

**Ватаманюк З.Г.,**

кандидат економічних наук, професор,  
завідувач кафедри економічної теорії  
Львівського національного університету  
імені Івана Франка,

**Баула О.В.,**

старший викладач кафедри економічної теорії  
та міжнародної економіки  
Луцького державного технічного університету

## ІНСТИТУЦІЙНА ЕФЕКТИВНІСТЬ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

*Обґрунтовано поняття “інституційна ефективність ринку цінних паперів” та запропоновано адаптовану до українського економічного середовища методуку її визначення. Розглянуто чинники впливу на рівень інституційної ефективності ринку цінних паперів в Україні: модель формування ринку цінних паперів, рівень конкуренції між суб’єктами ринку, ступінь його інформативної прозорості. Оцінено рівень інституційної ефективності ринку цінних паперів України за 2001–2006 роки.*

*Grounded is the concept “institutional efficiency of the securities market” and the method of its determination adapted to Ukraine’s economic environment is offered. The authors consider factors influencing the level of institutional efficiency of the Ukrainian securities market: model of forming the securities market, level of competition between the market subjects and degree of its informative transparency. The level of institutional efficiency of the securities market in Ukraine is appraised for the 2001–2006 period.*

Теоретичне осмислення трансформаційних процесів сучасного світу потребує розуміння тенденцій розвитку фінансового ринку, незмінним елементом структури якого є ринок цінних паперів. Ефективність останнього залежить від ступеня розвитку та можливостей його інститутів.

Актуальність теми дослідження обумовлена вагомим значенням інститутів ринку цінних паперів у господарській системі та їх роллю в забезпеченні необхідними фінансовими ресурсами всіх суб’єктів економіки. Задля прискореного розвитку економіки України потрібно створити умови для її модернізації на основі адекватного використання можливостей інститутів ринку цінних паперів.

Необхідність аналізу інституційної ефективності ринку цінних паперів впливає з окреслених завдань ринкових реформ в Україні: Кабінетом Міністрів України 07.03.2006 ухвалено розпорядження, яким затверджено заходи з реалізації основних напрямків розвитку фондового ринку на 2006–2010 роки, спрямованих на розвиток ринку цінних паперів України, підвищення капіталізації економіки, запровадження ефективної системи захисту прав інвесторів, забезпечення прозорих правил і процедури діяльності учасників зазначеного ринку.

Дослідженням проблем становлення ринку цінних паперів та його інститутів займалися багато вчених. Зокрема, К. Марксом, А. Маршалом, Дж. Кейнсом,

© Ватаманюк З.Г., Баула О.В., 2008

А. Пігу — класиками економічної науки — було започатковано вивчення капіталу та його різноманітних форм, у тому числі й фінансового капіталу<sup>1</sup>. Продовжували дослідження в цій сфері зарубіжні фахівці М. Алексєєв, Б. Альохін, М. Берзон, Б. Рубцов, Дж. Тобін, В. Торкановський, Ю. Фама та ін.<sup>2</sup> Серед вітчизняних науковців — авторів ґрунтовних розвідок щодо ролі інститутів ринку цінних паперів в економічній системі — А. Загородній, В. Загорський, В. Колесник, А. Кондрашин, Ю. Кравченко, О. Мендрул, О. Мозговий, В. Оскольський, Б. Стеценко та ін.<sup>3</sup>

Однак слід звернути увагу на те, що наукові публікації здебільшого були присвячені окремим аспектам і чинникам впливу на ефективність ринку цінних паперів. До того ж у більшості досліджень, що стосуються зазначеної проблеми, відсутня чітка структурно-логічна схема, що узгодила б між собою всі чинники такого впливу. Дана праця є спробою наблизитися до вирішення саме цих важливих питань.

Метою статті є визначення рівня інституційної ефективності ринку цінних паперів в Україні та аналіз чинників, що впливають на нього.

Для досягнення цієї мети було поставлено такі завдання: обґрунтувати поняття “інституційна ефективність ринку цінних паперів”; визначити та проаналізувати чинники впливу на рівень його інституційної ефективності; обґрунтувати адаптовану до українського економічного середовища методику визначення інституційної ефективності вітчизняного ринку цінних паперів та оцінити її рівень в Україні за 2001—2006 роки.

Середовище діяльності на ринку цінних паперів формується за рахунок функціонування емітентів, інвесторів, інфраструктурних учасників, а також потенційних

---

<sup>1</sup> *Блауг М.* Економічна теорія в ретроспективі / Пер. з англ. І. Дзюб. — К.: Вид-во Соломії Павличко “Основи”, 2001. — С. 603.; *Кейнс Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег / Антология экономической классики. — М.: ЭКОНОВ Ключ, 1993. — С. 137 — 432.; *Маркс К.* Капитал. Критика политической экономии. — М.: Государственное издательство политической литературы, 1961. — Т III, кн. III, ч. I. — 545 с.; *Маршалл А.* Принципы экономической науки / Пер. с англ. Т. 3— М., Прогресс, 1993. — Т. 3. — С. 14—30.

<sup>2</sup> *Алексеев М.Ю.* Рынок ценных бумаг. — М.: Финансы и статистика, 1992. — 352 с.; *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. — М.: Финансы и статистика, 1991. — 160 с.; *Берзон Н.И., Буянова Е.А., Кожевников М.А., Чаленко А.В.* Фондовый рынок — М.: Вита — Пресс, 1999. — 400 с.; *Рубцов Б.* Мировые фондовые рынки // Мировая экономика и международные отношения. — 2001. — № 8. — С. 35 — 46.; Рынок ценных бумаг / Под ред. В.И.Колесникова, В.С.Торкановского. — С.-Пб.: Изд-во С.-Пб. УЭФ, 1997. — 282 с.; *Fama E., French K.* Dividend Yields and Expected Stocks Returns. — Journal of Financial Economist. — 1988. — vol.22. — 3-25.

<sup>3</sup> *Загородній А.Г. та ін.* Цінні папери. Фондовий ринок — Львів: Львівська політехніка, 1997. — 108 с.; *Загорський В.С.* Проблеми становлення і функціонування ринку цінних паперів в перехідній економіці України: Дис. ... д-ра ек.наук: Львів, 1996; *Колесник В.В.* Введение в рынок ценных бумаг. — К.: А.Л.Д., 1995. — 176 с.; *Кондрашин А.Б.* Фінансові аспекти відносин учасників ринку цінних паперів // Фінанси України. — 2003. — № 12. — С.113—117.; *Кравченко Ю.* Рынок ценных бумаг. — К.: ВИРА — Р, 2002. — 368 с.; *Мендрул О.Г., Павленко І.А.* Фондовый рынок: операции с цінними паперами — К.: КНЕУ, 2000. — 156 с.; *Мозговий О.М.* Фондовый рынок — К.: КНЕУ, 1999. — 316 с.; *Оскольський В.В.* Ринок цінних паперів в Україні: проблеми функціонування і розвитку. — К.: КСУ, 1996. — 147 с.; *Стеценко Б.* Структура акціонерної власності в Україні: формування та вплив на фондовий ринок // Цінні папери України. — 2006. - № 5. — С. 22—23.

конкурентів серед зазначених суб'єктів ринку. Сукупний вплив цих учасників визначає потенціал граничного прибутку в даній сфері діяльності, який вимірюється в показниках довгострокової віддачі від інвестованого капіталу. Тому, на нашу думку, доречно розглядати інституційну ефективність ринку цінних паперів як комплексний показник, що визначається на основі системи якісних і кількісних показників діяльності всіх суб'єктів ринку та відображає результативність інституційних чинників його функціонування.

Інституційна ефективність ринку цінних паперів — це комплексне відображення кінцевих результатів використання фінансових ресурсів інвесторів для задоволення потреб усіх учасників зазначеного ринку. На рівень інституційної ефективності ринку цінних паперів, з урахуванням ступеня розвитку макроекономічного та інституційного середовища, на наш погляд, впливає: обрана модель формування ринку цінних паперів, на основі якої визначаються найвпливовіші учасники; рівень конкуренції між суб'єктами ринку; ступінь його інформаційної прозорості. Ці чинники перебувають у тісній взаємодії й взаємозалежності. Розглянемо детальніше кожний з них.

У сучасному світі існує декілька базових підходів щодо функціонування ринку цінних паперів, вибір яких визначальним чином впливає на ефективність усього фінансового сектору економіки країни. Ці підходи, по суті, пов'язані з двома варіантами ведення ринкового господарювання у фінансовій сфері — англо-американським (ринково-орієнтована модель) та японо-німецьким (банківсько-орієнтована модель). Вітчизняні фахівці обґрунтовують різні підходи до визначення моделі українського ринку, іноземні інвестори пропонують концептуальні засади моделей, запроваджених у їхніх країнах. Головне розмежування стосується рівня централізації ринку. На практиці у більшості країн наразі має місце екліктичне поєднання елементів різних систем, а заходи, що реалізуються, є, в переважній більшості випадків, не лише концептуально неузгодженими між собою, але й часто базуються на протилежних принципах. Питання щодо оптимальності тієї чи іншої моделі ринку — централізованої чи децентралізованої — достатньо дискусійне. Чим вищий ступінь консолідації ринку, тим ефективнішою є національна торговельна система. Існування великої кількості ринків негативно позначається на якості їхньої роботи, обсягах торгівлі, стабільності цін. З іншого боку, за наявності багатьох ринків виникає ефект конкуренції, що веде до зниження трансакційних витрат при торгівлі цінними паперами. На сучасному етапі обсяги торгівлі окремих її організаторів в Україні є настільки незначними, що насправді ринок цінних паперів вже можна вважати консолідованим (на початок 2007 року 91,81 % всього обсягу операцій було зосереджено в Першій фондовій торговельній системі, а серед решти фондових бірж лідує Київська міжнародна фондова біржа — 4,85 %) <sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік. — <http://www.ssmc.gov.ua> .

Останнім часом для загальносвітового напрямку розвитку ринку цінних паперів характерна тенденція до консолідації ринку “знизу”, коли торгівля цінними паперами природним шляхом зосереджується на одному ринку, а різні біржі інтегруються в єдину систему комунікацій<sup>5</sup>.

Ринок цінних паперів України має специфічні риси, що визначають його національну модель. А саме: пріоритет первинного ринку, що обумовлено приватизацією як джерелом появи цінних паперів та бажанням їх продати за неможливості знайти покупця. Це спричиняє неефективність цінних паперів, головна функція яких зводиться до перерозподілу власності, а не до залучення інвестицій в економіку. Серед специфічних рис слід також відмітити значну частку акціонерного ринку та обмеженість інших видів фінансових інструментів; невеликі обсяги та пізню емісію державних і муніципальних боргових цінних паперів.

З огляду на всі особливості вітчизняного ринку цінних паперів, можна зробити висновок про те, що в Україні пріоритетною стає німецько-японська модель, яка передбачає формування інвестиційних ресурсів переважно за рахунок кредитів комерційних банків. Такий стан речей відповідає сучасним потребам підприємств та можливостям фінансової системи, адже ресурси комерційних банків є наразі більшими, ніж ресурси ринку цінних паперів. Водночас варто зазначити, що перспективи стабільного розвитку економіки пов’язані з фінансуванням через механізми ринку цінних паперів. Одним з головних недоліків на сучасному етапі є неповне використання його інвестиційного потенціалу. Нині обсяги торгів на вторинному ринку хоча і зростають, але все-таки залишаються досить незначними. Причому переважну більшість обігу організованого ринку становлять угоди з облігаціями державної позики. Тому більшість фондових бірж стоять перед проблемою виживання.

Другим вагомим чинником впливу на ефективність ринку цінних паперів є стан конкуренції між його учасниками. Конкурентне середовище на ринку цінних паперів формується за рахунок діяльності на ньому різноманітних учасників, сукупний вплив яких визначає потенціал граничного прибутку в цій сфері (потенціал прибутковості вимірюється в показниках довгострокової віддачі від інвестованого капіталу). Відповідно до напрямків діяльності на ринку цінних паперів України, на нашу думку, доцільно виокремити такі види конкуренції між його учасниками: за обсяги здійснення інвестиційних операцій, за перерозподіл наявних та набуття нових функцій на зазначеному ринку; за залучення фінансових ресурсів потенційних інвесторів; за сфери діяльності фінансових брокерів і дилерів, якими найчастіше виступають комерційні банки; за обсяги послуг з інвестиційного консультування; за здійснення функцій інфраструктурних учасників ринку цінних паперів.

---

<sup>5</sup> Новомлинська Л., Стасюк Ф. Антологія українського ринку цінних паперів // Ринок цінних паперів України. — 2004. — № 5–6. — С. 3–16.

Конкуренція за обсяги здійснення інвестиційних операцій стосується, головним чином, торговців цінними паперами, які належать до фінансових посередників. Якщо оцінювати ринок за видами торговців цінними паперами в Україні, то він з 2003 року є монополізованим “чистими торговцями”, оскільки їхня частка у кількості та сумі виконаних договорів коливається в межах 70 %<sup>6</sup>.

Конкуренція за залучення фінансових ресурсів потенційних інвесторів поширена між емітентами цінних паперів. Цей вид конкуренції проявляється, насамперед, під час випуску цінних паперів. Адже вказаний процес здійснюється з метою отримання потрібних емітенту коштів шляхом продажу цінних паперів. Інвестори, у свою чергу, надають перевагу тим емітентам, які є для них привабливими (це означає, передусім, можливість здійснювати контроль над підприємством, отримувати прибутки від інвестування тощо). Саме здатність емітента зацікавити інвестора проявляється в процесі конкуренції між ними. З діяльності емітентів України випливає, що такі відносини відповідають характеристичі недосконалої конкуренції. В цій сфері можлива як цінова, так і нецінова конкуренція (інвестиційна привабливість, стабільність емітента, реклама, досвід діяльності). Для подальшого розвитку конкурентних відносин на ринку цінних паперів доцільно створити передумови (організаційні та регулятивні) для більшого поширення похідних та муніципальних цінних паперів.

Конкуренція між комерційними банками як фінансовими брокерами і дилерами на ринку цінних паперів проявляється під час виконання біржових угод з цінними паперами, а саме коли комерційні банки здійснюють комісійну (брокерську) або комерційну (дилерську) діяльність. В Україні комерційна діяльність банків розвинена слабо й відрізняється від зарубіжної. Так, дилери за кордоном купують цінні папери з власної ініціативи за свій рахунок у власний портфель з намірами надалі їх перепродати, при цьому дилер не має права відмовити клієнтам, котрі бажають купити (продати) в нього цінні папери. Вітчизняні банки-дилери купують цінні папери від свого імені, але за рахунок клієнтів; до того ж законодавчо не закріплено чіткий обов'язок продавати (купувати) цінні папери з портфеля банку на вимогу клієнта, натомість існують лише наміри здійснювати такі операції. Разом з тим комісійна діяльність банків України відповідає зарубіжним стандартам і здійснюється брокерською конторою банку, яка на підставі угоди з біржею щодо проведення біржових операцій отримує брокерське місце. Відносини між клієнтом і брокерською конторою оформлюються договором про обслуговування на біржі. Як інфраструктурні учасники ринку цінних паперів комерційні банки здійснюють депозитарну діяльність, виступаючи депозитарієм та зберігачем цінних паперів; розрахунково-клірингове обслуговування своїх клієнтів; діяльність із ведення реєстрів власників іменних цінних паперів; інформаційне

---

<sup>6</sup> Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік. — <http://www.ssmc.gov.ua> .

обслуговування учасників ринку цінних паперів. Частка комерційних банків на ринку реєстраційних послуг є невеликою (до 15 %), але їх особливе місце серед реєстраторів зберігається завдяки адекватному програмному забезпеченню та широким можливостям залучення клієнтів. Особливого значення це набуває для великих банків, які, незважаючи на незначні прибутки від реєстраційних послуг, пропонують їх клієнтам, намагаючись забезпечити повний комплекс послуг на ринку цінних паперів. Тому у перспективі комерційні банки можуть стати найактивнішими учасниками зазначеного ринку, серйозним конкурентом для інших інвестиційних інститутів.

Конкуренція за обсяги послуг з інвестиційного консультування відбувається між інвестиційними компаніями та інвестиційними фондами, роль яких на вітчизняному ринку протягом 2000—2007 років значно знизилася. Відтак конкуренція між цими інститутами майже відсутня. Під час своєї активної діяльності вони використовували всі методи нецінової конкуренції. У зв'язку із завершенням сертифікатної приватизації попит на послуги модернізованих інститутів спільного інвестування зменшився, проте, слід зауважити, що вони здатні суттєво прискорити розвиток ринку цінних паперів України, забезпечити збільшення надходжень інвестицій від вітчизняних та іноземних інвесторів і стати потужним джерелом інвестиційних ресурсів для економіки країни.

Конкуренція за здійснення функцій інфраструктурних учасників ринку цінних паперів поширена серед реєстраторів, депозитаріїв, розрахунково-клірингових установ, бірж та агентств з розвитку інфраструктури. Ринок реєстраторських послуг в Україні слід вважати конкурентним, оскільки на ньому створено рівні умови для функціонування реєстраторів, можлива як цінова, так і нецінова конкуренція, що ґрунтується на рекламі, стабільності та популярності того чи іншого реєстратора. Діяльність з організації торгівлі на вітчизняному ринку цінних паперів є монополізованою з боку Першої фондової торговельної системи, частка якої у загальному обсязі укладених угод серед організаторів торгівлі протягом 2003-2006 років відповідно становила 91,03, 74,66, 88,38, та 91,81 %<sup>7</sup>. Важливо відмітити, що за своїми технологічними можливостями вона перевершує всі фондові біржі, які забезпечують її програмно-технічними й інформаційними комплексами.

Третім чинником, що визначає рівень ефективності ринку цінних паперів, є його інформаційна прозорість. Основна мета цієї установи — організація “зустрічі” власників капіталу та його споживачів. Український ринок цінних паперів є досить привабливим, але на сучасному етапі розвитку характеризується такими рисами, як спекулятивність, а також наявність цільових інвесторів, що мають за мету досягнення повного контролю над конкретним рентабельним підприємством за

---

<sup>7</sup> Звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2003, 2004, 2005 і 2006 роки. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

рахунок придбання контрольного пакета його акцій.<sup>8</sup> Традиційні ознаки розвинутого ринку цінних паперів, зокрема присутність на ньому іноземних пенсійних фондів, пайових і венчурних фондів та інших інституційних інвесторів, тільки з'являються. Поки що в Україні недостатньо розвинуто інформаційне поле, ринок цінних паперів залишається малопрозорим, або прозорим тільки на папері.

Важливою є проблема недостовірності, несвоечасності та необґрунтованості інформації про діяльність учасників ринку цінних паперів в Україні. Сьогодні його інформаційна структура розвивається досить повільно, інформація доходить із запізненням, втрачає актуальність, 60 % інформаційних даних, що надаються суб'єктами ринку Держфінмоніторингу, містять помилки. Вивчення звітів деяких емітентів свідчить про нерозуміння поставлених перед ними завдань: здебільшого у розділах, де мають висвітлюватися ринкові проблеми, насправді можна знайти тільки загальні рекламні фрази. Таке ставлення до звітності особливо притаманно банківським структурам. Стосовно подання інформації слід зауважити, що в Україні емітенти звітують перед Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку лише один раз на рік. Зазначена ситуація, на нашу думку, є неприпустимою, оскільки за цей період у діяльності емітента можливі значні зміни, а за відсутності звітності ринок починає керуватися чутками. Саме в такий момент зростає роль інсайдерів, які можуть стати джерелом невірної інформації. Частково ця проблема вже розв'язується Національним банком України та Асоціацією українських банків шляхом щоквартального публікування інформації про діяльність вітчизняних банків. Але постійна зміна форми скорочених балансів заважає проведенню ретроспективного аналізу діяльності комерційних банків. З 1 березня 2007 року почав функціонувати веб-сайт загальнодоступної інформаційної бази даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку — [www.stockmarket.gov.ua](http://www.stockmarket.gov.ua), серед недоліків якого подання особливої інформації та квартальної звітності лише емітентами, а також відсутність річних звітів. Подібні вади має і веб-сайт Державної установи “Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України” — [www.smida.gov.ua](http://www.smida.gov.ua)<sup>9</sup>.

Друга проблема — недостатній розвиток інформаційного простору українського ринку цінних паперів. По суті, тільки Українська фондова біржа і Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку послідовно й цілеспрямовано здійснюють інформаційну діяльність. Усі суб'єкти підприємницької діяльності сьогодні подають фінансову звітність до структур Державного комітету статистики України та податкових органів, а відкриті акціонерні товариства — ще й до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України. Значно зросла кількість інформаційних послуг вказаної системи, що проявилось у русі до формування

---

<sup>8</sup> Єгорова Т. Формування умов прозорості фондового ринку України // Збірник наукових праць НАДУ при Президентіві України. — 2003. — № 2. — С. 237.

<sup>9</sup> Сіржук Р. Розкриття інформації на фондовому ринку // Цінні папери України. — 2007. — № 11. — С. 9.

інформативної Інтернет-платформи (ще у 2000 році серед передплатників інформаційних послуг вказаної системи було чимало іноземних інвесторів: США — 37,93 %, Великобританія — 35,86 %, Люксембург — 11,03 %, Італія — 6,90 %, Німеччина — 2,76 %<sup>10</sup>). Поряд з усіма позитивними зрушеннями існує і багато труднощів. А саме: Інтернет-джерела інформації щодо ринку цінних паперів в Україні мають технічні проблеми у зв'язку з низькою пропускнуою спроможністю сайтів через несанкціоноване викачування інформації в значних обсягах.

Третя проблема — відсутність законодавчого регулювання інформаційної взаємодії на ринку цінних паперів, а також спеціалізованих компаній, котрі могли б кваліфіковано подати оперативну інформацію про український фондовий ринок. Наразі в Україні ще не створено системи фінансових консультантів, які б спеціалізувалися на забезпеченні усіх зацікавлених осіб необхідною оперативною статистичною та аналітичною інформацією про діяльність зазначеного ринку.

Розглянувши усі три чинники, що визначають рівень інституційної ефективності вітчизняного ринку цінних паперів, можна зробити такі висновки: модель ринку цінних паперів України вимагає удосконалення в напрямку врахування національних особливостей функціонування основних та інфраструктурних учасників; існує нагальна потреба у впровадженні засобів часткового дорегулювання шляхом внесення відповідних змін у чинне законодавство, яке регламентує розвиток інформаційної прозорості ринку цінних паперів, а також у поліпшенні конкурентного середовища, що сприятиме частковому розв'язанню проблеми його прозорості.

Наступним кроком в аналізі інституційної ефективності вітчизняного ринку цінних паперів є кількісне її визначення на основі розглянутих чинників. Ефективність обраної моделі ринку цінних паперів на даному етапі, на нашу думку, передусім, залежить від його контрольованості та правової упорядкованості. Коефіцієнт контрольованості ( $k_k$ ) пропонуємо визначати як відношення кількості проявів зловживань на вітчизняному ринку цінних паперів стосовно ліцензування, що були виявлені протягом визначеного періоду контролюючими державними органами, до загальної кількості професійних учасників на вказаному ринку. Чим ближче значення даного коефіцієнта до нуля, тим вищий ступінь контрольованості процесів. Коефіцієнт правової упорядкованості ( $k_u$ ) визначатимемо як відношення кількості випадків порушення законодавства про цінні папери до загальної кількості професійних учасників ринку. Якщо значення даного показника наблизатиметься до нуля, то лише в цьому випадку можна робити висновок про високий ступінь правової упорядкованості ринку цінних паперів. Для визначення ефективності конкурентних відносин між суб'єктами зазначеного ринку використовуватимемо коефіцієнт добросовісності конкуренції ( $k_{dkp}$ ) як відношення

---

<sup>10</sup> Шапран В. Інформаційна концепція розвитку фондового ринку: чи підтримують її в Україні? // Цінні папери України. — 2002. — № 11. — С. 8.



кількості учасників ринку цінних паперів, що не дотримуються правил добросовісної конкуренції, до загальної кількості його професійних учасників. Як і в попередніх випадках значення показника повинно наближатися до нуля. Це свідчатиме про високий рівень добросовісності конкуренції. Ефективність інформаційного поля ринку цінних паперів пропонуємо визначати за допомогою коефіцієнта відкритості ( $k_v$ ) як відношення кількості порушень на вказаному ринку, що виникли в результаті неподання або несвоєчасного подання адміністративних даних та інформації про діяльність учасниками ринку, до загальної кількості професійних учасників на ринку цінних паперів в країні. Чим ближчим буде значення такого показника до нуля, тим вищий ступінь прозорості національного ринку цінних паперів.

Загальний коефіцієнт інституційної ефективності ринку цінних паперів ( $k_{ie}$ ) можна визначати як суму коефіцієнтів контролюваності, правової упорядкованості, добросовісності конкуренції та відкритості:  $k_{ie} = k_k + k_u + k_{dkr} + k_v$ .

На основі даних щорічних звітів Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку розраховано рівень інституційної ефективності ринку цінних паперів України<sup>11</sup>. Результати розрахунку подано на рисунку. Пропонуємо таку градацію рівнів інституційної ефективності ринку цінних паперів: 1) високий рівень: значення  $k_{ie}$  є меншим, ніж 0,20; 2) достатньо високий: значення  $k_{ie}$  коливається в межах 0,21—0,40; 3) помірний рівень: значення  $k_{ie}$  коливається в межах 0,41—0,60; 4) низький рівень: значення  $k_{ie}$  коливається в межах 0,61—0,80; 5) небезпечно низький рівень: значення  $k_{ie}$  є більшим, ніж 0,81.

Результати проведених розрахунків свідчать про те, що, взагалі, для вітчизняного ринку цінних паперів протягом 2001—2006 років був притаманний низький рівень інституційної ефективності; значення коефіцієнта правової упорядкованості знизилося, що свідчить про вищий ступінь сприйняття учасниками ринку законодавства в цій сфері; значення коефіцієнта добросовісності конкуренції залишилося відносно стабільним і наблизилося до нуля; протягом досліджуваного періоду збільшився ступінь інформативної відкритості національного ринку цінних паперів, що підтверджує зниження значення коефіцієнта відкритості; зросла інституційна ефективність завдяки підвищенню правової упорядкованості, добросовісності конкуренції та інформативної відкритості. Але попри все для зростання інституційної ефективності вітчизняного ринку цінних паперів залишаються резерви за рахунок зменшення кількості випадків зловживань на ньому.

Отже, ринок цінних паперів України на нинішньому етапі його еволюції є низькоефективним через наявність ряду невирішених питань. Виходячи з того, що головним завданням поточного моменту є визначення орієнтирів державної політики на національному ринку цінних паперів, вважаємо за доцільне звернути особливу увагу на формування системи його ефективного регулювання, розбудову

<sup>11</sup> Звіти Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2003, 2004, 2005 і 2006 роки. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

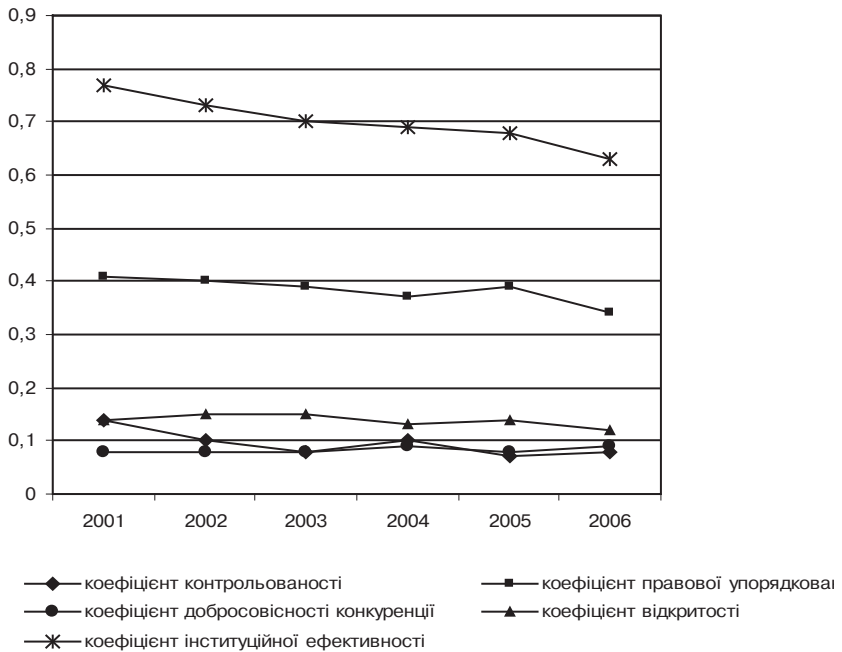


Рис. Динаміка рівня інституційної ефективності ринку цінних паперів

інфраструктури та системи розкриття інформації. Проблеми в інформаційному просторі вітчизняного ринку цінних паперів зумовлюють необхідність розвитку інформаційної інфраструктури та усвідомлення важливості систематичного та комплексного оприлюднення інформації. Для підвищення ефективності національної моделі зазначеного ринку слід, на нашу думку, скористатися світовим досвідом інтеграції організаторів торгівлі як на національному, так і на міжнародному рівнях. Тому стратегічним механізмом розвитку організованого ринку цінних паперів в Україні повинна бути інтеграція фондових бірж в Єдину біржову фондову систему з подальшим входженням у відповідні міжнародні структури. Така форма вирішення проблеми є найбільш реальною для українського ринку цінних паперів, оскільки інший шлях — поглинання фондових бірж — є довготривалим і малоефективним.