

МЕТОДОЛОГІЧНІ ПІДХОДИ ДО АНАЛІЗУ АКТИВНОСТІ РИНКОВОГО ОБІГУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Сергій Хоружий
науковий
консультант
Українського
інституту розвитку
фондового ринку
ДВНЗ «КНЕУ імені
Вадима Гетьмана»

Аналіз активності та результативності біржової діяльності у світі засвідчує, що біржова торгівля, не дивлячись на свій поважний вік, ефективно функціонує і у XXI столітті [1]. За рахунок злиття існуючих бірж інвестору надаються послуги з організації торгів на різних ринках. Вплив інтеграційних процесів на організацію торгівлі проявляється у можливості для бірж універсалізувати свою діяльність та зменшити для учасників як ризики, так і транзакційні витрати.

Об'єднання декількох ринків у рамках однієї біржі відповідає інтересам професійних посередників, інвесторів, емітентів, державних регулюючих органів, а, отже і інтересам національних економік. Об'єднання і універсалізація біржової торгівлі дозволяє створити найкращі умови для роботи інвесторів, суттєво зменшити витрати учасників торгів і більш рівномірно розподілити ризики, створити пов'язану торгівлю і розрахункову систему, завдяки чому можливо максимально уніфікувати біржові правила, ефективність яких сприяє залученню до біржової торгівлі інвесторів і емітентів, а також дозволяє контролюючим органам ретельніше відстежувати підозрілі операції та маніпулювання цінами на таких об'єднаних біржових ринках.

Для оцінки активності ринку цінних паперів використовуються різні показники, такі як обсяг біржової торгівлі цінними паперами, кількість договорів щодо цінних паперів, укладених на біржі, капіталізація ринку акцій або облігацій, відношення капіталізації ринку акцій (облігацій) до ВВП та різні біржові індекси. Ринкова капіталізація розраховується шляхом множення акцій компанії знаходяться в обігу на поточну ринкову ціну однієї акції. Існуючі біржові індекси розраховуються кожною біржею по різному, зокрема, як відношення сумарної ринкової капіталізації акцій, включених в список

для розрахунку індексу, до сумарної ринкової капіталізації на початкову дату, помножене на значення індексу на початкову дату і на коригуючий коефіцієнт.

Зазначені кількісні показники є переважно абсолютними і можуть застосовуватися для адекватної оцінки у першу чергу розвинутих ринків цінних паперів, оскільки переважно саме на таких ринках відбувається обіг цінних паперів. Для країн із перехідною економікою, таких як Україна, існують суттєві проблеми застосування зазначених вище показників для оцінки активності обігу цінних паперів на біржовому ринку, оскільки ліквідність в таких країнах біржових ринків є переважно низькою та значний обсяг цінних паперів знаходиться в обігу поза межами бірж. Ця проблема є суттєвою для України і потребує розробки відповідної методології, яка дозволить якісно оцінити стан національного ринку цінних паперів та встановити тенденції його розвитку.

Аналіз досліджень Світового Банку [2], здійснених по 87 країнам, засвідчує стійку залежність між рівнем доходу на душу населення і ринковою капіталізацією акцій та обсягами кредитування. Розгляд результатів досліджень [3] Світового Банку, проведених за даними 48 країн, виявив стійкий зв'язок між показниками фінансової системи і темпами економічного зростання.

На основі узагальнення результатів означених досліджень доцільно констатувати, що показники розвитку фінансової системи корелюють з довгостроковими темпами економічного зростання держави і цей зв'язок між ними носить стійкий причинно-наслідковий характер. Зазначені висновки підтверджуються даними щодо обсягу ВВП та загального обсягу торгівлі акціями на біржах з 2003 то 2008 роки. Аналогічний висновок підтверджується розрахунком у відсотках щодо відношення обсягу біржових торгів у країні до загального обсягу ВВП, обрахованого нами за даними звітів International Monetary Fund, World Bank, World Federation of Exchanges, ДКЦПФР. Означений розрахунок подано у таблиці 1. Наведені вище розрахунки дозволяють констатувати суттєве відставання розвитку біржового ринку України не тільки від країн із історично сформованим біржовим ринком, а й від таких найближчих сусідів, як Польща, що відновила біржову торгівлю майже одночасно із Україною. Крім того, доцільно констатувати, що прийняті для централізованих біржових ринків цінних паперів кількісні показники не дозволяють адекватно оцінити тенденції розвитку фрагментарного біржового ринку України, який представляють десять бірж.

Торговці цінними паперами забезпечують їх обіг в Україні на біржовому ринку та через позабіржову торгівлю. За результатами аналізу статистичних даних річних звітів ДКЦПФР за 2002, 2005, 2009 роки [5] щодо обсягів

торгівлі цінними паперами доцільно констатувати, що близько половини від загального обсягу торгівлі цінними паперами займає торгівля неемісійними цінними паперами, які не можуть бути об'єктом біржового обігу. Порівняння динаміки долі біржової торгівлі цінними паперами у загальному обсязі торгівлі як емісійними цінними паперами, так і всіма видами цінних паперів, здійснене на базі отриманих вище результатів, наведено у таблиці 2. Оскільки у загальному обсязі торгівлі цінними паперами майже половину займають неемісійні цінні папери, показники відношення обсягу біржової торгівлі цінними паперами до загального обсягу торгівлі емісійними цінними паперами так само були приблизно в два рази вище.

Таким чином, динаміка обсягів біржової торгівлі цінними паперами у загальному обсязі торгівлі цінними паперами у 2003-2009 роках дозволяє констатувати, що в означений період, незважаючи на щорічне номінальне зростання доля біржової торгівлі цінними паперами в Україні, показник обсягів біржової торгівлі цінними паперами у загальному обсязі торгівлі цінними паперами все ще залишається на низькому рівні. Починаючи з 2006 року, спостерігається поступове зменшення цього показника.

Кількість випусків акцій і облігацій в Україні перевищує 37 тисяч, у той же час, за даними Світової федерації бірж (World Federation of Exchanges - WFE), учасниками якої є 52 біржі світу, загальна кількість цінних па-

Таблиця 1.

Тенденція відношення обсягу біржових торгів цінними паперами в країні до її ВВП (у %) з 2003 по 2008 роки (обраховано автором за даними звітів International Monetary Fund, World Bank, World Federation of Exchanges, ДКЦПФР)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
США	150,0	172,0	192,0	251,0	407,0	492,0
Англія	194,0	234,0	249,0	310,0	369,0	235,0
Іспанія	105,0	115,0	133,0	157,0	206,0	151,0
Німеччина	53,0	56,0	69,0	94,0	130,0	129,0
Японія	50,0	70,0	98,0	133,0	147,0	115,0
Корея	71,0	87,0	143,0	141,0	195,0	154,0
Австралія	79,0	85,0	97,0	114,0	160,0	117,0
Італія	54,0	56,0	73,0	85,0	109,0	65,0
Польща	4,2	6,3	9,9	16,4	20,5	13,1
Україна	1,3	2,3	3,7	5,4	5,9	2,7

**Динаміка обсягів біржової торгівлі цінними паперами
у загальному обсязі торгівлі цінними паперами у %
(розраховано за даними річних звітів ДКЦПФР за 2002, 2005, 2009 роки)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Відношення обсягу біржової торгівлі цінними паперами до загального обсягу торгівлі емісійними цінними паперами у %	3,8	5,3	6,6	8,4	6,7	5,7	4,9
Відношення обсягу біржової торгівлі цінними паперами до загального обсягу торгівлі цінними паперами у %	1,7	2,9	4,0	5,8	4,6	4,3	3,4

перів, що були в обігу на біржах світу у 2009 року становила 45 тисяч випусків цінних паперів [4]. Пояснити невідповідність загальносвітовій практиці обсяги випусків українських цінних паперів, що знаходяться в обігу, можливо, якщо розглядати означену невідповідність як наслідок проведення приватизації держаних підприємств шляхом акціонування. Значна кількість зареєстрованих випусків акцій приватизованих українських підприємств, на нашу думку, не викликає економічного інтересу у інвесторів. Таким чином, малоімовірно є доцільність обігу таких акцій на біржовому ринку.

Результат порівняння обсягів торгівлі цінними паперами поза межами біржі та біржовою торгівлею констатує певний розрив між означеними обсягами. Причому, починаючи із 2001 року, розрив суттєво зростає і у 2009 складає більше 1000 млрд. грн. Така динаміка доводить низький інтерес торговців цінними паперами до біржової торгівлі цінними паперами. Середньоарифметична доля біржового ринку в загальному обсягу торгівлі цінними паперами з 1997 по 2009 роки складає 6,2%, причому у 2009 році вона становила всього 3,4%.

З метою виявлення загальної тенденції щодо ступеня активності ринкового обігу цінних паперів (в цілому та, зокрема, біржового) нами обраховано відношення обсягу виконаних за рік договорів торговцями цінних паперів (ОВД) та відношення обсягу виконаних за рік договорів торговцями цінних паперів, що укладені на біржовому ринку (ОВДБ) до загального обсягу з зареєстрованих в ДКЦПФР випусків цінних паперів (наростаючим підсум-

ком на кінець року) - ЗВЦП. Отримані значення ми визначаємо як інтегральний коефіцієнт обігу цінних паперів та інтегральний коефіцієнт біржового обігу цінних паперів, які є якісними показниками ступеню активності ринкового обігу випущених в країні цінних паперів (в цілому на ринку цінних паперів чи на біржовому ринку). Чим такі показники вище - тим вище «оборотоздатність» випущених цінних паперів та ліквідність ринку цінних паперів (в цілому та, зокрема, біржового).

$$IKO = \frac{\sum OVD}{\sum ZVCP} \quad IKBO = \frac{\sum OVD\delta}{\sum ZVCP}$$

Порівняння загальних обсягів виконаних торговцями цінних паперів договорів із обсягами торгів цінними паперами на біржовому ринку, здійснене нами на основі використання даних річних звітів ДКЦПФР, а також розрахунок інтегрального коефіцієнту обігу цінних паперів та інтегрального коефіцієнту біржового обігу цінних паперів подано у таблиці 3.

Наведені вище розрахунки щорічної зміни інтегрального коефіцієнту обігу цінних паперів та інтегрального коефіцієнту біржового обігу цінних паперів засвідчують, що максимальна заінтересованість торговців в здійсненні обігу цінних паперів відбувалася у 2004 році, після чого спостерігається поступове падіння такого інтересу. Тенденція зміни показників запропонованого інтегрального коефіцієнта обігу цінних паперів доводить, що з 2000 по 2004 рік відбувалося зростання заінтересованості торговців цінними паперами в обігу цінних паперів, а після 2004 спостерігається поступове її падіння.

Обсяги торгів на біржовому ринку та обсяг виконаних договорів торговцями цінних паперів у 1997-2009 роках (млрд. грн.)
(розраховано автором за даними річних звітів ДКЦПФР за 2002, 2005, 2009 роки)

Роки	Обсяги торгів на біржовому ринку	Обсяг виконаних договорів торговцями цінних паперів	Доля біржового ринку в обігу цінних паперів %	Обсяги з наростаючим підсумком зареєстрованих в ДКЦПФР випусків цінних паперів	Інтегральний коефіцієнт біржового обігу цінних паперів *100	Інтегральний коефіцієнт обігу цінних паперів * 100
1	2	3	4	5	6	7
1997	0,8	7,5	10,7	11,37	7,03	65
1998	0,5	10,5	4,7	23,22	2,15	45
1999	1,9	16,8	11,3	31,47	6,04	53
2000	2,8	39,2	7,1	46,83	5,98	84
2001	9,2	68,5	13,4	69,44	13,25	98
2002	6,5	108,6	5,9	86,51	7,51	125
2003	3,5	203,0	1,7	110,03	3,18	184
2004	9,4	321,4	2,9	144,68	6,50	280
2005	16,4	403,8	4,0	206,48	7,94	195
2006	29,0	492,8	5,8	290,31	9,99	170
2007	35,2	754,3	4,6	421,54	8,35	179
2008	37,8	883,4	4,2	574,26	6,58	158
2009	36,0	1067,3	3,4	736,92	4,89	145

Враховуючи зростання загального обсягу виконаних торговцями договорів щодо цінних паперів можна припустити, що відбувається зростання обсягу зареєстрованих цінних паперів, які не викликають економічного інтересу у торговців. Починаючи з 2002 року інтегральний коефіцієнт обігу цінних паперів має значення більше одиниці, що говорить про тенденцію до зростання загального обсягу цінних паперів в обігу, який поступово, починаючи із 2002 року, перевищує загальний обсяг з наростаючим підсумком зареєстрованих в ДКЦПФР випусків цінних паперів.

Результати дослідження статистичних даних стосовно обігу цінних па-

перів в Україні дозволили нам дійти висновку, що динаміка біржового ринку в Україні не відповідає потребам національної економіки. На відміну від країн із розвиненим біржовим ринком цінних, де обіг цінних паперів відбувається переважно в умовах біржової торгівлі, в Україні такий обіг не перевищує 6% від обсягу загального обігу цінних паперів і має тенденцію до падіння.

Дослідження тенденції запропонованого інтегрального коефіцієнта обігу цінних паперів дозволило зробити висновки, що в сьогоdnішніх умовах біржова торгівля не сприяє задоволенню економічного інтересу учасників ринку цінних паперів. Це означає, що сфор-

мований в Україні біржовий ринок не відповідає тим економічним інтересам учасників обігу цінних паперів, які сьогодні існують в Україні. На нашу думку, результати аналізу стану біржової торгівлі цінними паперами в Україні в сучасних умовах доводять, що учасники обігу цінних паперів не зацікавлені у діяльності біржового ринку, а біржовий ринок не викликає економічного інтересу у таких учасників.

З огляду на вищезазначене, можна зробити висновок, що превалюючі інтереси учасників обігу цінних паперів в Україні не співпадають з економічними інтересами на зарубіжних біржових ринках. Цей парадокс значною мірою обумовлений недосконалістю сформованої в Україні системи регулювання обігу цінних паперів на біржовому ринку. Важливим для подальшого розвитку українського біржового ринку цінних паперів є досвід формування системи регулювання біржового обігу цінних паперів в країнах ЄС [6], які забезпечили створення та ефективне функціонування такої системи як на національному, так і наднаціональному рівнях.

Оскільки курс на набуття асоційованого членства у Європейському Союзі є одним із головних пріоритетів зовнішньої політики України, свідомий та послідовний аналіз нормативно-правових актів ЄС щодо регулювання фінансових послуг є необхідною умовою створення нормативної бази України на шляху нашої держави до ЄС. Гармонізація законодавства України щодо регулювання фінансових послуг із законодавством ЄС сприятиме створенню однорідного конкурентного середовища для національної і трансграничної господарської діяльності.

ЛІТЕРАТУРА:

1. ICMA «International market. Report 2007». Сайт в мережі Інтернет. - http://www.icma-group.org/market_info.html.
2. Finance for Growth», World Bank Policy Research Report, Washington, 2001, Figure 1, p.5.
3. Beck T., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., Financing Patterns Around the World. The Role of Institutions, World Bank Policy Research Working Paper №2905, October 2002. Сайт в мережі Інтернет. - http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2002/11/11/000094946_02102504252185/Rendered/PDF/multi0page.pdf.
4. WFE Annual report & Statistics 2009. Сайт в мережі Інтернет. - <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/WFE09%20final.pdf>.
5. Річні звіти ДКЦПФР за 2005, 2007, 2008, 2009 роки. . Сайт в мережі Інтернет. - <http://www.ssmc.gov.ua/activities/annual>.
6. Леонов Д.А, Львовчикін С.В., Хоружий С.Г. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: Монографія/ За наук. Ред. В.М. Федосова - К.: УІРФР, 2008.-848 с.

РІПНУ