

9. Попова Е. В. Основные направления налоговой политики государства в целях стимулирования инновационного развития / Е. В. Попова // Инновации. – № 7 (92), 2006. – С. 14.
10. Саати Т. Принятие решений. Метод анализа иерархий / В. Рутцкая; Пер. с англ. – М.: Радио и связь, 1989. – 316 с.
11. Тулуш Л. Д. податкові важелі та механізми стимулювання інновацій / Л. Д. Тулуш // Фінанси України. – 2006. – № 4. – С. 62–70.
12. Яремко Л. А. Роль уряду у формуванні інноваційного розвитку економіки // Актуальні проблеми економіки. – 2006. – № 8. – С. 23–32.

УДК 336.76

Гавкалова Н. Л., Шутєєва О. Ю.

## ПРОБЛЕМИ ТА ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

Досліджено проблеми та особливості функціонування ринку цінних паперів в Україні. Запропоновано рівень розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів за проаналізований період визначати такими складовими: фінансовим потенціалом держави та якістю корпоративного управління, ефективністю фондової політики та контролю на ринку цінних паперів та ризикованістю операцій на ринку цінних паперів. Обґрунтовано методичний підхід до аналізу розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, який ґрунтується на дослідженні динаміки і взаємозв'язку відповідних факторів впливу.

*Ключові слова:* фінансове забезпечення, функціонування ринку цінних паперів, конкурентоспроможність

*Рис.: 2. Табл.: 2. Бібл.: 9.*

**Гавкалова Наталя Леонідівна** – доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри, кафедра регіональної економіки, Харківський національний економічний університет (пр. Леніна, 9а, Харків, 61166, Україна)

**Шутєєва Ольга Юрійівна** – аспірант, кафедра фінансів і кредиту, Харківський національний університет ім. В. Н. Каразіна (пл. Свободи, 4, Харків, 61022, Україна)

*Email: olya.y.taratuta@mail.ru*

УДК 336.76

Гавкалова Н. Л., Шутєєва О. Ю.

## ПРОБЛЕМЫ И ОСОБЕННОСТИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В УКРАИНЕ

Предложено уровень развития финансового обеспечения функционирования рынка ценных бумаг за проанализированный период определять такими составляющими: финансовым потенциалом государства и качеством корпоративного управления, эффективностью фондовой политики и контроля на рынке ценных бумаг и степенью риска операций на рынке ценных бумаг. Обоснован методический подход к анализу развития финансового обеспечения функционирования рынка ценных бумаг, который базируется на исследовании динамики и взаимосвязи соответствующих факторов влияния.

*Ключевые слова:* финансовое обеспечение, функционирование рынка ценных бумаг, конкурентоспособность

*Рис.: 2. Табл.: 2. Библ.: 9.*

**Гавкалова Наталья Леонидовна** – доктор экономических наук, профессор, заведующий кафедрой, кафедра региональной экономики, Харьковский национальный экономический университет (пр. Ленина, 9а, Харьков, 61166, Украина)

**Шутєєва Ольга Юрьевна** – аспирант, кафедра финансов и кредита, Харьковский национальный университет им. В. Н. Каразина (пл. Свободы, 4, Харьков, 61022, Украина)

*Email: olya.y.taratuta@mail.ru*

UDC 336.76

Gavkalova N. L., Shuteeva O. Y.

## PROBLEMS AND FEATURES OF THE SECURITIES MARKET IN UKRAINE

Problems and peculiarities of the securities market in Ukraine were investigated. It was proposed to determine the level of financial support for the operation of the securities market on such components: financial capacity of the state and quality of corporate governance, efficient stock control policy on the stock market and the risk of operations on the securities market. Methodological approach to analyzing of the financial securities market development, based on the research of dynamics and interactions of relevant influence factors was justified.

*Keywords:* financial security, operation of the securities market, competitiveness

*Pic.: 2. Tabl.: 2. Bibl.: 9.*

**Gavkalova Natalya. L.** – Doctor of Science (Economics), Professor, Head of the Department, Department of Regional Economy, Kharkiv National University of Economics (pr. Lenina, 9a, Kharkiv, 61166, Ukraine)

**Shuteeva Olga Yu.** – Postgraduate Student, Department of Finance and Credit, V. N. Karazin Kharkiv National University (pl. Svobody, 4, Kharkiv, 61022, Ukraine)

*Email: olya.y.taratuta@mail.ru*

**Постановка проблеми.** Ефективність функціонування ринку цінних паперів та його учасників слід розглядати у двох аспектах: як забезпечення вирішення важливіших фінансових і соціально-економічних проблем та як індикатор розвитку держави. У зв'язку з цим проблеми вдосконалення фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів потребують дослідження і трансформації з урахуванням переплетення економічних та соціальних відносин, втілених у процесах здійснення операцій на фінансових ринках.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Веконічній літературі особливостям та проблемам функціонування ринку цінних паперів присвячені роботи І. Бланка [1], А. Зуєвої [2], С. Самець [3], М. Сімановського [4], В. Фомішиної [5] та ін. Проте на сучасному етапі все частіше виникають нові проблеми, які вимагають вдосконалених підходів до процесу забезпечення ефективного аналізу особливостей розвитку та виявлення перспектив ринку цінних паперів. Одночасно у вітчизняній науковій літературі не вистачає комплексного дослідження особливостей реалізації функцій ринку цінних паперів з урахуванням специфіки взаємодії певних факторів впливу.

**Мета дослідження.** Вказані вище проблеми зумовлюють мету даної статті, що полягає в дослідженні специфіки функціонування ринку цінних паперів за кордоном та в Україні, обґрунтуванні методичного підходу до аналізу розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, який ґрунтується на дослідженні динаміки і взаємозв'язку відповідних факторів впливу.

**Виклад основного матеріалу.** Збереження слабких позицій України у фінансовій сфері є неприйнятним для

українських учасників ринку цінних паперів з кількох причин – це складність та хаотичність державного регулювання, обмеженість фінансового потенціалу фактичних і потенційних інвесторів та недовіра до банківського сектора як наслідок кризи. За результатами міжнародних рейтингів у 2012 р. Україна зайняла 82-е місце зі 142 країн за рівнем конкурентоспроможності, 118-е місце за рівнем розвитку фінансового ринку та 127-е місце за ефективністю регулювання фондового ринку [9]. Серед найбільш проблемних факторів розвитку бізнесу в Україні у першу п'ятірку увійшли корупція, податкове регулювання, доступ до фінансування, нестабільність державної політики, ставки податків. Спроектвавши їх дію на ринок цінних паперів, можна дійти висновку, що корупція та нестабільність державної політики підірває довіру до операцій з фінансовими інструментами в Україні та підвищує ризики невизначеності як для вітчизняних, так і іноземних інвесторів. Так само, неефективне податкове регулювання та високі ставки податків знижують фактичну та потенційну дохідність цінних паперів, а складний доступ до фінансування зменшує фінансовий потенціал ринку цінних паперів та його учасників. Як бачимо, в умовах післякризового пожвавлення цього ринку, проблемність саме цих факторів чинить суттєві перешкоди для його подальшого розвитку.

За таких обставин цікавим є більш докладне дослідження позицій України в глобальному просторі у фінансовій сфері. Динаміку складових розвитку фінансового ринку України в рейтингу конкурентоспроможності країн світу за період 2008–2012 років наведено у табл. 1.

Як видно з даних табл. 1, покращення позиції України відбулося за загальним показником рівня розвитку фінан-

Таблиця 1

Складові розвитку фінансового ринку України в рейтингу конкурентоспроможності країн світу

Фактори	Ранжирування факторів по роках				Зміна показника (+/-)		
	2008–2009 (t <sub>1</sub> )	2009–2010 (t <sub>2</sub> )	2010–2011 (t <sub>3</sub> )	2011–2012 (t <sub>4</sub> )	(t <sub>2</sub> )/(t <sub>1</sub> )	(t <sub>3</sub> )/(t <sub>2</sub> )	(t <sub>4</sub> )/(t <sub>3</sub> )
КСП	72/134	82/133	89/139	82/142	+10	+7	-7
Рівень розвитку фінансового ринку:	85	106	119	116	+21	+13	-3
Наявність фінансових послуг	91	100	108	115	+9	+8	+7
Доступність фінансових послуг	110	124	121	123	+14	-3	+2
Фінансування через місцевий фондовий ринок	92	107	122	123	+15	+15	+1
Доступність позичок	66	87	120	128	+21	+33	+8
Доступність венчурного капіталу	58	91	130	114	+33	+39	-16
Надійність захисту інвесторів	107	110	125	-	+3	+15	-
Надійність банків	112	133	138	141	+21	+5	+3
Регулювання обороту цінних паперів (фондового ринку)	120	127	127	127	+7	0	0
Індекс надійності юридичних прав у фінансовій сфері (1–10, 10 – кращий показник)	8	5	6	8	-3	+1	+2

\* складено за матеріалами the Global Competitiveness Report (Світовий економічний форум, Женева, Швейцарія) [6–9]

сового ринку (на 3 позиції), доступністю венчурного капіталу (на 16 позицій) та за надійністю юридичних прав у фінансовій сфері (зростання індексу на 2 бали за десятибальною шкалою). Саме останній показник є наслідком вдосконалення нормативно-правової бази та посилення контролю на фондовому ринку в державі. Найістотніше погіршення спостерігалось за показником доступності позичок (на 8 позицій), наявності фінансових послуг (на 7 позицій) та надійності банків (на 3 позиції). Причому саме за цими параметрами країна за останні 4 роки найбільше втратила свою конкурентоспроможність: доступність позичок на 62 позиції, а за надійністю банків на 29. Другу сходинку серед найслабших показників стабільно, без змін за останні 3 роки, посідає ефективність регулювання фондового ринку (127 місце).

Результати порівняння конкурентоспроможності (КСП) України з іншими державами у фінансовій сфері наведено на рис. 1 та рис. 2 відповідно.

Як видно з рис. 1 та рис. 2, розрив між позиціями показників країн, які входять до перших сорока у рейтингу конкурентоспроможності, найменший, тоді коли у країн з більш низьким рівнем конкурентоспроможності він великий. Причому цікавим є той факт, що найгіршим в цьому ви-

падку є фактор регулювання фондового ринку. Серед країн з порівняно нижчим показником конкурентоспроможності від цієї тенденції є різкі відхилення у таких країн, як Греція і Італія. Зокрема поясненням може бути жорстке, масштабне регулювання (в тому числі за ініціативою Євросоюзу) через відому кризу в цих країнах та зтяжний посткризовий період, особливо у Греції (погіршення показника ще на 15 пунктів).

Все це, насамперед, пов'язано з важливістю фінансової сфери та залежністю інвестиційної привабливості, як з боку резидентів, так і нерезидентів, від розвиненості такої складової фінансового ринку, як ринку цінних паперів.

Аналіз вищенаведеного дозволяє зробити такий висновок: з підвищенням рівня розвитку держави знижується значущість і проблемність більшості фінансових факторів у веденні бізнесу, в той час як проблемність регулювання обороту цінних паперів останні два проаналізовані періоди підвищувалась. Зважаючи на існуючі проблеми держави в сфері забезпечення функціонування та розвитку фінансового ринку, зокрема фондового, можна констатувати слабкий інтерес до цих питань з боку бізнесу. А отже, завданням державної фондової політики має стати своєчасна транс-

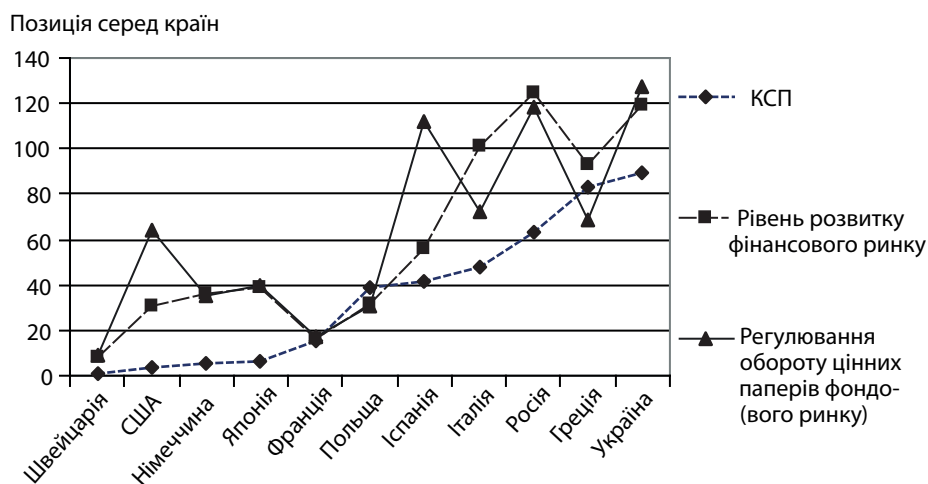


Рис. 1. Співвідношення позицій країн у 2010 році

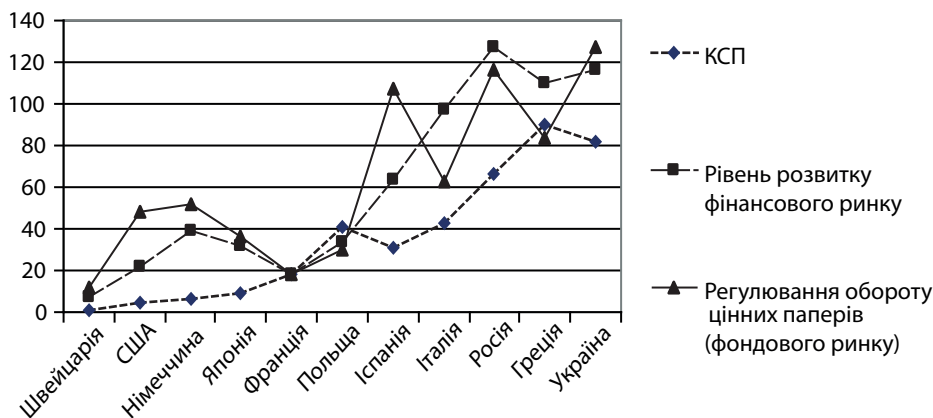


Рис. 2. Співвідношення позицій країн у 2011 році

формація механізмів правового та податкового регулювання ринку цінних паперів відповідно до змін потреб бізнес-середовища та країни в цілому.

Отже, результати попереднього порівняння конкурентоспроможності країн світу з точки зору розвитку ринку цінних паперів дозволяють зробити висновок про наявність суттєвих проблем в цій сфері у України, що доводить необхідність дослідження факторів впливу на розвиток його функціонування.

Як було доведено автором у попередніх дослідженнях, рівень розвитку фінансового забезпечення функціонування

ринку цінних паперів за проаналізований період визначається такими складовими: фінансовим потенціалом держави та якістю корпоративного управління (F1), ефективністю фондової політики та контролю на ринку цінних паперів (F2) та ризикованістю операцій на ринку цінних паперів (F3).

Складові (фактори) розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів України за період 2007–2011 рр. мають різну інтенсивність, що у табл. 2 відображено значеннями факторів по роках (отримано за результатами проведеного факторного аналізу з використанням пакету статистичного аналізу STATISTICA, версія 6.0).

Таблиця 2

**Фактичні значення факторів впливу на розвиток фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів за період 2007–2011 рр.**

Фактор	Значення по роках				
	2007	2008	2009	2010	2011
F1	-1,103	-0,642	-0,247	0,591	1,400
F2	-0,397	0,506	0,753	-1,582	0,720
F3	1,045	0,052	-1,392	-0,532	0,827

Як видно з табл. 2, найбільші значення фактору фінансовий потенціал держави та якість корпоративного управління (F1) за результатами 2011 р. Найнижчі значення спостерігалися (навіть з від'ємним знаком) за період 2007–2008 рр. Хоча, аналізуючи темпи змін, слід наголосити на їх позитивній динаміці протягом всього досліджуваного періоду. Найменший приріст був у 2008 р., причиною є те, що це був період кризи як світової, так і у фінансовій сфері, а також намагання з боку держави проведення кардинальних реформ.

Причини такої динаміки досліджуваного фактору впливу на розвиток фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів можна визначити, простеживши зміни у його складових, тобто показниках, які сформували F1.

Отже, якщо простежити динаміку складових фактору, то слід зауважити, що незмінною тенденцією до зростання характеризувалися показники обсягу залучених прямих іноземних інвестицій, обсяги реалізованої продукції та торгів на ринку цінних паперів. З меншими темпами в Україні збільшувалися (окрім 2009 року) показники ВВП та доходи населення.

У свою чергу такі показники, як кількість проведених зборів та кількість товариств, які мають власний корпоративний кодекс, за період 2007–2009 рр. збільшувалися невеликими темпами. А за період 2010–2011 рр. відбувалося різке зростання зазначених показників, майже у 2–3 рази, порівняно зі значеннями 2007 р. Такий показник, як середньомісячна заробітна плата, за весь досліджуваний період зростав зі стрибкоподібними сплесками у 2008 і 2011 роках. Почасти така ситуація була викликана змінами соціальних стандартів у країні. Таким чином, поступове збільшення самого фактору F1 з 2007 р. по 2011 р. обумовлено поліпшенням і в інвестиційній сфері, і у фінансовому забезпеченні

населення, а також початковим етапом налагодження корпоративних відносин, зокрема відповідальності.

Менш позитивним є динаміка фактору ефективності фондової політики та контролю на ринку цінних паперів (F2). Так, його від'ємне значення мало місце в 2007 р., за період 2008–2009 рр. спостерігалось суттєве збільшення значення фактору. А ось за результатами 2010 рр. він знов набув від'ємного значення, навіть гіршого, ніж у 2007 р., ситуація виправилась у 2011 р., досягнувши рівня 2009 р. Зміни у показниках, які сформували F2 за проаналізований період, характеризувалися наступним. Три показники – обсяг залучених інвестицій в економіку через інструменти фондового ринку, обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів та кількість перевірок НКЦПФР – мали схожу динаміку: поступове зростання за період 2007–2009 рр., різке зниження в 2010 р. та максимальні за досліджуваний період значення в 2011 р. Відмінною була динаміка показника суми сплачених дивідендів: 2007–2008 рр. – збільшення показника, в 2009 році – різке зниження, в 2010 році – рекордне збільшення та знов падіння в 2011 році. Слід зазначити, що за результатами факторного аналізу цей показник є дестимулятором (від'ємне факторне навантаження). То ж такий зворотній вплив можна пояснити так: якщо дивіденди не виплачуються (за наявності позитивного фінансового результату підприємств) – вони мають спрямовуватись на розвиток суб'єктів господарювання, а отже посилення їх фінансового потенціалу в майбутньому. Якщо ж причиною невиконання дивідендів акціонерам є відсутність прибутку, то цей факт виявляється як у недостатньому фінансуванні самих підприємств, так і відсутності зростання доходів вкладників через акції.

Таким чином, якщо комплексно дослідити особливості змін показників, які входять до складу фактору F2, то видно,

що причинами таких зрушень є бюджетна криза (загострена світовою кризою), непрозора та неефективна політика фінансування видатків бюджету, кардинальні зміни у податковій політиці, які завершилися прийняттям у 2010 році Податкового кодексу України, що сказалося на втриманні фінансових потоків інвесторів, зокрема іноземних.

Щодо динаміки ризикованості операцій на ринку цінних паперів (F3), то видно, що це самий нестійкий фактор. Складові фактору змінювалися наступним чином: кількість письмових звернень громадян до НКЦПФР мала максимальне значення в 2007 р, а найменше – в 2009 р. З 2009 р. по 2011 р. – поступове зростання показника, що свідчить про наявність невирішених питань організаційного характеру у сфері формування фінансових відносин на фондовому ринку. Стосовно кількості товариств, які розкрили інформацію про стан корпоративного управління, слід відмітити, що в 2007 р. та 2008 р. – це роки, в яких спостерігалось найбільше значення цього показника, в той час, коли після різкого спаду у 2009 р. протягом 2010 р. відбувалося зростання показника з подальшим незначним зниженням у 2011 р., що почасти пояснюється зменшенням загальної кількості товариств через посилення державного контролю. Цікавим є той факт, що саме на переламні 2009 та 2010 роки припадали найбільші рівні тіньової економіки, що пояснює, з одного боку, намір бізнесу збільшити власні доходи будь-яким чином, а з іншого – підвищену потребу у державному регулюванні фондового ринку з метою захисту інтересів інвесторів та інших його учасників. Саме зростання тіньового сектора є проявом несприйняття проводжуваних реформ, зниженням фінансової дисципліни, що в сукупності призводить до втрат бюджету і неспроможності забезпечувати розквіт держави і добробут громадян.

Так, стрімкі позитивні результати по фактору F3 мали місце в 2007 р. та 2011 р. Після таких стрибків показника наступав різкий його спад, отже, у період реформування фінансового забезпечення ринку цінних паперів слід врахувати наявний ризик щодо негативних тенденцій досліджуваного фактору, тим паче, що це період певної невизначеності в цій сфері, що може посилити опір змінам і знизити ефективність фондової політики та контролю на сучасному етапі. Також слід наголосити на суттєвих ризиках для розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, зокрема нівелювання досягнень по складових F1.

Таким чином, наведений аналіз динаміки факторів впливу на розвиток фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні свідчить, що найбільші проблеми присутні у сферах забезпечення ефективного формування та реалізації фондової політики, встановлення взаємовідносин учасників фондового ринку на взаємодовірі та принципах соціальної відповідальності. Найменш постійною увагою характеризуються третій фактор, що дозволяє зробити висновок про відсутність комплексного підходу до стратегії управління ризиками на фондовому ринку, яка має ґрунтуватися не на примусі, встановленні дуже жорстких критеріїв контролю та відповідальності, а на мотивації до саморозвитку, підзвітності, взаємовигідності та законності.

**Висновки.** Наведені результати факторного аналізу довели, що рівень розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів за проаналізований період визначався трьома факторами: фінансовим потенціалом держави та якістю корпоративного управління (F1), ефективністю фондової політики та контролю на ринку цінних паперів (F2) та ризикованістю операцій на ринку цінних паперів (F3). Дослідження динаміки цих факторів впливу в Україні свідчить, що найбільші проблеми присутні у сферах забезпечення ефективного формування та реалізації фондової політики, встановлення взаємовідносин учасників фондового ринку на взаємодовірі та принципах соціальної відповідальності. Менш постійною увагою характеризувався третій фактор, що дозволяє зробити висновок про відсутність комплексного підходу до стратегії управління ризиками на фондовому ринку, яка має ґрунтуватися не на примусі, встановленні дуже жорстких критеріїв контролю та відповідальності, а на мотивації до саморозвитку, підзвітності, взаємовигідності та законності. Запропонований методичний підхід до аналізу розвитку фінансового забезпечення функціонування ринку цінних паперів, який ґрунтується на дослідженні динаміки і взаємозв'язку відповідних факторів впливу (F1), (F2) та (F3), дозволяє характеризувати специфіку та напрямки розвитку цього ринку в сучасних умовах. А врахування характеру впливу наведених факторів при формуванні рекомендацій щодо вдосконалення такого забезпечення матиме наслідком поліпшення конкурентних позицій України у фінансовій сфері.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Бланк И. А. Управление финансовыми ресурсами / И. Л. Бланк. – М.: Издательство «Омега-Л»: ООО «Эльга», 2011. – 708 с. – (Библиотека финансового менеджера).
2. Зуева А. С. Механизмы и институты обеспечения экономической безопасности рынка ценных бумаг : диссертация ... канд. экон. наук : 08.00.05 / А. С. Зуева; [Место защиты: Акад. эконом. безопасности МВД РФ]. – Москва, 2008. – 192 с.
3. Самець С. М. Місце і значення ринку цінних паперів в економіці України / С. М. Самець, О. В. Іконніков // Науковий вісник НЛТУ України. – 2010. – № 20. – С. 244–252.
4. Симановский М. Фондовый рынок Украины / Донецкий национальный технический университет, Университетим. Оттофон-Герике. Магдебург [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dnews.donetsk.ua/dntu/src/papers/0c09cdd91193641a06d6488ace7610c8.doc>
5. Фомішина В. М. Ринок цінних паперів і його роль у трансформації заощаджень в інвестиції // Вісник Донецького університету економіки та права № 2, 2009. – С. 44–49.
6. The Global Competitiveness Report 2008–2009. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.weforum.org>.
7. The Global Competitiveness Report 2009–2010. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.weforum.org>.
8. The Global Competitiveness Report 2010–2011. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.weforum.org>.
9. The Global Competitiveness Report 2011–2012. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.weforum.org>.