

УДК 336.761

DOI: <https://doi.org/10.32782/2413-9971/2020-34-27>

Познякова О. І.
*старший викладач кафедри фінансів
Національного університету «Львівська політехніка»*
Чубка О. М.
*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри фінансів
Національного університету «Львівська політехніка»*
Степанова А. В.
*магістр
Національного університету «Львівська політехніка»*

Pozniakova Olena
*Senior Instructor at the Department of Finance
National University «Lviv Polytechnic»*
Chubka Olha
*Candidate of Economic Sciences, Associate Professor,
Senior Lecturer at the Department of Finance
National University «Lviv Polytechnic»*
Stepanova Anastasiia
*Master
National University «Lviv Polytechnic»*

ФОНДОВИЙ РИНОК ПІД ТИСКОМ «ЕФЕКТУ ВИТІСНЕННЯ»

Анотація. Розглянуто стан фондового ринку України протягом 2011–2020 років та проаналізовано проблеми, що гальмують його розвиток: недовіра до фінансових ринків, законодавче регулювання, обмежений спектр інструментів ринку державних цінних паперів, низька ліквідність українських цінних паперів тощо. Виявлено проблематику ефекту витіснення в національній економіці: банки, які мали б кредитувати реальний сектор, вкладають кошти у державні облігації. Проведено аналіз обсягу торгів з цінними паперами, основних тенденцій розвитку фондового ринку, структури фондового ринку. Статистично доведено, що починаючи з 2011р., операції з державними облігаціями фактично витіснили операції з іншими видами цінних паперів. Проаналізовано динаміку індексів України та проведено їх порівняння з індексами США та Європи. Надано рекомендації, що сприятимуть покращенню стану ринку в майбутньому (вдосконалення законодавства України, створення необхідних умов для залучення професійних учасників ринку, стимулювання залучення інвестицій в акції, кредитування банками реального сектору економіки, створення сприятливих умов для випуску нових акцій українських емітентів тощо).

Ключові слова: фондовий ринок, ефект витіснення, державний борг, цінні папери, акції, облігації, фондові біржі, фондовий індекс.

Вступ та постановка проблеми. Важливим сегментом фінансової системи будь-якої держави є фондовий ринок. На даний момент, в умовах економічної нестабільності в Україні постає питання у пошуку шляхів розв'язання

ключових завдань: забезпечення економіки країни достатньою кількістю інвестиційних ресурсів, забезпечення економічного зростання, сприяння трансформації заощаджень підприємств та населення в інвестиції, інтеграція

вітчизняного фондового ринку у світовий. Фондовий ринок України на сучасному етапі не виконує його основні функції: не сприяє акумуляції коштів, залученню інвестицій і перерозподілу капіталу. Політика держави, що спрямована на погашення дефіциту бюджету шляхом випуску боргових цінних паперів формує незадовільну структуру фондового ринку, адже фактично фондовий ринок обслуговує державний борг країни, а не операції по емісії акцій. Розміщення ОВДП дає можливість поповнити фінансові ресурси держави, однак, таке застосування чинить негативний ефект на темпи економічного зростання країни. Спостерігається, так званий «ефект витіснення»: банки вкладають кошти у держоблігації, в той час коли мали б кредитувати реальний сектор.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам ринку цінних паперів України присвячено роботи багатьох науковців: Богач Д.С. [1], Ярошинська Ю.В., Шевчук І.В. [2], Шпигоцька Н.О. [5], Когут Д.В. [8] та інших. Науковці приділяють увагу проблемам та шляхам їх вирішення, адже від цих факторів залежить майбутнє України.

Попри широкий спектр напрямів досліджень, існує багато питань, що залишаються невисвітленими, в умовах нестабільності економіки постають нові проблеми, змінюється структура фондового ринку, саме тому, з'являється потреба у постійному дослідженні. З метою підвищення привабливості вітчизняного ринку цінних паперів, акумуляції коштів та залучення інвестицій подальшого вивчення потребують проблеми фондового ринку, які гальмують його розвиток. Зокрема, відкритою залишається і проблематика «ефекту витіснення» та її впливу на фондовий ринок.

Метою дослідження є аналіз та оцінка основних проблем та недоліків у функціонуванні фондового ринку України, вплив «ефекту витіснення» та знаходження пропозицій щодо розв'язання даних проблем задля підвищення ефективності ринку цінних паперів.

Результати дослідження. Фондовий ринок є частиною ринку капіталів, де здійснюються емісія, купівля та продаж цінних паперів. Цей ринок повинен забезпечувати

ефективне функціонування всього ринкового механізму. Від рівня розвитку, інфраструктури ринку залежить соціально-економічний стан країни: чим стабільніший фондовий ринок, тим інвестиційно привабливішою є економіка. Формування та розвиток нових сфер виробництва та підприємств також напряму залежить від функціонування ринку цінних паперів [1].

На жаль, у сучасних умовах господарювання, ринок цінних паперів не сприяє акумуляції коштів, залученню інвестицій та перерозподілу капіталу, що є одними з основних функцій. Головною причиною, що призвела до цієї ситуації є небажання потенційних покупців купувати вітчизняні цінні папери, адже існує повна недовіра до фінансових ринків через політичну та економічну ситуацію в країні. Варто згадати й такі проблеми розвитку фінансового ринку, як законодавче регулювання, обмежений спектр інструментів ринку державних цінних паперів. Наступним недоліком є низька ліквідність українських цінних паперів, яка, в основному, спричинена невиконанням фондовим ринком функції ціноутворення [1; 2].

Протягом 2011–2019 рр. фондовий ринок суттєво змінив свою структуру, нарощуючи сегмент державних облігацій, які до сьогоднішнього дня фактично витіснили всі операції з іншими видами цінних паперів. Структура і динаміка торгів різними цінними паперами представлена на рис. 1.

Одразу можна помітити те, що частка інших фінансових інструментів наразі є доволі не значною, окрім того, протягом аналізованого періоду показує динаміку до зменшення. Роль акцій, емітованих акціонерними компаніями, у фінансуванні інвестицій в Україну незначна. Відтак, можна простежити, що у 2011 році акції займали 40,14% структури обсягу торгів на фондовому ринку і поступово частка акцій показувала негативну тенденцію, знизившись у 2014 році до показника 4,23%, а у 2019 році до 0,11%, в той час, коли у розвинених країнах мінімальна частка акцій дорівнює 50% від обсягів торгів. Така інформація підтверджує твердження, що в Україні фактично відсутній нормальний фондовий ринок [5].

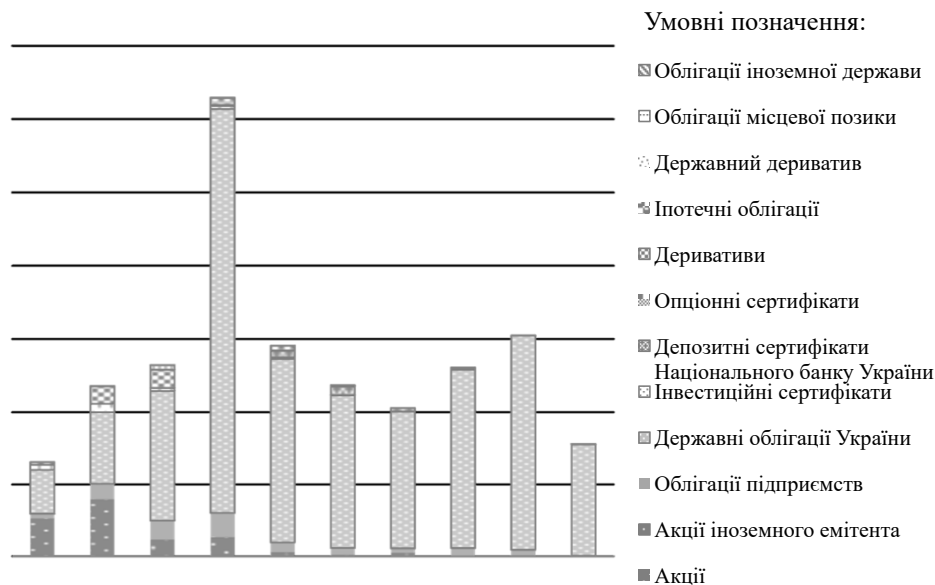


Рис. 1. Динаміка обсягу біржових контрактів з цінними паперами з розподілом за фінансовими інструментами, млн. грн.

Джерело: розроблено авторами за даними [3; 4]

Загальний обсяг торгів 2011 року на фондовому ринку України становив 131300 млн. грн., що на 173675,74 млн. грн. менше, ніж у 2019 р. (рис. 2). Однак структура торгів 2011 року є більш позитивна, адже характеризується 40,15% акцій. Обсяг державних облігацій у 2019 р. вже становить 96,81%, що майже повністю витісняє акції та інші фінансові інструменти з ринку. Також варто зазначити, що у 2018 р. частка обсягу торгів облігаціями місцевих позик на біржовому ринку сягнула нульової позначки, при тому, що у 2011 р. вона становила 0,11%, а муніципальні запозичення є важливим джерелом фінансового забезпечення розвитку місцевого самоврядування, а також потужним фінансовим інструментом, що дає змогу вирішувати проблеми, пов'язані з фінансуванням бюджетних видатків.

Якщо у 2011 році фондовий ринок обслуговував операції по емісії акцій та корпоративних облігацій (40,15%), то у 2019 році фондовий ринок обслуговує по суті державний борг країни через операції з облігаціями внутрішньої державної позики. Для порівняння, у 2011 році, частка ОВДП становила 46,35% структури обсягу торгів,

у 2014 році відбулося зростання до 87,90%, а у 2019 році показник вже досяг позначки 96,81%. Тренд 2019 року з популяризації та масовості інвестицій в ОВДП зберігається і у 2020 році, відтак у першому півріччі вже було зафіксовано обсяг торгів з ОВДП у сумі 154,6 млрд. грн., що становить 99,03% загального обсягу.

Також варто зазначити, що основною причиною різкого збільшення обсягу торгів на ринку цінних паперів стало збільшення обсягу ОВДП у 2014 р. (аж на 208,88% порівняно з попереднім періодом). Така ситуація відбулася внаслідок економічних проблем, які були спровоковані початком бойових дій у 2014 році в Україні. Головною причиною зростання ринку облігацій внутрішньодержавної позики є політика держави, що була спрямована на погашення дефіциту бюджету шляхом випуску боргових цінних паперів. ОВДП у структурі державного боргу України станом на 29.02.2020 р. становлять 44,93% (812,53 млрд. грн.) від усього обсягу державного боргу України (рис. 3). А Міністерство фінансів України, звітує, що протягом I півріччя 2020 р. за рахунок розміщення ОВДП залучено до державного бюджету 94,9 млрд. грн., 1,6 млрд. доларів і 630 млн. євро [6].

Найбільш вагома частка ОВДП знаходиться у власності НБУ та комерційних банків (рис. 4).

Відтак, станом на 05.04.2020 р. у власності Національного банку України знаходиться 38,51% (324,57 млрд. грн.) та 40,31% (339,74 млрд. грн.) – у власності комерційних банків. Відповідно, слід вважати, що банківська система України володіє близько 80% від загального обігу ОВДП в Україні.

З огляду на боргову політику, спостерігається державна монополія в банківському секторі. Банки з державною участю є основними покупцями державних облігацій. Структура їх активів істотно перевантажена ОВДП (близько 29% до величини загальних активів). У той час як у банків іноземних банківських груп зосереджено близько 4%, а у приватних банків близько 10% [7].

Банки дедалі більше стають залежними від фіскальної політики держави, обмежується роль кредитування та підтримки інвестиційних процесів в приватному секторі, що і підтверджує «ефект витіснення». Даний ефект проявляється у витісненні приватних інвестицій розміщенням державних боргових цінних паперів, адже вони є менш ризиковими та забезпечують нормальний рівень доходності [8].

Далі варто би було згадати і один з найважливіших елементів ринку цінних паперів – фондову біржу, на якій здійснюється торгівля цінними паперами (акціями, ф'ючерсами, державними облігаціями, борговими зобов'язаннями). Фондові біржі забезпечують концентрацію попиту і пропозиції цінних паперів. Через відсутній обіг капіталу і низьку ліквідність на ринку України, українські підприємства проводять лістинг на іноземних біржових майданчиках. На біржовому ринку України протягом 2019 року лідерами виявилися такі біржі, як «ПФТС» та «Перспектива», обсяг торгів яких разом становив 98,7% вартості біржових контрактів [4].

Стан фондового ринку характеризується показниками індексів. Одними з основних фондовими біржами, організаторами торгів цінних паперів в Україні є ПАТ «Фондова біржа ПФТС» та ПАТ «Українська біржа», тому варто дослідити їхні фондові індекси (показники зміни цін пев-

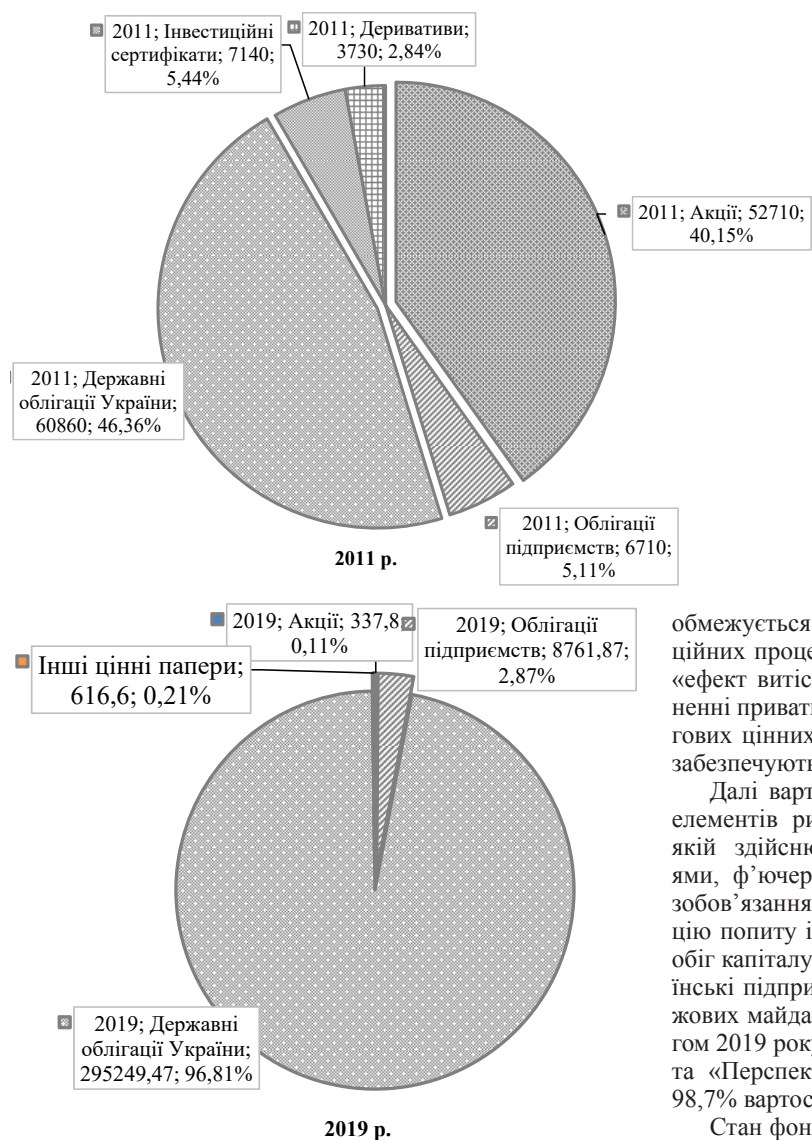


Рис. 2. Порівняння структури фондового ринку України у 2011 та 2019 роках

Джерело: розроблено авторами за даними [3; 4]

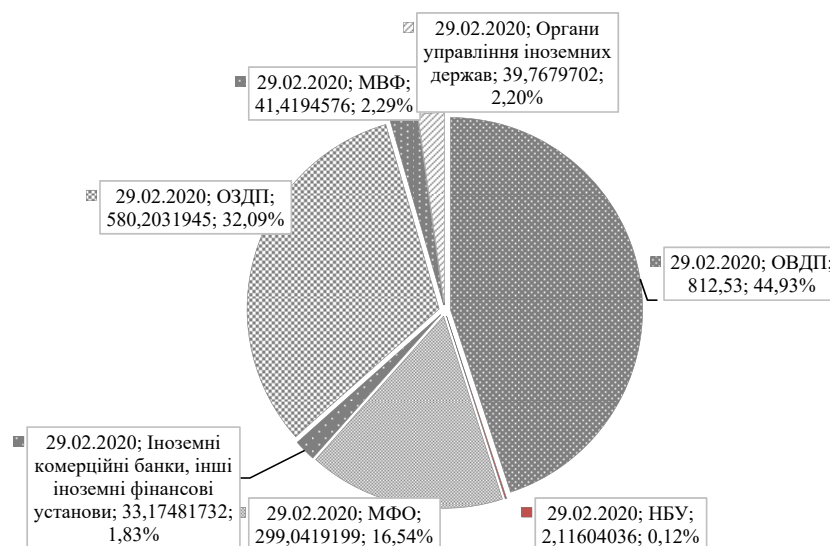


Рис. 3. Структура державного боргу України за видами запозичень станом на 29.02.2020 р., %

Джерело: розроблено авторами за даними [6]

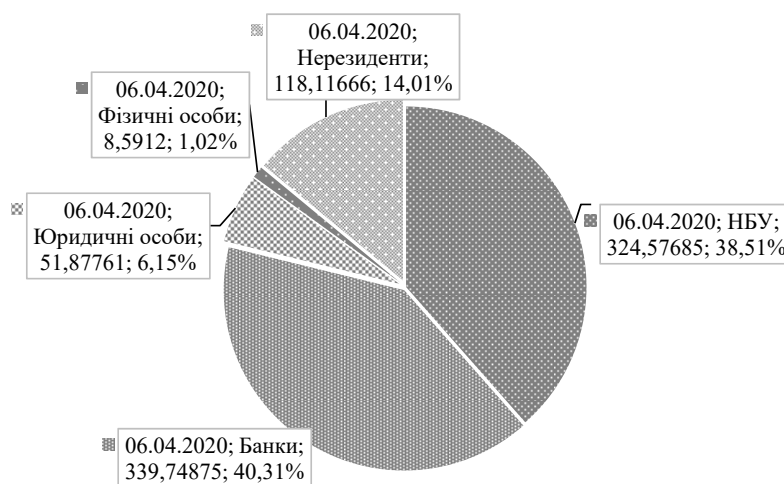


Рис. 4. Структура розміщення ОВДП, які знаходяться в обігу станом на 05.04.2020 р., %

Джерело: розроблено авторами за даними [6]

ної групи цінних паперів) в порівнянні з індексами США (Dow Jones) та Єврозони (Euro Stoxx 50) (рис. 5).

У період 2011–2019 рр. індекс UX знизився на 38,22%, індекс PFTS знизився на 48,4%, у той час, як показник STOXX50 зріс на 32,27%, а індекс DJ зріс на цілих 144,15%. Можна простежити, що до листопада 2013 року динаміка показників індексів України є схожою до показників США та Європи. Варто зауважити, що після початку Революції гідності у листопаді 2013 р., відбулося погіршення політичного стану, внаслідок чого індекси Українських компаній почали знижуватись, коли ринки США та Європи зміцнювались і показували позитивну динаміку. Кризові явища в економіці, тимчасово нівелювали залежність від фондового ринку США та Європи. Цим пояснюється збільшення частки ОВДП у 2013 р. до 42,03%, а у 2014 р. до 67, 78%. У 2015 р. відбулося незначне відновлення, і можна стверджувати, що відновились залежність фондового ринку України від ринку Європи. Варто також зазначити, що у 2011 р. показники індексів «Української

біржі» та бірж Європи мали майже однакове значення, та могли б розвиватися на рівні, однак внаслідок політичної та економічної ситуації, не дотримання контролю за структурою фондового ринку, середнє зважене капіталізації «Української біржі» (індекс UI) наразі є меншим майже в половину. Фондовий ринок же США у досліджуваний період характеризується зростаючими темпами та набагато відірвався від ринку Європи.

Невтішним для фондового ринку виявився 2020 рік: фондові ринки у всьому світі рекордно обвалилися. Індекси світових фондових ринків різко знизились, що було спричинене найсильнішим обвалом цін на нафту одразу після невдалих переговорів ОПЕК щодо скорочення видобутку нафти. В той самий час відбулося падіння попиту ще й через пандемію коронавірусу COVID-19.

Висновки і пропозиції. Фондовий ринок наразі є нестабільним і сформований за рахунок облігацій внутрішньої державної позики, частка яких на кінець 2019 р. становить 96,81%, а частка акцій, яка мала б мати пере-

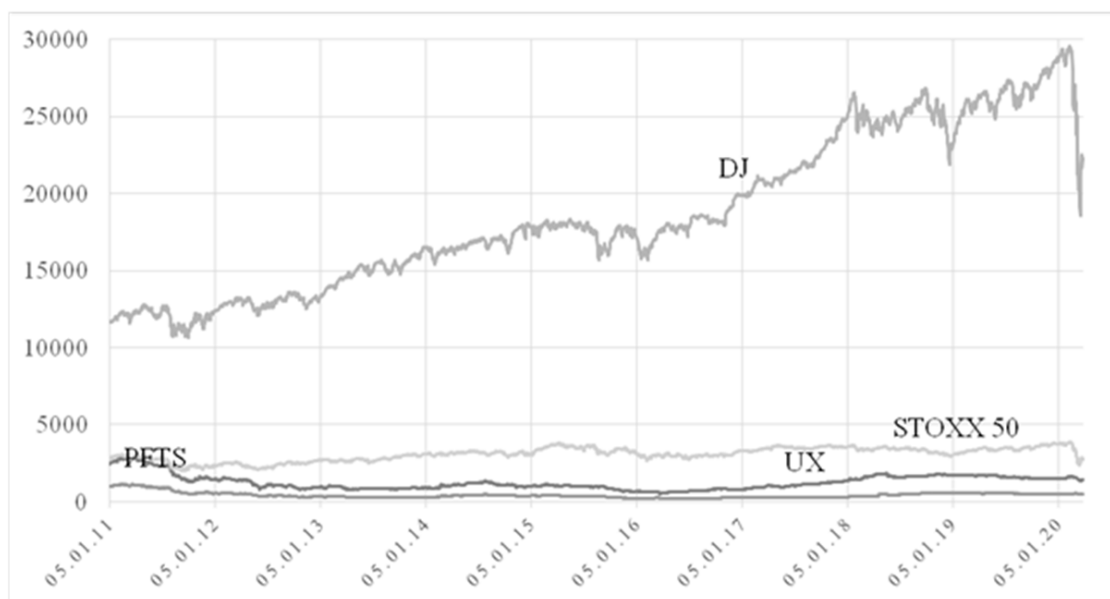


Рис. 5. Графічне відображення динаміки індексів акцій компаній України, США та Європи за 2011-2020 рр.

Джерело: розроблено авторами за даними [9; 10]

важну більшість, як в інших розвинутих країнах, становить менше як 1%. Варто вказати на те, що якби не державні позики, важко уявити, як взагалі б функціонував фондовий ринок, фактично його б не було. На сьогодні, чітко вираженим є «ефект витіснення». Держава намагається покрити державний борг за допомогою випуску ОВДП. Зниження частки повинно було б компенсуватися розвитком інститутів інвестування. Слід застосувати такі заходи, що будуть направлені на вдосконалення ринку цінних паперів, а також на вдосконалення фінансової системи та направлення фінансування інвестицій у реальний сектор економіки. Першочерговими завданнями для формування ефективного фондового ринку є політика уряду, знаходження шляхів покриття державного бюджету, кредитування банками реального сектору економіки та вдосконалення законодавства України, що чітко регулю-

ватиме всі види фінансових операцій з цінними паперами. З боку НКЦПФР варто було б створити необхідні умови для залучення професійних учасників ринку, встановивши додаткові правила і процедури документації. Також пріоритетним є стимулювання залучення інвестицій в акції, для чого потрібно забезпечити захист інтересів власників пакетів акцій. Як заохочення, варто було б надати пільги фізичним особам для проведення операцій купівлі-продажу цінних паперів на фондовій біржі. Це створило б умови, які дали б змогу інвестувати у цінні папери і звичайним українцям. Необхідним є і створення умов, які б сприяли випуску нових акцій українських емітентів. Не менш важливим є і поширення обізнаності населення у фондовому ринку та реклами щодо основних переваг залучення коштів саме у цей ринок, що могло б бути досягнуто завдяки ЗМІ.

Список використаних джерел:

1. Богач Д.С. Сучасний стан фондового ринку України. *Вісник Східноєвропейського університету економіки і менеджменту*. Серія "Економіка і менеджмент". 2016. № 1. С. 128–136.
2. Ярошинська Ю.В., Шевчук І.В. Ринок цінних паперів: стан та перспективи. *Становлення механізму публічного управління*: матеріали Міжнародної науково-практичної конференції. Житомир, 2018. С. 347–350.
3. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics> (дата звернення: 16.11.2020).
4. Річна звітність Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку URL: <https://www.nssmc.gov.ua/activities/annual> (дата звернення: 11.12.2020).
5. Когут Д.В. Недоліки функціонування фондового ринку. Національний університет «Острозька академія». 2018. URL: <https://naub.ua.edu.ua/2018/недоліки-функціонування-фондового-р/> (дата звернення: 10.12.2020).
6. Офіційний сайт Національний банк України. URL: <http://www.bank.gov.ua> (дата звернення: 10.12.2020).
7. Фіскальний Левіафан держбанків чи ефект витіснення? URL: https://www.epravda.com.ua/columns/2019/03/25/64_6332/ (дата звернення: 10.12.2020).
8. Шпигоцька Н.О. Ефект витіснення та його вплив на масштаби кредитування економіки банківською системою України. *Світ фінансів. Банківська система і монетарна політика*. Тернопіль: ТНЕУ, 2015. № 2. С. 61-71.
9. Офіційний сайт ПАТ «Українська біржа». URL: <http://www.ux.ua> (дата звернення: 04.04.2020).
10. Офіційний сайт АТ «Фондова біржа ПФТС». URL: <http://pfts.ua/> (дата звернення: 14.05.2020).

References:

1. Bohach D.S. (2016) Suchasnyi stan fondovoho rynku Ukrainy [Modern state of the stock market of Ukraine]. *Visnyk Skhidnoievropetskoho universytetu ekonomiky i menedzhmentu* [Bulletin of the East European University of Economics and Management]. Series "Economics and Management", no. 1, pp. 128–136. (in Ukrainian)

2. Yaroshynska Yu. V., Shevchuk I. V. (2018) Rynok tsinnykh paperiv: stan ta perspektyvy [Market of Securities: Status and Prospects]. *Proceedings of The formation of the mechanism of public administration*. Materials of the International scientific and practical conference, pp. 347–350. (in Ukrainian)
3. Official site of the National Commission on Securities and Stock Market. Available at: <http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics> (accessed 16 November 2020).
4. Annual Report of the National Commission on Securities and Stock Market. Available at: <https://www.nssmc.gov.ua/activities/annual> (accessed 11 December 2020).
5. Kohut D.V. (2018) Nedoliky funktsionuvannia fondovoho rynku. [Disadvantages of the functioning of the stock market]. National University of Ostroh Academy. Available at: <https://naub.oa.edu.ua/2018/недоліки-функціонування-фондового-р/> (accessed 10 December 2020).
6. Sait Natsionalnoho banku Ukrainy [Site of National bank of Ukraine]. Available at: <http://www.bank.gov.ua> (accessed 10 December 2020).
7. Fiskalni Levianan derzhbankiv chy efekt vytisnennia? [Fiscal Leviathan of State Banks or the Displacement Effect?] Available at: <https://www.epravda.com.ua/columns/2019/03/25/646332/> (accessed 10 December 2020).
8. Shpyhotska N.O. Efekt vytisnennia ta yoho vplyv na mashtaby kredyтуvannia ekonomiky bankivskoiu systemoiu Ukrainy [The effect of displacement and its impact on the scale of lending to the economy by the banking system Ukraine]. *The world of finance. Banking system and monetary policy*. Ternopil: TNEU, 2015. № 2. С. 61-71. [in Ukrainian].
9. Official site of PJSC "Ukrainian Exchange". Available at: <http://www.ux.ua> (accessed 04 April 2020).
10. Official site of JSC "PFTS Stock Exchange". Available at: <http://pfts.ua/> (accessed 14 May 2020).

ФОНДОВЫЙ РЫНОК ПОД ДАВЛЕНИЕМ «ЭФФЕКТА ВЫТИСНЕНИЯ»

Аннотация. Рассмотрено состояние фондового рынка Украины в течение 2011–2020 годов и проанализированы проблемы, тормозящие его развитие: недоверие к финансовым рынкам, законодательное регулирование, ограниченный спектр инструментов рынка государственных ценных бумаг, низкая ликвидность украинских ценных бумаг и тому подобное. Выявлено проблематику эффекта вытеснения в национальной экономике: банки, которые должны кредитовать реальный сектор, вкладывают средства в государственные облигации. Проведен анализ объема торгов с ценными бумагами, основных тенденций развития фондового рынка, структуры фондового рынка. Статистически доказано, что начиная с 2011 г., операции с государственными облигациями фактически вытеснили операции с другими видами ценных бумаг. Проанализирована динамика индексов Украины и проведено их сравнение с индексами США и Европы. Даны рекомендации, способствующие улучшению состояния рынка в будущем (совершенствование законодательства Украины, создание необходимых условий для привлечения профессиональных участников рынка, стимулирование привлечения инвестиций в акции, кредитования банками реального сектора экономики, создание благоприятных условий для выпуска новых акций украинских эмитентов и т. д.).

Ключевые слова: фондовый рынок, эффект вытеснения, государственный долг, ценные бумаги, акции, облигации, фондовые биржи, фондовый индекс.

THE STOCK MARKET OF UKRAINE UNDER THE PRESSURE OF THE «EFFECT OF DISPLACEMENT»

Summary. The state of the stock market of Ukraine during 2011–2020 is considered. Problems that inhibit the development of the stock market are identified: distrust in financial markets, imperfect legislation, limited range of government securities market instruments, low liquidity of Ukrainian securities, etc. The problem of the crowding-out effect in the national economy has been identified: banks that are supposed to lend to the real sector invest in government bonds. An analysis of the volume of trades in securities (shares, corporate bonds, government bonds of Ukraine, certificates of deposit, etc.). It is statistically proven that since 2011 operations with government bonds have actually supplanted operations with other types of securities. The role of shares issued by joint-stock companies in financing investments in Ukraine is insignificant, and the share of trading in local bonds is an important source of financial ensuring the development of local self-government, the stock market has reached zero. For clarity of comparison of the received results of research the structure of the stock market in 2011 and in 2019 is graphically presented. It is substantiated that the main reason for the growth of the domestic bond market (IGLBs) is the government; policy aimed at repaying the budget deficit by issuing debt securities. The structure of placement of IGLBs in circulation of the stock market is given: the most significant share of IGLBs (80%) is owned by the National Bank of Ukraine and commercial banks (mainly with state ownership). The dynamics of the indices of Ukraine (indices of the Ukrainian Stock Exchange (UX) and the First Stock Trading System (PFTS) are analyzed and compared with the indices of the US Dow Jones (DJ) and Eurozone Euro Stoxx 50 (STOXX50). The patterns of their change are analyzed. Recommendations that will assist the improvement of market condition in the future (perfection of legislation of Ukraine, creating the necessary conditions for attracting professional market participants, stimulating investment in stocks, bank lending to the real sector of the economy, creating favorable conditions for the issuance of new shares of Ukrainian issuers, etc.) are given.

Key words: fund market, effect of displacement, state debt, securities, shares of stock, bonds, exchange stocks, fund index.