

ПРОБЛЕМИ СТАНОВЛЕННЯ І РОЗВИТКУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

Розкрито особливості та тенденції розвитку світового ринку цінних паперів на сучасному етапі. Систематизовано проблеми становлення ринку цінних паперів в Україні, проаналізовано сучасний стан та узагальнено основні чинники, що стримують його розвиток. Окреслено стратегічні завдання та перспективи розвитку українського ринку цінних паперів у контексті його інтеграції до світового.

Ринок цінних паперів є відмінною лабораторією для випробовування теорій: зміни відображаються кількісно, а необхідні дані легко доступні, ... фондовий ринок найбільше відповідає критерію досконалої конкуренції.

Дж. Сорос, 1996 р.

Як відомо ринок цінних паперів вирізняється серед інших видів ринку перш за все специфічним характером свого товару. Цінний папір – товар особливого роду. Це одночасно і титул власності, і боргове зобов'язання; це право на отримання доходу і обов'язок цей дохід виплачувати; це інструмент "фіктивної вартості", що породжує ризик і, водночас, спосіб хеджування ризику. Це товар, який не маючи власної вартості (вартість цінного паперу як такого незначна), може бути проданий за високою ринковою ціною. Пояснюється останнє тим, що цінний папір, маючи свій номінал, представляє певну величину реального капіталу (вкладеного, наприклад, у промислове підприємство), а відтак його ринкова ціна формується під впливом багатьох процесів індивідуального і суспільного відтворення, в т. ч. циклічних коливань, що визначають стан ринкової кон'юнктури (тобто співвідношення попиту і пропозиції, цін і конкуренції на ринку загалом, окремих його видів і сегментів).

Ринок цінних паперів – регулятор багатьох стихійно протікаючих в ринковій економіці процесів (насамперед процес інвестування капіталу). Цінні папери абсорбують тимчасово вільний капітал і через купівлю-продаж переміщують його в необхідному напрямі. В практиці ринкової економіки це веде до того, що капітал розміщується пріоритетно в тих сферах економіки, які дійсно необхідні суспільству. Відтак, ринок цінних паперів, як ключова складова ринку капіталу – один з найважливіших сегментів фінансової системи держави та найчутливіший індикатор її розвитку в умовах ринкової економіки. Теоретично прописане функціональне призначення ринку цінних паперів у ринковій економіці, що зводиться до активної мобілізації тимчасово вільного капіталу з різних джерел з метою ефективного його перерозподілу між численними кінцевими споживачами; визначення найефективніших напрямів розміщення капіталу з позицій забезпечення високого рівня його доходності; формування справедливих ринкових цін на окремі фінансові інструменти та цінні папери, що найоб'єктивніше відображають співвідношення між попитом і пропозицією; мінімізація фінансових ризиків та пришвидшеного обігу капіталу, що сприяє активізації економі-

чного розвитку держави, переконливо свідчить про те, що в ідеалі у практичній дійсності він відіграє важливу роль в інституціональній організації економічних відносин та залученні фінансових інвестицій у розвиток економіки.

Переосмислення цих, на перший погляд, банально прописних істин, в умовах українських реалій породжує низку запитань: наскільки відповідає переліченим вище критеріям сучасний стан розвитку українського ринку цінних паперів? Яке, насправді, функціональне призначення фінансового ринку і ринку цінних паперів, зокрема, в Україні? Чи здатний він задовольняти зростаючі потреби економіки держави в інвестиційних ресурсах? Вплив яких чинників внутрішньої і зовнішньої економічної кон'юнктури та інституційних чинників світового фінансового ринку необхідно враховувати при модернізації ринків капіталу в Україні в контексті їхньої адаптації до європейських і світових стандартів? Пошук аргументованих відповідей на ці запитання становить акцентований інтерес з дослідницької точки зору у рамках нашого дослідження і потребує відповідного вивчення з урахуванням глобальних тенденцій у розвитку світового ринку капіталу.

Апелюючи до наукових концепцій і теорій західної фінансової науки, приходимо до висновку, що в сучасній західній літературі сформувались три ключових підходи до сутності та функціонального призначення фінансових ринків загалом і ринку цінних паперів, зокрема. Такі дослідники, як: А. Галетовік, Дж. Олів'єр, Дж. Гурлі, Е. Шоу, М. Бінсвангер та ін. стверджують, що фінансовий ринок – важлива детермінанта економічного зростання, відтак збільшення масштабів фінансових ринків, що спостерігається останнім часом, зумовлює до підвищення ефективності економіки в цілому. Інша група дослідників трактує сучасну динаміку фінансового ринку загалом як негативу. При цьому, якщо окремі вчені вважають її тимчасовим феноменом, що підлягає усуненню (Дж. Тобін, Дж. Стігліц, Х. Гессе, Б. Брааш, М. Гейне, Х. Херр, Х. Тітмейер), то інші – безпосереднім результатом самої логіки ринкової економіки та каталізатором сучасних тенденцій у розвитку світового фондового ринку (С. Стрендж, Х. Мінскі, В. Чік, Б. Емундс, Р. Гутман). Таким чином, якщо одні науковці намагаються довести зростаючий відрив фінансового сектору від реального, то інші – навпаки, показати їх тісний взаємозв'язок.

Рубіж XX–XXI ст. ознаменувався колосальним ростом масштабів світового ринку цінних паперів, перманентними процесами його інституційної реструктуризації та функціональної модифікації. Обсяги торгів на провідних фінансових ринках, що досягли рекордних показників – переконливий аргумент того, що в умовах сучасної глобальної економіки фондовий ринок – найбільш динамічний її сегмент. У 2006 р. світовий ринок облігацій становив близько 45 трлн. дол. США, акцій – майже 51 трлн. дол. США, а ринок похідних фінансових інструментів досягнув 480 трлн. дол. США, що майже в 12 разів більше світового ВВП 2006 р. в доларовому еквіваленті [6, 52]. Загальна капіталізація найбільших світових фондових бірж у 2006 р. становила 50,6 трлн. дол. США (обсяг капіталізації 10 найбільших світових фондових бірж та їх відсотковий розподіл у розрізі основних регіонів у 2006 р. представлено у табл. 1 і на рис. 1).

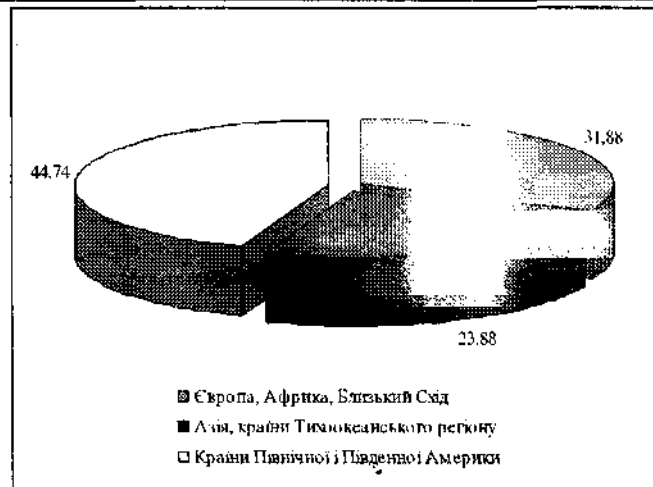
Прагматичне сприйняття сучасних реалій переконує, що розвиток світового фінансового ринку на початку нового тисячоліття – показовий приклад самодостатності фінансового сектору і адекватна відповідь на виклики глобалізації. Найбільш важливим в цьому сенсі те, що нові тенденції світового фінансового розвитку ставлять нові складні завдання перед національними органами державного регулювання фінансових ринків та обумовлюють потребу в формуванні нової стратегії розвитку українського ринку цінних паперів у контексті його адаптації до світових і європейських стандартів. Це, відповідно, спонукає до вивчення, з одного боку, питань функціональної детермінованості процесу фінансової глобалізації та динамічного розвитку світового ринку цінних паперів на рубежі XX – XXI ст., а з іншого боку – до з'ясування причинно-наслідкових залежностей між конкурентоспроможніс-

тю українського ринку цінних паперів та проблемами його інтеграції у світовий і європейський фінансовий простір.

Таблиця 1

Найбільші світові фондові біржі за обсягом капіталізації в 2006 р.
[6, 53] млрд.дол США

№	Назва біржі	Обсяг капіталізації
1	NYSE Group	15 421,2
2	Tokyo Stock Exchange	4 614,1
3	Nasdaq Stock Market	3 865,0
4	London Stock Exchange	3 794,3
5	Euronext	3 708,2
6	Hong Kong Exchange	1 715,0
7	TSX Group	1 700,7
8	Deutsche Borse	1 637,6
9	BME Spansih Exchange	1 322,9
10	SWX Swiss Exchange	1 212,3



**Рис.1. Капіталізація найбільших фондових бірж світу
у розрізі регіонів в 2006 році, % [6, 52]**

У розвитку світового ринку цінних паперів упродовж останніх років окреслилися такі основні тенденції:

- *глобалізація та інтернаціоналізація ринків*, що в сукупності призводять до розростання міжнародної сітки та фундаментальних якісних змін в системах організації фінансових інститутів і корпорацій, в структурі їх корпоративного управління і філософії менеджменту. У результаті зростає вплив світового фінансового ринку на національні ринки окремих країн та відслідковується масштабне проникнення на національні фінансові ринки операторів-нерезидентів, впровадження новітніх фінансових інструментів і технологій, пристосування національних ринків капіталу до глобальних систем ціноутворення і обігу цінних паперів;
- *зростання міжнародної конкуренції на світовому ринку цінних паперів* між суб'єктами ринку, які є резидентами різних країн, у результаті чого національні ринки цінних паперів більш ефективнішими (було ліквідовано різні інституційні обмеження, усунуто законодавчі бар'єри і досягнуто ринкової рів-

новаги). Проте конкуренція значно підвищила вимоги до фінансових інститутів і корпорацій (перш за все з точки зору їх економічної ефективності), а також до урядів (з точки зору поліпшення інвестиційного клімату, забезпечення політичної і економічної стабільності);

- *лібералізація, інтеграція та конвергенція міжнародних ринків цінних паперів.* У результаті дерегулювання фінансової діяльності, зняття законодавчих та інституційних бар'єрів у здійсненні операцій нерезидентами на більшості національних ринків відбувається, з одного боку, поступове нівелювання особливостей між окремими складовими цього ринку та окремими його сегментами (активізації цієї тенденції сприяло впровадження в практику різноманітних похідних та "гібридних" фінансових інструментів, які одночасно обслуговують операції на суміжних сегментах фінансового ринку), а з іншого – критично важливим стало виконання вимоги щодо стандартизації всіх видів діяльності на ринку цінних паперів. Стандартизація на ринку цінних паперів у сполученні з можливістю застосування нових інформаційних технологій надали поштовху до розвитку депозитарної діяльності, як системної функції ринкової інфраструктури щодо виконання угод та обліку прав власності. Свій розвиток депозитарна діяльність отримала в доповідях Групи Тридцяти і Базельського банківського комітету, в рекомендаціях міжнародних організацій IOSCO, стандартах ISO, директивах ЄС та інших документах. У результаті цього розвитку в більш ніж 100 країнах світу з'явилися повнофункціональні Центральні депозитарії, які стали основою обігу "електронних цінних паперів" та надали додатковий поштовх для розвитку ринку капіталу цих країн [12];
- *консолідація та концентрація міжнародних ринків цінних паперів*, що є результатом злиттів і поглинань окремих фінансових інститутів та фондових бірж. У результаті цього процесу відбувається концентрація значних фінансових ресурсів у відносно обмеженого кола потужних операторів світового і національного фінансових ринків, що здійснюють на цих ринках активні операції (ці питання ми детальніше висвітлили у попередніх працях [3]);
- *комп'ютеризація та інформатизація світового ринку цінних паперів*, що дає змогу приймати фінансові рішення на основі комп'ютерного моделювання, використовуючи глобальні бази даних й інтегровані комп'ютерні системи управління. Нові інформаційні технології розширюють можливості для здійснення адекватної оцінки, своєчасності контролю та підвищення ефективності управління фінансовими ризиками на ринку цінних паперів.

У результаті окреслених тенденцій спостерігається процес значного зростання масштабів світового ринку цінних паперів, зміцнюється його єдність та посилюється функціональна детермінованість його сегментарної структури. Глобалізація ринку, інтенсивний розвиток і зміна його інституційної структури суттєво впливає не лише на економічний розвиток окремих країн, але й цілих регіонів. Все більш значимою стає роль світового ринку цінних паперів як перерозподільчого механізму світових грошових та фінансових потоків. Відповідно масштабність переливу капіталу відображається на подальшому відокремленні сфери обігу від сфери виробництва. Відбуваються помітні структурні трансформації складових цього ринку, їх глибоке переплетення і взаємодоповнення. При цьому будь-яка країна з ринками, що розвиваються (за класифікацією Standard & Poor's, ринок цінних паперів України віднесено до групи Frontier markets, в яку крім України, входять ще 20 країн [1]), отримує шанс на включення до глобальної фінансової системи лише у разі безумовного врахування новітніх тенденцій формування ринків капіталу.

Як відповідь на глобальні виклики, в Україні було взято курс на розвиток повноцінного ринку цінних паперів та формування повного комплексу інфраструктури фондового ринку, у розвитку якого можна виокремити три етапи.

Перший етап (1992–1998 рр.) – період так званої “хаотичної” капіталізації та “групоперсоніфікованого” привласнення суспільних ресурсів у результаті роздержавлення і приватизації [2,21] та закладення інституціональних основ ринкової економіки. Більшість емітентів в Україні використовували емісію фінансових інструментів не з метою залучення інвестицій, а для перетворення державної форми власності в приватну зі зміною форми господарювання. В кінцевому результаті проведення масової приватизації в Україні призвело до невідомості структури управління виробництвом через розпорошеність капіталу (шляхом обміну приватизаційних сертифікатів була сформована значна кількість (30 мільйонів) власників цінних паперів, які за своєю суттю не були і не є власниками й не мають можливості управляти належною їм власністю) та до обігу значної кількості неліквідних цінних паперів (35 тисяч емісій цінних паперів акціонерних товариств).

Водночас, у цей період закладено законодавчі та організаційні основи розвитку фондового ринку. Мова йде про Закон України “Про господарські товариства” та Закон України “Про цінні папери і фондову біржу”, а зроблений тоді акцент на біржову торгівлю (на цьому етапі в 1992 р. створено першу фондову біржу) сприймався як знак ринкових перетворень.

Особливо значним динамізмом і кількісним зростанням ринок цінних паперів характеризувався у період 1995–1998 рр. Так, у 1995 р. створено спеціалізований державний орган з регулювання ринку – Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку. Відбулися також якісні зрушення у процесі приватизації: створено дієвий механізм реєстрації власності на цінні папери; запроваджено систему інформаційного забезпечення ринку (йдеться про емітентів і професійних учасників).

З 1995 р. особливо активізувався розвиток ринку державних запозичень. Проте у цей період недоліком вітчизняного ринку державних боргових зобов’язань була його орієнтація в основному на короткотермінові інструменти запозичення з високим рівнем доходності. Активний продаж ОВДП в Україні розпочався в 1996 р. Тоді було проведено 285 аукціонів з продажу. Результатом стало залучення до бюджету 3062,9 млн. грн. На той час це була шоста частина бюджетних надходжень. У 1997 і 1998 рр. у такий спосіб було наповнено майже половину бюджету. Той факт, що 50% видатків здійснювались на кредитній основі, яскраво свідчить про неефективність діяльності органів адміністрування і усієї податкової політики держави.

У результаті дискретного й фрагментарного розвитку фондового ринку цей етап закінчився відомим обвалом та фінансовою кризою 1998 року.

Другий етап (1998–2000 рр.) – післякризовий стагнація із спробою відновити докризову ділову активність. Зокрема, наприклад, починаючи з 1999 р. динаміка залучень позикових коштів на ринку державних цінних паперів почала спадати. В той час НБУ майже повністю перейшов до рефінансування комерційних банків під заставу облігацій державних позик, намагаючись тим самим стимулювати розвиток ринку державних цінних паперів і попит на ньому. Однак реальних успіхів у цьому напрямі досягнуто не було.

Третій етап (з 2001 р. і донині) – полягає у переході на якісно нові засади функціонування ринку цінних паперів, який виступає доволі дієздатною організованою інфраструктурою: закладено правові та інституційні засади (створено Національну депозитарну систему, прийнято новий Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок”, Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку затверджено “Положення про функціонування фондових бірж”), а також технологічні основи становлення фондового ринку (відпрацьовані механізми реєстраторської діяльності і торгівлі цінними паперами).

Не зважаючи на загалом динамічне зростання (у кількісному плані фондовий ринок України характеризується доволі значними показниками (рис. 2)), за рівнем якісного розвитку вітчизняний організований ринок цінних паперів характеризуєть-

ся низькими капіталізацією та ліквідністю, недостатнім захистом прав інвесторів, високою волатильністю порівняно з розвинутими фондовими ринками, про що свідчать такі критерії та індикатори.

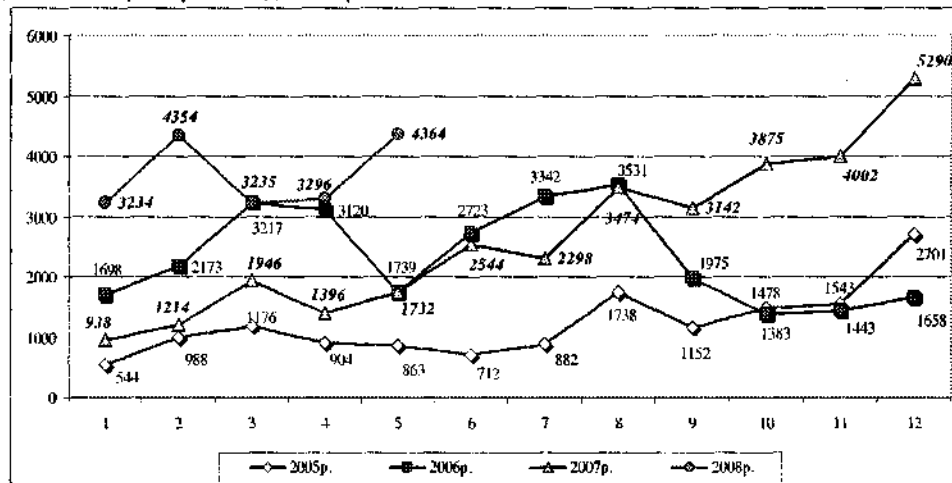


Рис. 2. Обсяг торгів на ПФТС, млн. грн. [10, 20]

1. *Обсяг (капіталізація) фондового ринку* (іншими словами торговий обіг фондового ринку). За 2000–2006 рр. торговий обіг фондового ринку України збільшився з 39,2 млрд. грн. до 492,8 млрд. грн. (у перерахунку на дол. США – 98 млрд. дол. США). Для порівняння, наприклад, обсяг лише ринку корпоративних цінних паперів США оцінюється експертами в 9 трлн. дол. США. Євросоюз – другий за величиною фондовий ринок світу з обсягом приблизно 5 трлн. дол. США. Питома вага акцій компаній США на світовому фінансовому ринку становить приблизно – 45%; Японії – близько 20%; Великобританії – 10%; Франції – 3,6%; Німеччини – 3,5%; Канади – 2,5%; а решта 15% – інших країн світу. Близько 70% повнолітніх громадян, що працюють, США регулярно спрямовують свої пенсійні накопичення не на банківські рахунки, а в інвестиційні фонди, які розміщують ці кошти в акціях та інших цінних паперах.

2. *Відношення торгового обігу фондового ринку до ВВП (рівень капіталізації)*, який характеризує роль і місце фінансового ринку в економічній системі держави. Відносно вітчизняного фондового ринку цей показник за 2000–2006 рр. підвищився з 23 до 91,6% (майже в 4 рази).

3. *Темпи розвитку*. За цим критерієм фондовий ринок України розвивається дуже динамічно. Так, якщо фондовий ринок США в середньому кожного року зростає на 10–15%, то в Україні обсяг капіталізації за останні шість років зріс у 12,6 рази (щороку збільшуючись приблизно у 2 рази). Серед основних причин такого динамічного розвитку можна назвати:

- вплив чинників екзогенного характеру, що сприяли надходженню іноземних інвестицій – як прямих, так і портфельних. Мова йде про надлишок ліквідності на світовому ринку капіталу через низьку облікову ставку центральних банків провідних країн світу, сприятливу економічну кон'юнктуру на зарубіжних ринках і підвищення експортоспроможності вітчизняних підприємств;
- перманентне зростання індексу ПФТС (у червні 2007 р. вперше перетнув позначку 1000 пунктів). Таке зростання на думку більшості аналітиків, свідчить, з одного боку, про те, що ринок ПФТС, а з ним і весь організований ринок перманентно досягають максимуму "у висоту", тоді як "ширина" (кількість компаній, з акціями яких укладались угоди) залишається все ще незначною [2; 8; 9], а з іншого – про спекулятивний характер і низьку ліквідність такого ринку.

4. *Обсяг біржової і позабіржової торгівлі.* Саме цей критерій найбільшою мірою показовий з огляду на те, що оцінка капіталізації фондового ринку повинна проводитися на основі оцінки місткості тільки організованого ринку. Натомість в Україні значна частина операцій з цінними паперами проводиться за межами організованого ринку. Так, якщо за 2000–2006 рр. торговий обіг фондового ринку України збільшився з 39,2 млрд. грн. до 492,8 млрд. грн., то в той самий час торговельний обіг організованого ринку цінних паперів зріс лише з 2,8 млрд. грн. до 29,5 млрд. грн. При підвищенні рівня капіталізації фондового ринку з 23 до 91,6%, рівень капіталізації організованого фондового ринку зріс лише з 1,6 до 5,4% [9]. Саме цей показник найнижчий у світі.

Більше того, частка організованого ринку в загальному обсязі угод на фондовому ринку знизилася з 7,1% до 6%, а частка організованого ринку акцій у відповідному сегменті фондового ринку зменшилася з 18,5% до 3,1%. Такі тенденції найбільш тривожні з огляду на те, що:

- організований ринок виконує незначну роль на фондовому ринку України, а стан його розвитку унікальний у практиці фондових ринків переважної більшості країн світу, в т. ч. – постсоціалістичних держав (наприклад, торговий обіг двох російських фондових бірж ММВБ і РТС у 2004 р. становив 32,2% ВВП Росії, а у 2006 р. – зріс до 89,6%) [9];
- у ринковому середовищі капіталізація фондового ринку співвідноситься з вартістю акцій, оскільки саме ці цінні папери є наймобільніші і найчутливіші до кон'юнктурних змін. Незначна частка організованого ринку акцій у відповідному сегменті фондового ринку (3,1%) ставить під сумнів наявність в Україні систем ціноутворення, здатних визначати справедливую ціну фінансових ресурсів і капіталу.

З огляду на вищезазначене, можна виокремити основні диспропорції у розвитку вітчизняного фондового ринку, що створюють загрози фінансовій безпеці держави в умовах глобалізації фінансових ринків, а відтак потребують невідкладного "корегування":

По-перше, істотне переважання неорганізованого фондового ринку над організованим. В Україні, на відміну від світової практики, неорганізований сегмент фондового ринку за обсягами торгового обігу багаторазово перевищує організований, консервуючи такі його негативні для інвесторів тенденції, як: непрозорість ціноутворення; інформаційна закритість емітентів, що спричиняє відсутність належної інформаційної прозорості, перешкоджає оцінці інвестором реальної вартості і потенціалу українських підприємств; повна відсутність зв'язку між основними індикаторами організованого ринку і макроекономічними показниками.

По-друге, домінування інтересів дотримання корпоративного контролю на ринку акцій та інвестиційна обмеженість його вторинного сегмента і, як результат, значне переважання зовнішніх інвесторів (частка нерезидентів на вітчизняному вторинному ринку акцій становить 80–85%) над внутрішніми. Особливо небезпечно з огляду на фінансову та економічну безпеку держави встановлення контролю нерезидентів над окремими групами підприємств і стратегічних галузей через концентрацію пакетів цінних паперів, експлуатацію природних монополій без вкладення капіталу, організацію штучних банкрутств чи поглинань для придбання прав власності на активи акціонерних товариств за мінімальною ціною при фактичному ігноруванні дрібних акціонерів, інституційних інвесторів, корпоративних прав та інтересів держави.

По-третє, висока питома вага підприємств базових галузей економіки (зокрема ПЕК) у загальній капіталізації ПФТС та у пулі вітчизняних "голубих фішок". З огляду на те, що структура емітентів цінних паперів – відображення структури найбільш мобільної частини економіки (а у ПФТС домінують акції ПЕК та інших її базових галузей), об'єктивно напрошується висновок про те, що ринок цінних па-

перів в Україні лише де-юре визначає пріоритети розвитку суспільно необхідних сфер економіки, а де-факто – виступає середовищем фінансування "унікальних компаній". Відповідно, це призводить до того, що при надмірній концентрації торгів у ПФТС обмеженим залишається коло інвестиційно привабливих акцій.

По-четверте, значна концентрація ринку (домінування невеликої групи емітентів) як за обсягами торгівлі, так і за показниками капіталізації. Це зумовлює домінування не портфельних, а великих стратегічних інвесторів та промислово-фінансових груп, яким належить (за даними Світового банку) 60% активів приватизованих підприємств [1].

По-п'яте, недооцінка ринком багатьох компаній-емітентів внаслідок неповного розкриття інформації про результати їх діяльності та інвестиційні наміри.

Таким чином, незважаючи на динамічне зростання упродовж 2005–2007 рр., фондовий ринок України недостатньо виконує основні свої функції – зосередження попиту та пропозиції щодо цінних паперів українських емітентів, формування справедливих ринкових цін, залучення фінансових інвестицій у розвиток економіки. Фондовий ринок України суттєво відстає за рівнем розвитку від більшості постсоціалістичних країн Центральної та Східної Європи, Балтії, а також від Росії і Казахстану. Причини такого відставання на думку більшості аналітиків [2; 8; 9; 12], полягають, насамперед, в економічних умовах, у яких формувалася український фондовий ринок; непродуманій стратегії приватизації і непослідовному її здійсненні; недосконалості законодавства, яке регулює фондовий ринок; у помилковому курсі на переважний розвиток позабіржового ринку цінних паперів, який здійснювався Державною комісією з цінних паперів і фондового ринку упродовж багатьох років. Відтак організовані ринки, представлені фондовими біржами, становлять мізерну частину національного ринку цінних паперів, вони залишаються інституційно розпорошеними (організований ринок цінних паперів представлено 7 фондовими біржами та 2 позабіржовими торговельними системами), значною мірою "віртуальними" [1], оскільки на них відбувається здебільшого формальна реєстрація угод з цінними паперами, а не їх реальне виконання.

Формування українського фондового ринку сьогодні перебуває під впливом багатьох чинників, які можна згрупувати так:

- підвищений рівень систематичних і несистематичних ризиків (випереджаючи темпи інфляції (за перший квартал 2008 року – 9,7% – річний прогноз на 2008 рік); нестабільність внутріполітичної ситуації в Україні);
- збереження низької ліквідності фінансового ринку (недостатній рівень платоспроможного попиту інвесторів; низька прибутковість інструментів фондового ринку; ненадійність захисту інвесторів та емітентів і, як результат, спекулятивний характер інвестицій);
- високий рівень залежності від зовнішніх кон'юнктурних коливань на світових фінансових і товарних ринках (збільшення частки нерезидентів на вітчизняному вторинному ринку акцій (80–85%) і корпоративних облігацій; прихід до України зарубіжних фондових бірж; вихід українських емітентів на зарубіжні фінансові ринки);
- незавершеність інституційних перетворень (перманентність процесів: переділу власності; заходів законодавчого та нормативно-правового регулювання, зорієнтованих на зміцнення позицій організованого ринку цінних паперів і підвищення ефективності його державного регулювання).

Вплив цих та інших чинників може мати неоднозначний характер не лише на розвиток українського ринку цінних паперів у контексті євроінтеграції та приєднання України до СОТ, але й в цілому на фінансову безпеку держави. При цьому серед основних загроз національним інтересам у сфері фондового ринку аналітики та експерти називають: можливість втрати конкурентоспроможності; поглинання інфраструктури ринків капіталу більш організованими і капіталізованими конкурен-

тами; ймовірність банкрутств професійних учасників ринку; переорієнтація українських підприємств на залучення фінансових ресурсів із зовнішніх ринків капіталу.

В таких умовах завдання модернізації ринків капіталу в Україні та стратегічні вектори розвитку вітчизняного ринку цінних паперів полягають у:

1. Збільшення обсягу, капіталізації та ліквідності організованого ринку цінних паперів в Україні як основи поліпшення ринкової кон'юнктури та формування справедливих ринкових цін на фінансові інструменти.
2. Консолідації інфраструктурних інституцій ринків капіталу в Україні. Насамперед мова йде про консолідацію біржових та депозитарних систем. Відсутність консолідованого біржового ринку підриває ліквідність фондового ринку України, а багаторічне протистояння між Національним депозитарієм України та комерційним депозитарієм, що обслуговує ПФТС ускладнює уніфікацію і стандартизацію платіжної і розрахункової системи на ринках капіталу.
3. Підвищенні стандартів та ефективності корпоративного управління.
4. Активізації розвитку ринків похідних фінансових інструментів (деривативів), впровадженні нових фінансових інструментів і технологій в системі хеджування ризиків (в т. ч. держави, експортерів та імпортерів) з метою мінімізації загальних втрат від ризиків в економіці.
5. Створенні ефективно працюючого ринку державних цінних паперів, що сприятиме повноцінному розвитку інших сегментів фінансового ринку України. Вважаємо, що це – одна із важливих ознак довершеності ринкових реформ в Україні. Однак проблеми становлення та перспективи його розвитку в Україні – це вже інша тема для дискусії, що потребує окремих логічно завершених наукових розробок.

Література

1. Концепція Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні, схвалена розпорядженням Кабінету Міністрів України від 08. 11. 2007 р. № 976-р.
2. Корнєєв В. Еволюція і перспективи фінансового ринку України // *Економіка України*. – 2007. – №9. – С. 21–29.
3. Кравчук Н. Модифікація ринку фінансових послуг крізь призму фінансової консолідації: функціональна детермінованість та діалектика пізнання // *Світ фінансів*. – 2007. – Вип. 4 (13). – С. 9–23.
4. Левина И. О двойственной природе финансового сектора // *Вестник Московского университета. Сер. 6 "Экономика"*. – 2007. – №2. – С. 54–69.
5. Левыкин В. Актуальные проблемы мирового фондового рынка // *Вестник Московского университета. Сер. 6 "Экономика"*. – 2007. – №5. – С. 14–22.
6. Лещенко Е. Ключевые факторы торговой стратегии на фондовом рынке // *Финансы и кредит*. – 2008. – № 14 (302). – С. 52–58.
7. Михайлов Д. Мировой финансовый рынок тенденции и инструменты. – М.: Экзамен, 2000. – 768 с.
8. Назарчук М., Карпенко Л. Про деякі особливості розвитку організованого ринку цінних паперів в Україні // *Економіка України*. – 2005. – №10. – С. 39–41.
9. Назарчук М., Курбацький Г. Перехідна економіка і фондовий ринок України: порівняльний аналіз динаміки показників у 1996-2005 рр. // *Економіка України*. – 2006. – № 10. – С. 21–32.
10. Поддубный В. Оллигации вновь двигают рынок // *Фондовый рынок*. – 2008. – № 21. – С. 20–32.
11. Сорос Дж. Алхимия финансов. – М.: ИНФРА – М, 1996. – С. 9.
12. Хорунжий С. Про деякі проблеми ринку цінних паперів // *Фінансові ризики*. – 2000. – № 2.