997 р. до 5 млн. грн. у вересні 1998 р., девальвація гривні склала 60% [10]. Сучасна фінансова криза, розпочавшись у США, поширилася на всі країни світу – як розвинені, так і ті, що розвиваються.

Під впливом циклічності розвитку відбувається зниження фондових індексів перед значним їх підвищенням (особливо це стосується ринків, що розвиваються), тому перші ознаки світової фінансової кризи Україна почала відчувати ще в другій половині 2007 р., коли в результаті іпотечної кризи в США американські та європейські фондові ринки падали і інвестори почали активно вкладати фінансові кошти в ринки, що розвиваються. У 2007 р. фондові ринки країн, що розвиваються, зростали більш високими темпами порівняно з розвиненими країнами внаслідок збільшення портфельних інвестицій з провідних світових економік. У цей час набула популярності теорія декаплінга (decoupling), згідно з якою ринки, що розвиваються, повинні стати «локомотивом», який зупинить кризу і виведе розвинені країни з рецесії, що починається [7, 24].

В Україні переважав спекулятивний капітал, внаслідок чого індекс ПФТС за 2007 р. зріс на 135,4 % (з 498,86 до 1174,02 пункта), поступившись за прибутковістю тільки китайському ринку [10]. Свого максимуму індекс досяг 15 січня – 1208,61 пункта. Багатьом тоді здавалося, що то був позитивний вплив глобалізації. В той час учасники фондового ринку вважали, що криза не торкнеться України і фондовий ринок не постраждає. Хоча ще в травні 2008 р. рейтингове агентство "Fitch", проаналізувавши 73 країни, поставило Україну на друге місце серед держав з найбільшим ризиком макроекономічної нестабільності [12]. А в червні Всесвітній банк у доповіді «Фінансування глобального розвитку 2008» вніс Україну разом з Росією і Казахстаном в список країн, які ризикують більше за всіх постраждати від світової фінансової кризи [4].

На жаль, ці прогнози здійснилися: індекс ПФТС в 2008 р. впав на 74,33% – з 1174,02 до 301,42 пункта (рис. 1). Лідерами падіння стали акції металургій-

ної, електроенергетичної і хімічної галузей. Це падіння було більшим, ніж в інших країнах, що розвиваються. Взагалі, на фондових ринках країн, що розвиваються, збитки інвесторів склали майже 57%.

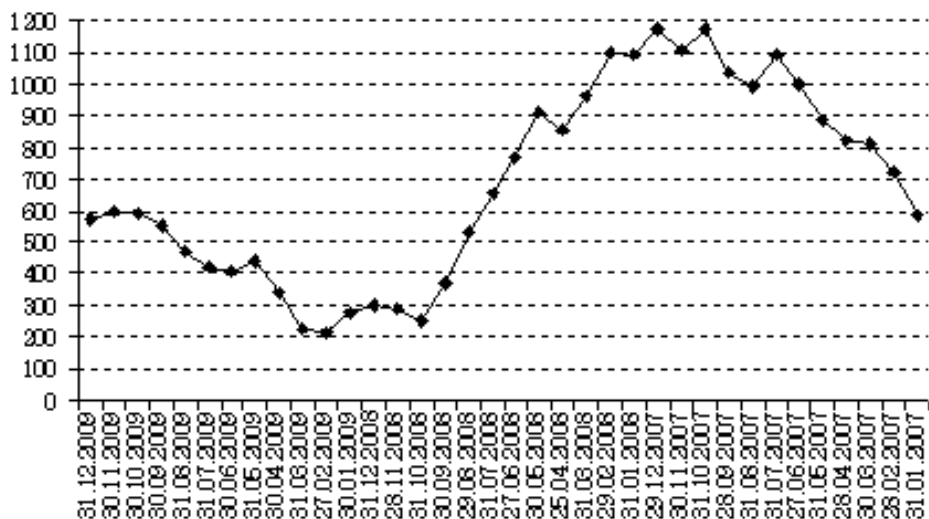


Рис. 1. Динаміка індексу ПФТС [10]

Основною фундаментальною рисою фондового ринку України є нульова або негативна реальна прибутковість цінних паперів (акцій) і, як наслідок, абсолютне переважання спекулятивного, заснованого на динаміці котирувань, стимулу інвестування в корпоративні папери над інвестиційним. В Україні виплата дивідендів взагалі не є типовим явищем для компаній як з концентрованою, так і з розпорошеною власністю. Більшість компаній з концентрованою власністю (Енергетичний союз Донбасу, Приват, Галнафтогаз та ін.) спрямовані не на отримання дивідендів, а на забезпечення довгострокового зростання, тому прибутки реінвестуються.

В Україні відсутній зв'язок між ефективністю компаній і рухом вартості емітованих ними цінних паперів, оскільки фондовий ринок не розглядається як джерело залучення інвестицій. Вітчизняний фондовий ринок характеризується низькою інформаційною прозорістю, схильністю до маніпуляцій і махінацій, відсутністю ефективної системи захисту прав інвесторів, нерозвиненістю правової бази і механізмів вирішення корпоративних конфліктів, що є бар'єром для залучення серйозних інституційних інвесторів.

Більшість дослідників вважають основною причиною безпрецедентного падіння вітчизняного фондового ринку глобальну кризу та викликаний нею швидкий відтік іноземного спекулятивного капіталу з України, який, за різними оцінками становив, до 30 млрд. дол. США [6, 51], а також спекулятивну гру основних учасників біржової торгівлі «на зниження».

Варто погодитися з авторами [3, 48], які причинами кризи вважають сукупність зовнішніх і внутрішніх причин з акцентуванням уваги саме на внутрішніх, серед яких незавершеність ринкової трансформації, вузькість внут-

рішнього ринку, сильна залежність від зовнішньої кон'юнктури, низький рівень економічного суверенітету в умовах прискорених темпів монетизації та рівня доларизації, випереджальне зростання фінансового сектору у відриві від реального, відсталу структуру економіки.

Основною причиною падіння вітчизняного фондового ринку стала його нерозвиненість і диспропорційність. Ринок сформувався як олігопольний (основну роль відіграють два-три великих гравці) з превалюванням іноземного капіталу (до 80% в 2008 р.). До того ж, на вітчизняному фондовому ринку, як показано на рис. 2, відсутня конкуренція і серед торговців цінними паперами більше 90% торгів відбувалося на ПФТС [5].

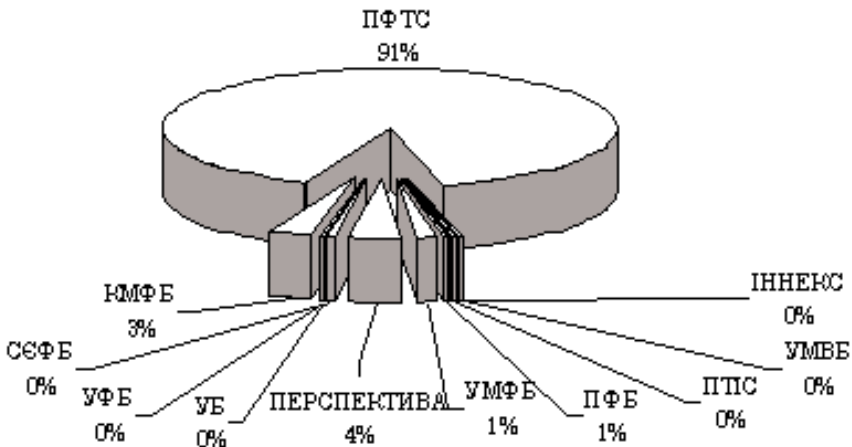


Рис. 2. Структура виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі протягом 2008 р., млн. грн. [5]

У 2009 р. зазначені диспропорції тільки посилилися: якщо в 2008 р. на 10 компаній-лідерів ринку ПФТС припадало 45,1% загального обсягу торгів акціями, то за результатами 8 місяців 2009 р. – 71,52% [10].

За 11 місяців 2009 р. випуск акцій збільшився в 2 рази, проте це збільшення головним чином (65%) відбулося за рахунок випусків акцій банківськими установами з метою збільшення статутного капіталу (зокрема, ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України», ЗАТ «Комерційний банк «Приват Банк», ПАТ «Родовід Банк», ВАТ «АБ «Укргазбанк», ВАТ «ВТБ Банк», ВАТ «УкрСиббанк» тощо). Серед підприємств (крім банків), які суттєво вплинули на загальну структуру обсягів випусків, – ПуАТ «НАК «Нафтогаз України» (18,6 млрд. грн.) [5].

На відміну від минулих років, обсяг зареєстрованих облігацій підприємств суттєво зменшився. Основною причиною стала зміна кон'юнктури на ринку боргових зобов'язань.

Катастрофічно зменшується кількість цінних паперів, які включені до біржових списків організаторів торгівлі: якщо на 21.12.2008 до біржового списку було включено 2177 цінних паперів емітентів, то на 01.12.2009 – тільки 1453 [5]. До того ж, серед більш ніж 9,6 тис. публічних акціонерних товариств (колишні ВАТ) цінні папери лише 801 емітента включено у біржові списки

організаторів торгівлі. У зв'язку з цим виникає питання з приводу доцільності застосування норми ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства» щодо зобов'язання публічного акціонерного товариства пройти процедуру лістингу та залишатися у біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі [2].

Вперше за останні роки найбільший обсяг торгів із фінансовими інструментами зафіксовано з акціями (на суму 10,57 млрд. грн., або 45,64%). Облігації ж, які були лідерами торгів протягом 2004–2008 рр. склали лише 30,80% [5]. Змінилася також структура торгів на організаторах торгівлі цінними паперами – зменшилася частка ПФТС за посилення ролі УБ, УМВБ, КМФБ та УМФБ (рис. 3) [5].

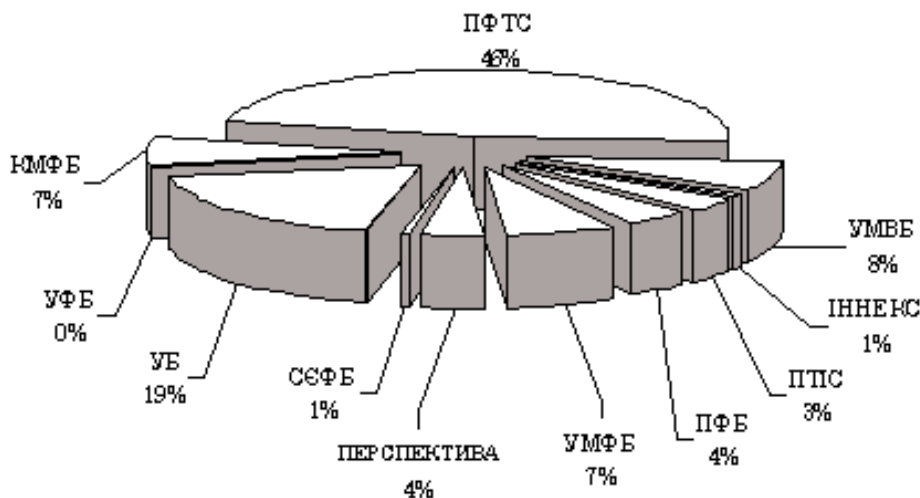


Рис. 3. Структура виконаних біржових контрактів з цінними паперами протягом січня-листопада 2009 року, млн. грн. [5]

На жаль, світова тенденція щодо об'єднання бірж не знайшла своєї реалізації в Україні, тому кількість організаторів торгівлі постійно збільшується (на початок 2010 р – вже 11!). Враховуючи структуру власності, слабкий розвиток фондового ринку, необхідно посилити спроби об'єднання бірж не тільки з іноземними торговельними майданчиками (з російськими), але, що найголовніше, з вітчизняними. Існування в країні єдиної фондової біржі або єдиної системи об'єднаних бірж сприяє більш широкому розумінню конкуренції, адже на єдиній біржі зіставлення високого попиту і пропозиції на купівлю-продаж цінних паперів дає змогу визначити їх реальну ринкову ціну й усуває диктат ціни з боку одного продавця. До речі, практично в усіх постсоціалістичних країнах Східної та Центральної Європи і практично в усіх пострадянських республіках (крім Росії та України) відразу було обрано централізовану модель фондового ринку: єдину національну фондову біржу, єдиний центральний депозитарій цінних паперів, що стало державним гарантом безпеки і захисту прав вітчизняних та іноземних інвесторів.

Українська біржова система не сприйняла також світову тенденцію щодо зміни фундаментальних поглядів на природу торговельних систем у цілому та фондової біржі зокрема. Як наслідок, не відбуваються зміни правових та еко-

номічних основ її діяльності, яка б виявилася в перетворенні біржі на комерційну організацію (згідно зі ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» біржа не є комерційною організацією) [1].

Основні операції, які здійснювалися на українських біржах у 2009 р., мали суто спекулятивний і короткостроковий характер, внаслідок чого фондовий ринок України виріс набагато більше за фондові ринки розвинених країн – індекс ПФТС +90%, UX (індекс акцій Української біржі) +191% (табл. 1).

Таблиця 1. Зміна світових індексів протягом 2009 року [9–11; 14]

Назва індексу	Зміна, %
DIJ	+18,82
S&P	+23,45
NIKKEI	+19,04
NASDAQ	+43,89
FTS	+123,62
MICEX	+117,91
PFTS	+90,07
UX	+191,00

Оскільки власники акцій не розглядають цей ринок як механізм залучення інвестиційних коштів, його стан не впливає на розвиток реального виробництва. Тому існуючий ринок акцій не є необхідною умовою для становлення ефективних публічних корпорацій. Причиною цього є те, що основа цінності акцій – реальні інвестиційні можливості українських корпорацій – в існуючих економічних та правових умовах дуже низькі та високоризиковані. До того ж, найвища серед усіх країн Центральної та Східної Європи концентрація акціонерного капіталу в Україні також не сприяє розвитку організованого ринку цінних паперів, адже зі зростанням концентрації акцій знижується їхня ліквідність.

Таким чином, зростання українських фондових індексів не можна розглядати як позитивне явище для подальшого розвитку фондового ринку. Значний відсоток операцій на біржовому ринку відбувається без забезпечення резервування цінних паперів і грошових коштів учасників. Так звані «короткі продажі» дозволяли на основі маніпулювання ціноутворення отримувати високі прибутки, що тільки посилювало цінову нестабільність.

Додатковими чинниками послаблення фондового ринку стали інституційна неспроможність регулятора та учасників ринку, відсутність відповідальності за провокування кризи і маніпулювання на фоні недостатності важелів державного реагування.

Події у світі доводять необхідність перегляду економічної моделі регулювання економікою та фондового ринку. Аналіз антикризових заходів, який застосовується в Україні, дає можливість стверджувати, що вони подібні до тих, які були вжиті в інших країнах. Але, враховуючи деструктивну роль держави внаслідок зрощення влади і бізнес-структур, державна стратегія спрямована на надання приватному бізнесу пільгових умов в залученні грошових коштів, протекціонізм і захист місцевих олігархів. Деформації антикризової програми характеризуються:

- наявністю суперечностей у поглядах і діях представників провідних політичних сил, які навіть у моменти гострої фінансової кризи не хочуть об'єдна-

ти зусилля заради подолання її наслідків, а прагнуть максимально використувати кризу для збільшення особистого багатства і отримання політичних дивідендів;

- існування декількох центрів впливу, які мають протилежні інтереси та цілі, внаслідок чого держава майже нездатна забезпечити реалізацію вкрай необхідних комплексних, проте непопулярних рішень (наприклад, зменшення соціальних виплат, збільшення податків тощо);

- відсутність ефективного механізму акумулювання фінансових ресурсів, достатніх для реалізації дій, запропонованих урядами інших країн;

- бажання вирішувати проблеми за рахунок ресурсів міжнародних фінансових організацій – МВФ та інших [8, 23]. Проте умови надання цих кредитів не завжди позитивно впливають на країну-позичальника.

Все це призвело до того, що Україна в 2009 р. опустилася з 51 на 53 місце за індексом фінансового розвитку – "Financial Development Index" (цей індекс розробляє Світовий економічний форум, аналізуючи 55 країн світу). За критерієм розвитку інституційного середовища Україна посіла 51 місце, розвитку бізнес-середовища – 45, фінансової стабільності – 55, розвитку банківських послуг – 52, розвитку небанківських фінансових послуг – 27, розвитку фінансових ринків – 54, доступу до фінансування – 45. А в рейтингу невіддатних країн світу в 2009 р. посіла 110 місце, яке відповідає критичному рівню ризику [13]. Гірші позиції у Сомалі (1 місце), Грузії (33), Узбекистану (31), Азербайджану (56), проте це не аргумент для заспокоєння. Отже, з впевненістю можна констатувати, що українські економічні та політичні інститути не змогли пом'якшити та скоректувати наслідки погіршення ринкової кон'юнктури, але в той же час і не занурили країну в критичний стан періоду 1998–2000 років.

Оскільки основні причини спаду не були усунуті протягом 2009 р., то в 2010 р. фінансова криза не завершиться, як прогнозують неоліберальні експерти. Головні заходи подолання кризи здійснювалися в межах старої фінансової системи, що тільки маскувало та поглиблювало суперечності, які призвели до кризових наслідків. Фінансове накачування великих компаній не мало антикризового значення, тому що не створювало умов для усунення суттєвих причин глобальної кризи. Недивлячись на те, який нестандартний характер матиме криза (V, L, W або UUU-образний характер), можна стверджувати, що майбутній перебіг світової фінансової системи буде характеризуватися значною нестабільністю. Позитивним є те, що криза сприятиме самоочищенню економіки від накопичених диспропорцій та здійснюватиме інституційні корекції.

Таким чином, можна стверджувати, що на початок 2010 р., не дивлячись на значний підйом українських біржових індексів, фондовий ринок залишається нерозвиненим і диспропорційним: низька ліквідність цінних паперів, висока волатильність, емітенти не виходять на ринок цінних паперів з метою залучення інвестиційних коштів, не працює на належному рівні депозитарна система, неефективно здійснюється як державне регулювання, так і саморегулювання фондового ринку, ринок не в повній мірі є відкритим та прозорим для його учасників, болючою проблемою залишається незахищеність законних прав інвесторів.

Оскільки українські економічні та політичні інститути нездатні здійснювати ефективне регулювання щодо пом'якшення та коректування наслідків погіршення ринкової кон'юнктури, необхідно реформувати інституційну структуру фондового ринку, змінювати систему регулювання ринку. Рівень розвитку фінансової системи є одним із ключових чинників ефективного економічного розвитку країн у цілому. У зв'язку з цим необхідно приділяти більше уваги фінансовому сектору, розробляти й впроваджувати нові, удосконалені механізми його функціонування. Необхідно також ретельно вивчати досвід минулих і поточної криз, щоб мінімізувати можливі ризики в майбутньому

**Висновки.** Динаміка українського фондового ринку обумовлена його внутрішніми інституційними особливостями, а саме:

- неефективність національної економіки, нерозвиненість та деформованість як всього ринкового механізму, так і фондового ринку;

- український фондовий ринок настільки відірваний від реального сектору економіки, що кризові явища на ньому лише побічно загрожують стабільності економіки, оскільки в ньому не відображаються макроекономічні параметри розвитку країни. Спекулятивно налаштовані інвестори насамперед звертають увагу на американські індекси, оскільки саме вони впливають на їхню поведінку, яка формується під впливом інформації зі світового, а не вітчизняного фондового ринку;

- падіння вітчизняного фондового ринку пов'язане з низькою ліквідністю ринку, високими внутрішніми ризиками, у тому числі і політичними, великою часткою спекулятивного капіталу;

- існуюча ситуація на ринку не може викликати необхідну трансформацію, хіба тільки подальшу консервацію неефективної інституційної структури фондового ринку України. При розробці шляхів подолання негативних наслідків світової фінансової кризи необхідно враховувати особливість даного етапу розвитку, світовий досвід подолання кризових явищ і змінювати інституційне середовище відповідно до динамічних змін світового фінансового ринку.

1. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 №3480-IV // zakon1.rada.gov.ua.

2. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 №514-IV / zakon1.rada.gov.ua.

3. Буковинський С.А., Унковська Т.Є., Яременко О.Л. Шляхи подолання фінансової кризи в Україні // Економічна теорія. – 2009. – №2. – С. 47–60.

4. Всемирный банк // www.worldbank.org/eca/russian.

5. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку України // www.ssmc.gov.ua.

6. Дорошенко І. Криза на ринках фінансового капіталу // Економіка України. – 2009. – №10. – С. 41–53.

7. Ершов М. Как обеспечить стабильное развитие в условиях финансовой нестабильности? // Вопросы экономики. – 2007. – №12. – С. 4–26.

8. Стеценко Б. Посткризовий фінансовий ринок: нова ідеологія державної політики // Цінні папери України. – 2008. – №43. – С. 22–23.

9. Українська біржа // www.ux.com.ua.

10. Фондова біржа «ПФТС» // www.pfts.com.

11. Фондовая биржа РТС // www.rts.tu.

12. Fitch Ratings CIS Ltd. // www.fitchratings.ru.

13. The Failed States Index 2009 // www.foreignpolicy.com.

14. The World Federation of Exchanges // www.world-exchanges.org.

Стаття надійшла до редакції 4.02.2010.