Калач Г.М.,
кандидат економічних наук, доцент,
декан факультету економіки та оподаткування
Національного університету ДПС України

РОЛЬ ФОНДОВОГО РИНКУ В АКУМУЛЯЦІЇ Й ПЕРЕРОЗПОДІЛІ ФІНАНСОВИХ РЕСУРСІВ У РЕАЛЬНИЙ СЕКТОР ЕКОНОМІКИ

Розглянуто сутність фондового ринку, проаналізовано кількісні параметри акумуляції й перерозподілу фінансових ресурсів, зроблено висновок про наявність позитивної кореляції між рівнем розвитку фондового ринку й темпами економічного розвитку. Внесено пропозиції щодо вдосконалення механізмів розкриття інформації та захисту дрібних інвесторів на фондовому ринку.

The article deals with the essence of stock market, numerous terms of financial resources accumulation and redistribution; the conclusion is made concerning positive correlation between the level of stock market development and rates of the economic development. Some suggestion concerning the mechanism of information opening and protection of small investors at the stock market is included.

Фондовий ринок, як і фінансовий ринок у цілому, належить до так званого третього сектору економіки, що, як відомо, розвивається випереджаючими темпами порівняно з іншими її секторами. Так, наприкінці дев'яностих років минулого сторіччя майже 70 % ВВП розвинутих країн створювалося саме у третьому секторі, зокрема у фінансовому секторі — до 27 % ВВП[1].

Основна причина перетоку капіталу у фінансовий сектор полягає у вищій рентабельності фінансових операцій порівняно із середньою рентабельністю операційної діяльності в економіці (рис.).

При цьому найвищі доходи й, відповідно, частка ВВП припадають на інститути фондового ринку[2]. З огляду на динамічний розвиток фондових ринків та посилення їх впливу на економічні процеси постає потреба у визначенні місця й ролі фондового ринку в сучасній економіці та фінансовій системі держави.

Роль фондового ринку в розвитку економіки країни досліджували багато науковців. Серед сучасних дослідників варто назвати американців Р. Левіна, С. Зеворс і Р. Кінґа, які довели, що розвиток ринку акцій найбільше сприяє зростанню продуктивності праці й ВВП. Вплив еволюції інститутів фінансового ринку на інвестування й розвиток економіки вивчали також російські науковці Я. Міркін і Б. Рубцов. Деякі аспекти цієї проблеми досліджували українські вчені В. Опарін, І. Лютий, О. Мозговий, В. Федосов[3].

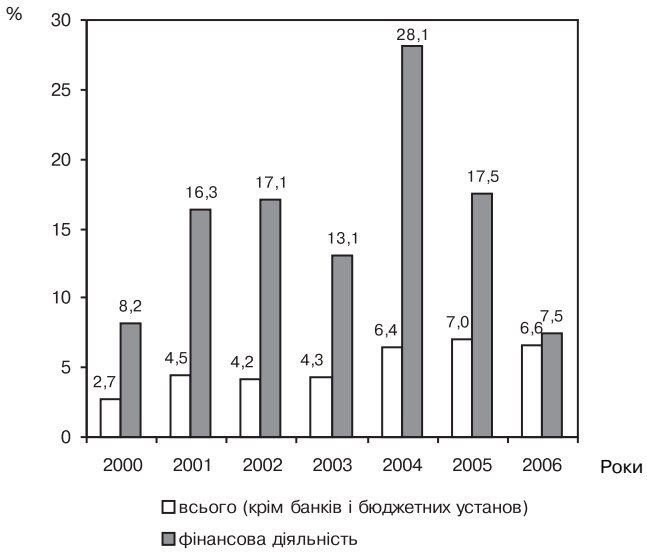
---

[1] *Рубцов Б.Б.* Мировые фондовые рынки: проблемы и тенденции развития: Дисс. д-ра экон. наук: спец. 08.00.10. — Рубців Борис Борисович. — М., 2000. — С. 34.

[2] *Опарін В.М.* Фінансова система України (теоретико-методологічний аспект): Дис. д-ра екон. наук: спец. 08.04.01. — Опарін Валерій Михайлович. — К., 2006. — С. 32.

[3] *Опарін В.М.* Фінансова система України (теоретико-методологічний аспект): Автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук: спец. 08.04.01 "Фінанси, грошовий обіг і кредит" / Нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана. — К., 2006; *Лютий І.О.* Грошово-кредитна політика та механізми

© Калач Г.М., 2008



Джерело: Статистичний щорічник України за 2006 рік. — К.: Консультант, 2007.

Рис. **Рентабельність операційної діяльності**

У сучасній економічній літературі роль і сутність фондового ринку переважно досліджуються з точки зору особливостей випуску й обігу конкретних фінансових інструментів, механізму встановлення цін на цінні папери. На жаль, практично поза увагою науковців залишається аналіз абсолютних і відносних обсягів залучення й перерозподілу фінансових ресурсів фондовим ринком, його порівняння з іншими сегментами фінансового ринку. На наш погляд, без такого дослідження визначити характер впливу фондового ринку на економічний розвиток неможливо.

З огляду на зазначене мета даної статті полягає в уточненні сутності фондового ринку як економічної категорії, аналізі кількісних параметрів фондового ринку, обсягів акумуляції й перерозподілу фінансових ресурсів, виявленні характеру впливу фондового ринку на процеси інвестування й темпи економічного розвитку.

У економічній літературі немає однозначного трактування категорії "фондовий ринок". У дореволюційній Росії під фондами розуміли головним чином державні боргові зобов'язання. Більшість американських економістів схильні до широкого розуміння поняття фондового ринку як ринку всіх цінних паперів, хоча деякі їхні колеги включають у це поняття лише довгострокові цінні папери.

її реалізації в Україні: Автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук: спец. 08.01.01 "Економічна теорія" / Київський нац. ун-т ім. Т. Шевченка. — К., 2000; *Мозговий О.М.* Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація): Автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук: спец. 08.04.01 "Фінанси, грошовий обіг і кредит" / Нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана. — К., 1999.

Наприклад, З. Боді й Р. Мертон відносять до ринку грошей короткострокові боргові зобов'язання, до ринку капіталів — довгострокові зобов'язання й акції, а до фондового ринку — лише акції. В.М. Опарін, структуруючи фінансовий ринок, виділяє фондовий ринок як складову ринку цінних паперів та включає до його складу лише акції[4]. Разом із тим він вказує: "як правило, ринок капіталів ототожнюється з фондовим. У цілому це досить обґрунтовано, адже тривалий термін використання довго- і середньострокових позичок наближає їх за характером використання до власного капіталу"[5].

Узагальнюючи існуючі підходи до визначення цієї категорії, можна виділити два підходи до трактування поняття фондового ринку — розширений і звужений. Розширений підхід грунтується на ототожненні понять "фондовий ринок" і "ринок цінних паперів"; такий підхід характерний для переважної більшості західних та деяких російських економістів (Я. Міркін і Б. Рубцов), при цьому Б. Рубцов у складі ринку цінних паперів виділяє його основний сегмент — ринок довгострокового капіталу (ринок акцій і облігацій)[6].

При звуженому підході до визначення категорії "фондовий ринок", який, на наш погляд, є більш виправданим, до його складу відносять лише класичні довгострокові цінні папери — акції й облігації. Такої точки зору дотримується, приміром, російський учений Ю.А. Данилов, котрий вважає, що фінансовий ринок поділяється на фондовий ринок (із допомогою якого здійснюється залучення капіталу для розширення виробництва, оновлення основного капіталу) і грошовий (із допомогою якого здійснюється фінансування оборотного капіталу)[7]. О.М. Мозговий, характеризуючи узгодженість понять "грошовий ринок", "фондовий ринок" (ринок капіталу) й "ринок цінних паперів", до складу фондового ринку відносить довготермінові цінні папери, а ринку цінних паперів — коротко- й довготермінові цінні папери[8].

Таким чином, головним критерієм структуризації фінансового ринку є особливості обігу фінансових інструментів, що на ньому представлені. З цієї точки зору, межі фондового ринку досить легко окреслити: фондовий ринок — це частина ринку цінних паперів, яка включає довгострокові цінні папери — акції й облігації. Утім, для аналізу обсягів ринку мають значення не лише склад об'єктів, які є предметом купівлі-продажу, а й склад учасників (суб'єктів) ринку. За цією ознакою визначити чіткі межі фондового ринку вже складніше, тому що більшість учасників фінансового

---

[4] *Опарін В.М.* Фінансова система України (теоретико-методологічниі аспекти): Дис. д-ра екон. наук: спец. 08.04.01. — Опарін Валерій Михайлович. — К., 2006. — С. 201.

[5] *Там само.* — С. 200.

[6] *Рубцов Б.Б.* Зазнач. праця.

[7] *Данилов Ю.А.* Рынки государственного долга: мировые тенденции и российская практика. — М.: ГУ ВШЭ, 2002. — С. 18.

[8] *Мозговий О., Лук'яненко Д.* Ринок цінних паперів: регуляторна структуризація в умовах глобалізації // Ринок цінних паперів України. — 2005. — № 9—10. — С. 38—40.

ринку працюють із усіма фінансовими інструментами, отже, поділ фінансового ринку на сегменти за суб'єктною ознакою є досить умовним.

Основна функція фондового ринку полягає в публічному залученні й перерозподілі капіталу як одного з факторів суспільного виробництва. Що вищий рівень мобілізації фінансових ресурсів, то ширші можливості економіки. Таким чином, одним із головних критеріїв ефективності кожного сегмента фінансової системи є саме рівень мобілізації фінансових ресурсів.

Масштаби акціонерного капіталу в будь-якій країні характеризуються показниками капіталізації (табл. 1).

Таблиця 1. **Динаміка капіталізації фондового ринку України, 2002—2007 роки**

Показник	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (10 міс.)
Капіталізація фондового ринку, млн дол. США	3119,4	4302,9	11 778,4	20 587,9	40 270,7	54 727,8

Джерело: Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік: [Електр. ресурс] / Держ. ком. з цінних паперів та фондового ринку. — http://www.ssmsc.gov.ua; Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік: [Електр. ресурс] / Держ. ком. з цінних паперів та фондового ринку. - http://www.ssmsc.gov.ua.

Збільшення капіталізації відбувалося за рахунок як зростання курсової вартості акцій (індекс акцій ПФТС у 2006 році зріс на 41,33 %, тобто ринок акцій ПФТС у тому році був одним із найприбутковіших), так і збільшення емісії акцій. Другий фактор має велике значення для фондових ринків, що розвиваються, в тому числі для України (за 2007 рік обсяг зареєстрованих випусків цінних паперів зріс до 424,33 млрд грн; це на 133,25 млрд грн більше, ніж у 2006-му)[9].

Високі темпи залучення фінансових ресурсів на фондовий ринок України пов'язані також зі збільшенням кількості інвестиційно привабливих емітентів, обсягів випусків цінних паперів, підвищенням цін на цінні папери банківського сектору, металургії, електроенергетики, нафтогазового сектору.

Хоча показники ефективності окремих ринків мають свою специфіку, для проведення порівняльного аналізу місткості певних сегментів фінансового ринку може, на нашу думку, використовуватися показник залучених банківськими установами коштів, загальний обсяг торгів цінними паперами — для ринку цінних паперів — та обсяг торгів акціями й облігаціями — для фондового ринку. Відповідні дані по Україні наведені в табл. 2.

Статистичні дані свідчать, що динаміка фондового ринку порівнянна з динамікою темпів зростання економіки в цілому. Звісно, динаміка реального сектору є первинною стосовно фондового ринку, проте ситуація на фондовому ринку може здійснювати зворотний вплив на реальний сектор: з одного боку, фондовий

[9] Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік: [Електр. ресурс] / Держ. ком. з цінних паперів та фондового ринку. — http://www.ssmsc.gov.ua; Статистичний щорічник України за 2006 рік. — К.: Консультант, 2007.

Таблиця 2. **Обсяги залучених фінансових ресурсів за основними сегментами фінансового ринку, 2001—2007 роки**

Показник	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Валовий внутрішній продукт, у фактичних цінах, млн грн	204 190	225 810	267 344	345 113	441 452	544 153	712 943
Зобов'язання банків за коштами, залученими на рахунки суб'єктів господарювання й фізичних осіб на кінець року, млн грн	25 674	37 715	61 617	82 959	132 745	184 234	254 243
Загальний обсяг торгів цінними паперами, млн грн	68 500	108 600	203 000	321 300	403 800	492 800	754 310
Обсяг торгів облігаціями й акціями підприємств, млн грн	—	2580	2680	5460	9950	18 190	418 270

Джерело: Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік: [Електр. ресурс] / Держ. ком. з цінних паперів та фондового ринку. — http://www.ssmsc.gov.ua; Статистичний щорічник України за 2006 рік. — К.: Консультант, 2007.

ринок створює додаткові можливості для залучення капіталу акціонерними підприємствами, в тому числі для залучення кредитних ресурсів (у разі підвищення курсової вартості акцій), а з другого — падіння цін на акції негативно впливає на залучення ресурсів і розвиток виробництва. Отже, існує пряма залежність як на стадії підйому, так і на стадії спаду, але фондовий ринок характеризується більшою волатильністю порівняно з реальним сектором, що підвищує ризики фінансової системи, особливо якщо основними інвесторами на фондовому ринку виступають іноземні. За даними ПФТС, у 2007 році обсяг виконаних договорів торговців цінними паперами з нерезидентами становив 258,35 млрд грн (34,25 % від загального обсягу виконаних у тому році договорів)[10]. Цей факт свідчить про значну інтеграцію українського фондового ринку у світову фінансову систему — як наслідок, збільшуються ризики, пов'язані із глобалізацією.

Для оцінки темпів розвитку фондового ринку та його ролі у процесі акумуляції фінансових ресурсів використовуються, як правило, показники, що характеризують динаміку капіталізації фондового ринку й відношення обсягу торгів цінними паперами до ВВП. Як видно з табл. 2, протягом 2002—2007 років ВВП виріс у 3,2 разу, відношення обсягу торгів цінними паперами до ВВП збільшилося у 2,3 разу, за цей самий період обсяг фінансових ресурсів, залучених банківським сектором, зріс у 6,7 разу, а обсяг торгів цінними паперами — в 6,9 разу.

Таким чином, в Україні спостерігаються тенденції, характерні для світового фінансового ринку: ринок цінних паперів за обсягами залучених ресурсів істотно випереджає банківський сектор; серед основних сегментів ринку цінних паперів найшвидшими темпами розвивається саме фондовий ринок. І хоча останній поки що помітно відстає від банківського сектору за обсягами, він відіграє дедалі більшу роль у залученні й перерозподілі фінансових ресурсів. Водночас

[10] Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік: [Електр. ресурс] / Держ. ком. з цінних паперів та фондового ринку. — С. 24. — http://www.ssmsc.gov.ua.

оцінити реальний обсяг ресурсів, що перерозподіляються через фондовий ринок у реальний сектор економіки, досить важко. Це пов'язано з тим, що в Україні емісія акцій часто використовується не для залучення ресурсів, а як засіб заволодіння власністю та її перерозподілу. Акції не приносять їхнім власникам гарантованого, відчутного доходу, як, наприклад, банківські депозити. Значна частина акцій є неринковими інструментами; так у 2007 році 20,4 % загального обсягу емісій цінних паперів становили випуски акцій закритими акціонерними товариствами[11].

З огляду на сказане, аналізуючи статистичні показники, треба враховувати, що, хоча емісії акцій зазвичай здійснюються з метою залучення довгострокових інвестицій, досить часто їх проведення пов'язане, приміром, із приватизацією, поглинанням або злиттям компаній, перерозподілом активів. За даними Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку, у 2006 році з метою залучення капіталу здійснювалось лише 57,6 % випусків акцій[12].

Роль фондового ринку в забезпеченні економічного розвитку визначається не лише його ресурсним потенціалом, а й обсягами фінансових ресурсів, що перерозподіляються в реальний сектор. Акумуляція фінансових ресурсів суб'єктами фінансового ринку є проміжним етапом їх переміщення до суб'єктів господарювання, де після придбання вони будуть використовуватись як власні або як запозичені. Роль фондового ринку в перерозподілі накопичених фінансових ресурсів визначається шляхом порівняння показників обсягу емісій із обсягом валових інвестицій у основний капітал та інвестицій за рахунок власних коштів підприємств (табл. 3).

Враховуючи те, що емісію здійснюють переважно підприємства недержавного сектору, коректнішим буде порівняння обсягів емісії з інвестиціями за рахунок власних коштів підприємств (у даному випадку показник відношення обсягу емісії акцій до інвестицій дещо збільшується та, як видно з таблиці, становить близько 60 %). Отже, можна зробити висновок, що в Україні емісія акцій є досить вагомим чинником фінансування інвестицій.

Порівняльний аналіз впливу емісії боргових цінних паперів на інвестиційні процеси, зроблений за такою самою схемою, показує: облігації мають менший вплив на інвестиційні процеси, ніж акції. При цьому треба враховувати, що частина випусків боргових цінних паперів також пов'язані з фінансуванням процесів злиття й поглинання.

Для ґрунтовнішого розкриття ролі фондового ринку в інвестиційних процесах суб'єктів господарювання та в економічному розвитку країни треба проаналізувати, на які потреби використовувались емісійні кошти. На жаль, зробити це в рамках однієї статті неможливо.

---

[11] Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік: [Електр. ресурс] / Держ. ком. з цінних паперів та фондового ринку. — http://www.ssmsc.gov.ua.

[12] Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік: [Електр. ресурс] / Держ. ком. з цінних паперів та фондового ринку. — http://www.ssmsc.gov.ua.

Таблиця 3. **Обсяги емісій цінних паперів та інвестицій, 2000—2007 роки**

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Обсяг зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів, млрд грн	15,59	22,67	17,09	23,62	34,76	61,99	84,07	133,25
Обсяг зареєстрованих ДКЦПФР випусків акцій, млрд грн	15,49	21,92	12,80	18,02	28,34	24,81	43,54	50,00
Обсяг зареєстрованих ДКЦПФР випусків облігацій підприємств, млрд грн	0,07	0,69	4,27	4,24	4,11	12,75	22,07	44,48
Валові інвестиції в основний капітал у фактичних цінах, млрд грн	23,63	32,57	37,18	51,01	75,71	93,10	125,25	188,49
Інвестиції в основний капітал за рахунок власних коштів підприємств, млрд грн	16,20	21,77	24,47	31,31	46,69	53,42	72,34	92,95

Джерело: Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік: [Електр. ресурс] / Держ. ком. з цінних паперів та фондового ринку. — http://www.ssmsc.gov.ua; Статистичний щорічник України за 2006 рік. — К.: Консультант, 2007; Соціально-економічний розвиток України за 2007 рік: [Електр. ресурс] / Держ. ком. статистики України. — http://www.ukrstat.gov.ua/cjntrol/localfiles/display/operativ 2007.

Із проведеного дослідження можна зробити такі висновки і пропозиції.

1. Фондовий ринок є складовою частиною ринку цінних паперів, основна функція якого полягає у формуванні, перерозподілі й використанні капіталу шляхом купівлі-продажу довгострокових цінних паперів — акцій і облігацій.

2. Фондовий ринок посідає чільне місце в сучасній економіці, виконуючи важливі функції акумуляції й ефективного перерозподілу фінансових інвестиційних ресурсів у реальний сектор економіки. Сучасними тенденціями його розвитку є зростання рівня капіталізації за рахунок збільшення обсягів торгів цінними паперами, збільшення видів цінних паперів, вища рентабельність операцій на фондовому ринку порівняно з іншими видами операційної діяльності.

3. Аналіз кількісних параметрів розвитку фондового ринку (обсягів випуску й торгів цінними паперами) свідчить про наявність кореляції між показниками розвитку економіки й фондового ринку; водночас розвиток фондового ринку відбувається випереджаючими темпами порівняно з іншими сегментами фінансового ринку та характеризується більшою волатильністю.

4. Для визначення ступеня впливу фондового ринку на перерозподіл фінансових ресурсів та на інвестиційні процеси в реальному секторі економіки потребують подальшого аналізу напрямки використання емісійних коштів, оскільки значні обсяги емісій пов'язані не з інвестуванням, а з процесами злиття й поглинання та прихованого перерозподілу власності.

5. Для вдосконалення механізму акумуляції фінансових ресурсів із допомогою інструментів фондового ринку та посилення його впливу на економічний розвиток потрібно:

— поліпшити систему розкриття інформації на фондовому ринку на засадах вільного, оперативного, безкоштовного доступу інвесторів до інформації про

емітентів цінних паперів і професійних учасників фондового ринку, зокрема за рахунок упровадження міжнародних стандартів розкриття інформації;

— створити дієву систему захисту дрібних інвесторів шляхом гарантування і страхування приватних інвестицій;

— відмовитись від практики інсайдерського впливу на фондовий ринок, який націлений на прихований перерозподіл активів та проявляється в незаконних випусках акцій, маніпуляціях із реєстрами акціонерів, що в кінцевому підсумку підриває довіру до фондового ринку як суспільного інституту.