

УДК 336.76:658.14(477)

М.А. Козоріз, К.С. Калинець

## Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми

*Обґрунтовано необхідність визначення капіталізації фондової біржі як економічної категорії. Проаналізовано економічний зміст капіталізації фондової біржі як важливого індикатора ділової активності країни. Проведено порівняльний аналіз діяльності фондових бірж у країнах з ринком, що формується (Україна, Угорщина, Чехія і Польща). На основі проведеного аналізу визначено особливості та проблеми розвитку фондових бірж в Україні, а також чинники впливу на капіталізацію фондової біржі та особливості їх прояву. Розроблено комплекс заходів щодо підвищення рівня капіталізації українських фондових бірж.*

*Ключові терміни: фондова біржа, капіталізація, особливості капіталізації фондової біржі, аналіз капіталізації, проблеми капіталізації фондових бірж, заходи щодо підвищення рівня капіталізації фондових бірж.*

Фондова біржа відіграє важливу роль у забезпеченні розвитку національної економіки. Адже її діяльність спрямована на мобілізацію, розподіл та перерозподіл фінансових ресурсів через організацію укладання угод з купівлі-продажу цінних паперів та їх похідних. Показником потужності функціонування фондової біржі є капіталізація, яка передбачає оцінку рівня її розвитку та конкурентоспроможності на внутрішньому і зовнішньому ринках. Порівняно із країнами з розвинутою ринковою економікою, капіталізація фондових бірж України є надзвичайно низькою і становить лише 0,4% від сукупного світового ВВП, у той час, як США – 21,1%, Японії – 7%, Німеччини – 4,5%, Африки – 3,2%, Росії – 2,6% [1, с. 48]. Такий низький рівень капіталізації фондових бірж України зумовлено особливостями становлення та розвитку ринку цінних паперів у країні, його роздробленістю та непорядкованістю. Із часів заснування, на фондових біржах не відбувалось якісних зрушень, і через це вони не виконують властивих їм функцій щодо залучення, перерозподілу капіталу та його спрямування в реальний сектор. Нерозвиненість фондових бірж в Україні стримує економічний розвиток, надходження іноземних інвестицій, підвищення ефективності перерозподілу коштів в економіці. За таких умов питання розвитку фондових бірж, забезпечення їх міцності та стійкості до зовнішніх чинників є особливо актуальним. Тому для підвищення капіталізації фондових бірж України необхідно визначити основні проблеми їх розвитку та вжити усіх необхідних заходів для вирішення цих проблем.

Проблеми капіталізації фондових бірж і шляхів її підвищення є темою досліджень значного кола зарубіжних і вітчизняних науковців. Зарубіжні вчені-економісти (Роберт Л. Сміт, Р. Глен Габбард, П. Гартман, І. Гісан та ін.) у своїх працях досліджували чинники впливу на капіталізацію фондових бірж, причини і наслідки неефективного їх використання, механізми підвищення капіталізації ринку цінних паперів та ін. Дослідженню закордонного досвіду щодо побудови ринку цінних паперів у сучасних умовах економічного розвитку та можливостей його застосування в Україні присвячені праці українських науковців І. Вороніна, Б. Рубцова, А. Грищенко, В. Корнева, О. Мозкового, Т. Смовженко та ін.

Однак динаміка та проблеми діяльності фондових бірж в Україні досліджені недостатньо. Більш детального аналізу потребують питання щодо особливостей визначення

© М.А. Козоріз, К.С. Калинець, 2008.

капіталізації фондових бірж, чинників впливу на їх розвиток, методів забезпечення їхнього економічного зростання та можливостей їх використання в Україні.

Метою статті є визначення чинників впливу на капіталізацію фондової біржі та особливостей їх появи в Україні; обґрунтування необхідності підвищення рівня розвитку вітчизняного фондового ринку, розроблення пропозицій для його забезпечення.

Дослідження економічної суті поняття «капіталізація» є надзвичайно важливим у світовій системі господарювання, оскільки за її допомогою визначаються масштаби розвитку національних економік, регіонів, підприємств та організацій. Однак у сучасній економічній літературі все ще залишаються малодослідженими питання, пов'язані з її визначенням. Так, 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 [2].

Таким чином, капіталізацію можна розглядати як багаторівневий процес, який охоплює усю економіку і модифікується залежно від того, які завдання та проблеми вона досліджує. На наш погляд, важливим є розмежування двох взаємопов'язаних аспектів капіталізації: реальної та фіктивної. Реальна капіталізація відображає процес перетворення вартості, втіленої у матеріальних та інших реальних цінностях, у джерело її зростання [3, с. 92]. 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. Дане визначення трактує капіталізацію певного об'єкта як грошовий вираз вартості випущених ним цінних паперів, встановлений котируванням на фондовій біржі [3, с. 106]. Водночас фіктивна капіталізація відображає очікування потенційних інвесторів, які, відповідно до її рівня, формують власні стратегії забезпечення. Так, на основі вартості фіктивного капіталу, у країнах із розвинутою ринковою економікою визначається капіталізація фондової біржі як сумарна вартість реального капіталу, представленого в акціях чи інших цінних паперах, що обертаються на вторинному ринку.

Однак в Україні фондові біржі розвинені слабо. Більшість акціонерних товариств створено у формі закритого типу, і через це їх акції не обертаються на фондовому ринку. Тому кількість операцій на фондових біржах впродовж останніх років зменшується і у 2005 р. становила лише 14 % від загального обсягу торгів. На підставі цих даних неможливо оцінити рівень ринкової капіталізації фондових бірж України за вартістю фіктивного капіталу. Результатом цього є те, що у вітчизняне розуміння поняття «капіталізація фондової біржі» закладено не ринкову вартість цінних паперів, що котируються на ній, а сумарну номінальну вартість зареєстрованих випусків акцій (показник номінальної капіталізації) [3]. Тобто, в основу визначення ринкової капіталізації фондової біржі в Україні закладено не вторинний ринок цінних паперів, а первинний, що не є предметом дослідження капіталізації у розвинених країнах. Водночас, за кількістю зареєстрованих випусків акцій, на основі якої розраховується номінальна капіталізація в Україні, неможливо оцінити рівень ефективності використання залученого реального капіталу. Через це визначення капіталізації фондових бірж України не дає можливості здійснити реальну оцінку рівня розвитку вітчизняного ринку цінних паперів та капіталізації національної економіки загалом.

Основними чинниками, що зумовили визначені особливості розрахунку капіталізації фондових бірж України, є:

- Відсутність достовірної та повної інформації про рівень капіталізації основних суб'єктів господарювання (ВАТ, ЗАТ, фінансових посередників). Нині навіть основний регулюючий орган – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) не володіє достатньою кількістю інформації для розрахунку ринкової капіталізації фондових бірж. Тому для її визначення використовується показник номінальної капіталізації, а можливість проведення фіктивного котирування призводить до викривлення цін цінних паперів та неможливості реальної оцінки їх вартості на фондовій біржі [4].
- Хаотичність та безсистемність розвитку фондового ринку України, що характеризується відсутністю єдиної налагодженої моделі діяльності фондових бірж при масовій приватизації починаючи із середини 90-х років. Результатом цього є те, що ДКЦПФР видала ліцензії регіональним біржам для роздержавлення підприємств країни. У зв'язку з цим нині в Україні існують 10 організаторів торгів з ліцензією ДКЦПФР, вісім з яких зареєстровані як біржі, а інші дві зареєстровані як торговельно-інформаційні системи (ТІС) [4]. Наслідком цього є те, що найбільш активними організаторами торгів фінансовими активами є дві платформи: Перша фондова торговельна система (ПФТС), яка обслуговує понад 86% усього обсягу торгів, і Українська фондова біржа (УФБ) – близько 13% [5; 6]. Інші 8 організаторів торгів практично не працюють, а лише інколи проводять нерегулярні торги, що посилює подрібнення фінансових активів, а отже, негативно впливає на загальну капіталізацію фондового ринку України.
- Відсутність ефективної національної депозитарної системи (організація, що займається обліком прав з цінних паперів, до якої входять реєстратори та зберігачі). Так, законодавством з питань функціонування депозитарної системи в Україні не передбачено можливостей створення Центрального депозитарію на верхньому рівні Національної депозитарної системи. У результаті цього спостерігається втрата цілісності інфраструктури фондового ринку.
- Високий ступінь ризику щодо використання нагромадженого капіталу у реальному секторі економіки, що зумовлено значною волатильністю та залежністю від зовнішніх фінансових ресурсів ринку цінних паперів країни [1, с. 52].
- Обмеженість фінансових інструментів, що використовуються фінансовими посередниками та низький ступінь використання похідних цінних паперів.
- Значний ступінь монополізації ринку, оскільки 57% ринкової капіталізації фондових бірж забезпечують 10 найбільших компаній, акції яких котируються на них [7, с. 12]. Це перешкоджає формуванню масового та ліквідного ринку цінних паперів.
- Низький рівень інформованості населення з питань функціонування фондового ринку. Це призводить до низької активності фізичних осіб на фондовій біржі, попри те, що вони є одним із головних інвесторів у розвинених країнах.
- Високий ступінь тіньової економічної діяльності та політичного втручання тощо.

Для оцінки ефективності функціонування фондових бірж України проводять їх порівняльний аналіз із країнами, ринки цінних паперів яких також перебувають на стадії розвитку. Так, на рисунку 1 відображено динаміку капіталізації фондових бірж України, Угорщини, Чехії та Польщі. Впродовж 2003-2007 рр. спостерігалась позитивна тенденція щодо розвитку фондового ринку цих країн, про що свідчать показники відносної капіталізації. За цей період темпи розвитку фондових бірж України зросли у 7,3 разу (із 10% від ВВП у 2003 р., до 73,32% від ВВП у 2007 р.) у той час, як в Угорщині – у 2,4 разу (із 19,8% від ВВП у 2003 р.,

до 46,8% від ВВП у 2007 р.), в Чехії – у 2,5 разу (із 16,2 % від ВВП у 2003 р., до 41,2% від ВВП у 2007 р.), Польщі – у 2,7 разу (із 16,8% від ВВП у 2003 р. і, до 45,6% від ВВП у 2007 р.). Таким чином, темпи приросту капіталізації фондових бірж в Україні значно перевищують показники інших досліджуваних країн. Дана тенденція є позитивним явищем у розвитку фондового ринку України, і відображає приріст фінансових ресурсів, що залучаються в обіг через фондову біржу.

Водночас, абсолютна капіталізація фондових бірж України, порівняно із фондовими біржами досліджуваних країн, є надзвичайно низькою. Вона становить 103 млрд. дол. США, що вдвічі менше її величини в Польщі. Отже, реальні обсяги капіталу, які обертаються на українських фондових біржах, є надзвичайно низькими і не відповідають реальному стану капіталізації в Україні. Існує високий потенціал розвитку вітчизняного фондового ринку, однак спостерігається низький рівень його використання. Через це фондові біржі в Україні є недокапіталізованими, вони не виконують своїх основних функцій організатора торгівлі цінними паперами на основі принципів прозорості, ліквідності та забезпеченості.

Дослідження показали, що подолання існуючих проблем фондових бірж України передбачає необхідність удосконалення законодавства, яке регулює діяльність ринку цінних паперів та окремих складових його інфраструктури, а також встановлення більш жорстокої відповідальності за порушення його вимог. **Зокрема для підвищення рівня капіталізації фондових бірж України необхідно вжити таких заходів:**

1. Розробити довгострокову стратегію розвитку фондових бірж із урахуванням особливостей національної економіки та динаміки розвитку світового фондового ринку.
2. Забезпечити поетапне створення єдиного центрального депозитарію України та удосконалення системи обліку прав власності на цінні папери, що передбачає скасування положень та нормативних документів, які допускають існування на верхньому рівні депозитарної системи необмеженої кількості депозитаріїв і створити в Україні єдиний Центральний депозитарій. Він повинен мати форму непідприємницької структури з наданням їй повноважень, які на сьогодні має МФС та депозитарій НБУ. Це сприятиме створенню єдиного інформаційного простору, який охоплюватиме усі операції купівлі-продажу цінних паперів. Адже світовий досвід показує, що найважливішим напрямком забезпечення високого рівня капіталізації фондових бірж є налагодження діяльності депозитарної системи.
3. Сприяти підвищенню прозорості операцій на фондовій біржі та удосконаленню діяльності її торговельних площадок з метою визначення ринкової вартості цінних паперів вітчизняних емітентів. Для реалізації даного завдання необхідно, окрім створення національного депозитарію, вжити заходів для скорочення обсягу операцій на нерегульованому ринку, зменшити час оплати операцій з цінними паперами, створити повну інформаційну базу з основних індикаторів фондового ринку, сприяти консолідації діючих бірж та організаторів торгівлі.
4. Запровадити загальнонаціональну систему моніторингу та єдину методологію розрахунку капіталізації фондової біржі.
5. Забезпечити удосконалення корпоративного управління та захисту прав інвесторів, шляхом прийняття Закону України «Про акціонерні товариства» в якому передбачити національні принципи корпоративного управління та покарання за їх недотримання, створення інституту інституційних інвесторів, інвестиційних фондів та хедж-фондів.

Отже, можна стверджувати, що проблема забезпечення високого рівня капіталізації фондових бірж України є особливо актуальною. Її вирішення потребує

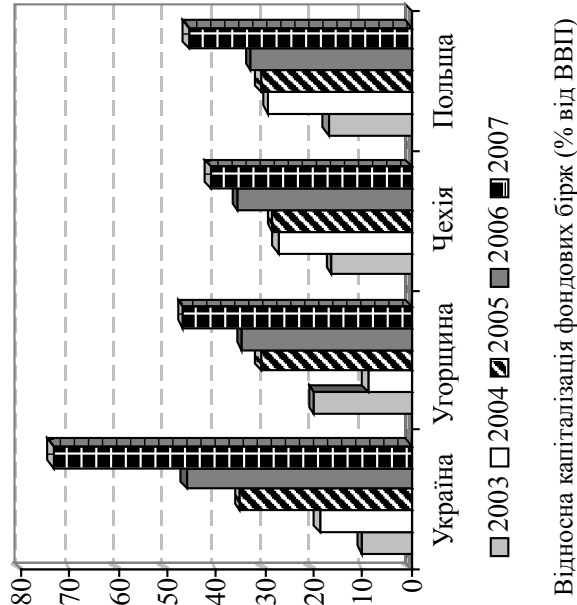
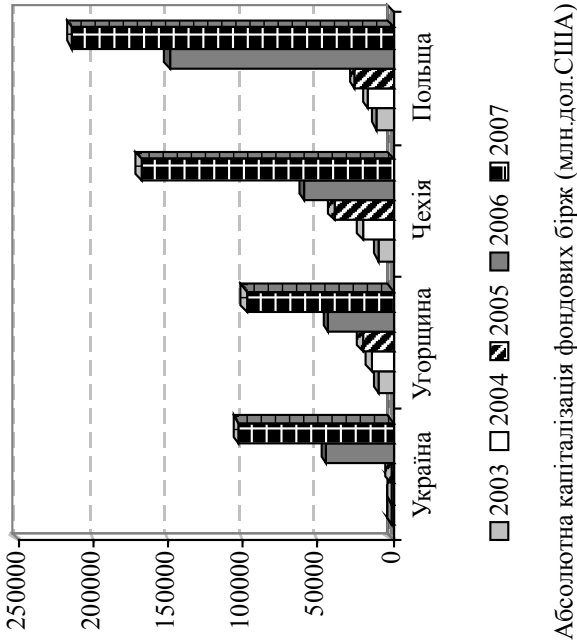


Рис. 1. Відносна та абсолютна капіталізація фондових бірж

Джерело: І. Сміт Р.Л. Українські фондові біржі: проблемні питання і рекомендації (Проект розвитку ринків капіталу) / Роберт Л. Сміт // Веб-сторінка ДУ "Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України": <http://www.smida.gov.ua>. 2. Современные фондовые рынки: учеб. пособ. для вузов / Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

розроблення державної програми розвитку фондового ринку із врахуванням зарубіжного досвіду та національних особливостей. Основою даної програми повинно бути забезпечення інформаційної відкритості, прозорості та забезпеченості біржової діяльності. Водночас, необхідно запровадити моніторинг та контроль за реалізацією даної програми. Адже надійність, міцність та ефективність фондових ринків залежить від системи державного регулювання цієї сфери та її інфраструктури. Налагоджена діяльність фондових бірж дозволяє країнам інтегрувати в міжнародний ринковий простір, вирішувати питання щодо залучення додаткових ресурсів та стимулює загальнонаціональний розвиток країни.

#### Список використаних джерел

1. Мозковий О. Світові ринки акцій: досвід для України / О. Мозковий, А. Баторшина // Ринок цінних паперів України. – 2004. – №11-12. – С. 47-54.
2. Визначення капіталізації. [Електрон. ресурс]. – Спосіб доступу: <http://info.srochno.ua/ukr/professions/investicii/>.
3. Капіталізація економіки: проблеми та перспективи. Матеріали семінару // Економічна теорія. – 2006. – №2. – С. 91-112.
4. Веб-сайт Державної комісії з цінних паперів // <http://www.ssmc.gov.ua>.
5. Веб-сайт ПФТС «Фондова біржа» // <http://www.pfts.com>.
6. Веб-сайт Київської міжнародної фондової біржі // <http://www.kise-ua.com>.
7. Барановський О. Недокапіталізована економіка / О. Барановський // Веб-сторінка Українського мобільного банку знань <http://www.probusiness.in.ua>.
8. Сміт Р.Л. Українські фондові біржі: проблемні питання і рекомендації (Проект розвитку ринків капіталу) / Роберт Л. Сміт [Електрон. ресурс]. – Спосіб доступу: <http://www.smida.gov.ua>.

#### **Козоріз М.А., Калинець К.С. Капіталізація фондових бірж України: особливості та проблеми.**

*Обоснована необхідність определения капитализации фондовой биржи как экономической категории. Проанализирована экономическая сущность капитализации фондовой биржи как важного показателя деловой активности страны. Проведен сравнительный анализ деятельности фондовых бирж в странах с формирующимися рынками (Украина, Венгрия, Чехия, Польша). На основе проведенного анализа определены особенности и проблемы развития фондовых бирж в Украине, а также факторы, влияющие на капитализацию фондовых бирж и особенности их проявления. Разработан комплекс мероприятий по повышению уровня капитализации украинских фондовых бирж.*

*Ключевые слова: фондовая биржа, капитализация, особенности капитализации фондовой биржи, анализ капитализации, проблемы капитализации фондовых бирж, мероприятия по повышению уровня капитализации фондовых бирж.*

#### **Kozoriz M.A., Kalynets K.S. Stock Exchange Capitalization in Ukraine: Peculiarities and Problems.**

*The necessity of existence of stock exchange is examined as the economic category. Economic essence of capitalization of stock exchange as an important index of business activity of the country is analysed. The comparative analysis of activity of stock exchanges is conducted in the countries with the formed markets (Ukraine, Hungary, Chechnya, Poland). On the basis of the conducted analysis features and problems of the development of stock exchanges in Ukraine, and also factors, influencing capitalization of stock exchanges and features of their manifestation have been determined. The complex of measures concerning the increase of the level of capitalization of the Ukrainian stock exchanges has been elaborated.*

*Key words: stock exchange, capitalization, peculiarities of stock exchange capitalization, analysis of capitalization, problems of stock exchange capitalization, measures concerning increase of the level of stock exchange capitalization.*

Надійшло 21.05.2007 р.