М. В. Стирський,
к. е. н., доцент, доцент кафедри економічної теорії,
Львівський національний університет імені Івана Франка, м. Львів
ORCID ID: 0000-0002-0908-5966

DOI: 10.32702/2306-6806.2020.9.38

МАКРО- ТА МІКРОЕКОНОМІЧНА ЕФЕКТИВНІСТЬ ФОНДОВИХ БІРЖ УКРАЇНИ

M. Styrskyi,
PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor
of the Department of economic theory, Ivan Franko National University of Lviv, Lviv

MACRO AND MICROECONOMIC EFFICIENCY OF UKRAINIAN STOCK EXCHANGES

У статті досліджуються тенденції та перспективи розвитку організованих ринків цінних паперів в Україні в контексті трансформації глобальної моделі функціонування фондових бірж. Зазначено, що початково фондові біржі створювалися насамперед для забезпечення сприятливих умов для укладання та виконання угод учасниками ринку. В сучасній економіці організатори торгівлі фінансовими активами переважно еволюціонували у класичні фірми, головною метою яких є максимізація вигід їхніх власників. Автор робить спробу оцінити ефективність вітчизняних фондових бірж з двох позицій. По-перше, організатори торгівлі цінними паперами розглядаються як інститути координації ринку, активність яких впливає на добробут інших економічних суб'єктів і розвиток економіки в цілому (макрорівень). По-друге, вони досліджуються як ділові одиниці, які керуються приватними інтересами (мікрорівень). На підставі порівняльного аналізу національних та міжнародних ринків фінансових активів з'ясовано місце вітчизняних фондових бірж у міжнародній фінансовій архітектурі. Розкрито співвідношення між головними сегментами організованого ринку цінних паперів України та досліджено рівень конкуренції між організаторами торгівлі у кожному з них. Констатовано відсутність жорсткої спеціалізації вітчизняних бірж фінансових активів. Відзначено, що поліцентрична система біржової торгівлі фінансовими активами в Україні характеризується низьким рівнем макроекономічної ефективності. Нині вона неспроможна забезпечити адекватні капіталізацію та ліквідність ринку цінних паперів, сприяти перерозподілу фінансових ресурсів на користь високоефективних емітентів. З допомогою аналізу фінансової звітності фондових бірж України отримано оцінки їхньої ефективності на мікрорівні. З'ясовано, що рентабельність лідерів ринку є надто низькою, щоб вважати їхню бізнес-модель відповідною сучасній міжнародній практиці. Зроблено висновок, що незадовільний рівень мікроекономічної ефективності вітчизняних фондових бірж є наслідком як несприятливого макроекономічного та інституційного середовища, так і неналежної уваги цих суб'єктів інфраструктури ринку цінних паперів до процесу стратегічного планування.

The article investigates the tendencies and prospects of the development of established securities market in Ukraine in the context of transformation of the global model of operation of stock exchanges. It was noted that initially stock exchanges were created primarily to provide cleared conditions for the conclusion and settlement of transactions by market participants. In the modern economy, the organizers of trade in financial assets mostly evolved into classical firms whose main goal is to maximize the benefits of their owners. The author tries to estimate efficiency of domestic stock exchanges from two positions. First, the organizers of securities trading are considered as institutions of market coordination, the activity of which affects the welfare of other economic actors and the development of the economy as a whole (macro level). Secondly, they are investigated as business units guided by private interests (micro level). On the basis of comparative analysis of national and international markets of financial assets, the place of domestic stock exchanges in the international financial architecture is determined. The relationship between the main segments of the established securities market of Ukraine is disclosed and the level of competition between trade organizers in each of them is researched. The lack of strict specialization of domestic financial stock exchanges is stated. It is noted that the polycentric system of stock trading of financial assets in Ukraine is characterized by low level of macroeconomic efficiency. At present, it is not able to provide adequate capitalization and liquidity of the securities market, promote redistribution of financial resources in favor of high-performing emitters. Using the financial statement analysis of stock exchanges

of Ukraine, the assessments of their efficiency at the micro level were obtained. It has been found that the profitability of market leaders is too low to consider their business model to be in line with current international practice. It is concluded that unsatisfactory level of microeconomic efficiency of domestic stock exchanges is a consequence of both unfavorable macroeconomic and institutional environment, as well as unfavorable attention of these subjects of the securities market infrastructure to the strategic planning process.

Ключові слова: фондова біржа, ринок цінних паперів, капіталізація ринку, фінансові активи, інфраструктура ринку.

Key words: stock exchange, securities market, market capitalization, financial assets, market infrastructure.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Ринок цінних паперів нерідко бачиться як ідеальний механізм стихійної взаємодії фінансових інвесторів та емітентів, не скутих будь-якими обмеженнями. Однак хаотичність та абсолютна свобода дій насправді є лише позірними, позаяк ефективна координація суб'єктів ринку ледве чи була б можлива без належно розвинених об'єктів інфраструктури. Невід'ємним елементом останньої виступають фондові біржі, функціонуванню яких чимало національних економік завдячують своїми неодноразовими злетами.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Інституційні перетворення, яких зазнала глобальна фінансова архітектура на зламі тисячоліть, зумовили появу чималої кількості фундаментальних та оглядових праць, центром яких виступили питання організації торгівлі цінними паперами. Зокрема частина дослідників зупинили свій погляд на процесах концентрації та консолідації біржових ринків, чинниках, що їх зумовили, а також кристалізації на їхній основі провідних світових фінансових центрів [7; 8; 21]. У низці праць [17; 19; 20] наголошується, що модель функціонування організаторів торгівлі цінними паперами докорінно змінилася: якщо з моменту зародження біржі де-факто виступали неприбутковими структурами, єдиною метою яких було забезпечення комфортних умов для укладання та виконання угод учасниками ринку, то нині — це класичні фірми, що прагнуть максимізувати вигоди своїх інвесторів.

Окремої уваги заслуговують дослідження українського біржового ринку, чие відставання у розвитку від найближчих конкурентів важко не помітити. Так, І. Рекуненко, виокремлюючи головні чинники, які гальмують розвиток вітчизняного організованого ринку цінних паперів, вказує на винятково великий вплив тіньового сектору економіки [9]. К. Калинець, розглянувши низку індикаторів ефективності національного біржового ринку, наголошує на недостатній прозорості біржових операцій та відсутності національної стратегії розвитку фондових бірж [6]. Чимало вітчизняних науковців, серед яких Н. Рощина, В. Товмосян та Д. Посудієвський, поділяють точку зору, що повноцінне функціонування українського ринку цінних паперів неможливе без консолідації та модернізації організаторів біржової торгівлі [15]. Генезис вітчизняного біржового ринку з позицій як забезпечення загальнонаціональних потреб, так і через призму стратегії одного з його учасників — предмет дослідження С. Шишкова [18].

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Розмаїття публікацій із зазначеної проблематики в цілому дозволяє заповнити чимало прогалин у наукових уявленнях про біржові механізми координації ринку цінних паперів. Однак чимало аспектів все ще потребують прискількившої уваги. Якщо йдеться про український фондовий ринок, то чи не найважливішим бачиться питання ефективності бірж як базового елемента його інфраструктури в умовах технологічних, геополітичних та інституційних зрушень. Пропонована стат-

тя є спробою оцінки ефективності організаторів торгівлі цінними паперами у двох площинах: як інститутів координації ринку, діяльність яких позначається на інших економічних суб'єктах і, що особливо важливо, на економіці загалом (макрорівень); як суб'єктів господарювання, організаційна форма яких диктує переслідування особистого інтересу (мікрорівень).

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Аналіз макроефективності фондових бірж можна здійснити, дослідивши, якою мірою ті виконують свої основоположні функції, а саме: забезпечення доступу емітентів до менш лімітованих, порівняно із класичним кредитом, фінансових ресурсів; перерозподіл останніх на користь ефективніших корпорацій та підтримання високого рівня ліквідності фінансових активів. Реалізація вітчизняними фондовими майданчиками першої ж із перелічених функцій викликає обґрунтовані сумніви. Адже розміри українського організованого фондового ринку — досить малі: після пікового 2014 року, коли обсяги торгівлі цінними паперами сягли майже 40% ВВП, вони невпинно знижувалися склавши лише 7,67% ВВП у 2019 році (табл. 1). Водночас організована торгівля фінансовими активами значно поступалася позабіржовому обігу, перебираючи на себе у кращому разі трохи більше 25% угод аж до 2017 року, коли різке скорочення "вуличного" ринку дозволило встановити певний паритет.

Очевидно також, що ринок, який неспроможний забезпечити масштабну торгівлю активами, нездатний запропонувати емітентам і належне зростання капіталізації. Звісно, не йдеться про негайний вихід у світові ці бодай регіональні лідери за цим критерієм. Досягнути рівня гігантів світового біржового ринку, як наприклад Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE) з капіталізацією понад 20 трлн дол. США та часткою майже 27% показника, досягнутого членами Світової федерації бірж (WFE) у 2019 році, було б складно і потужнішим, не обтяженим війною економікам.

Однак, українські організатори торгівлі цінними паперами відстають і від аналогічних інститутів країн із постплановою економікою. Як впливає із звітності WFE, Українська біржа за середньорічним рівнем капіталізації у 2019 році (0,005% рівня Нью-Йоркської фондової біржі) кількаразово поступалася Будапештській, Бухарестській (по 0,03%), Варшавській (0,18%) та Загребській (0,02%) фондовим біржам, у кращому разі в окремі періоди досягаючи результату приблизно зіставного із фондовою біржею Словенії [22]. Щоправда, слід зауважити, що Українська біржа, будучи членом WFE, за підсумками 2019 року посіла лише третє місце за обсягами торгів, поступившись біржі "Перспектива" (61,11%) та ПФТС (37,63%) — 1,26% загального обсягу. Якщо ж взяти до уваги здобутки січня — червня 2020 року, то її частка взагалі — мізерна (0,29%) [1; 4]. Тож порівняння може видатися некоректним, але, беручи до уваги те, що основу біржових списків складає вузьке коло активів, власне капіталізація бачиться цілком зіставною. Тому, із певними застереженнями, можна

Таблиця 1. Динаміка та структура біржової торгівлі цінними паперами в Україні

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Обсяги торгів на організаторах торгівлі в цілому (млрд грн)	463,43	619,7	286,21	235,41	205,79	260,87	304,97
У % щодо ВВП	31,63	39,05	14,39	9,87	6,9	7,33	7,67
Частка фондових бірж у загальному обсязі торгівлі цінними паперами (%)	27,63	26,57	13,17	11,06	43,91	44,17	...
В тому числі за організаторами торгівлі (% ВВП)							
ПАТ "Фондова біржа "Перспектива"	21,27	30,91	11,08	5,7	4,27	3,58	4,69
ПАТ "Фондова біржа ПФТС"	7,52	6,04	2,67	3,93	2,16	3,16	2,89
ПАТ "Українська біржа"	0,74	0,54	0,34	0,15	0,45	0,59	0,1
ПрАТ "Київська міжнародна фондова біржа" (КМФБ)	0,8	0,63	0,18	0,07	0,0	—	—
ПрАТ "Фондова біржа "Універсальна"	0,89	0,8	0,03	0,01	0,01	—	—
ПАТ "Східно-Європейська фондова біржа" (СЄФБ)	0,07	0,08	0,07	0,0	—	—	—
ПрАТ "Українська міжбанківська валютна біржа" (УМВБ)	0,0	0,02	0,01	0,0	0,0	0,0	0,0
ПрАТ "Українська фондова біржа" (УФБ)	0,23	0,03	0,02	0,0	0,0	—	0,0
ПрАТ "Фондова біржа "Іннекс"	0,02	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
ПрАТ "Українська міжнародна фондова біржа" (УМФБ)	0,08	0,01	0,0	—	—	—	—

Примітка: Для забезпечення порівнянності за основу розрахунків взято ВВП без урахування окупованих територій.

Джерело: розраховано за даними: [1; 2; 4].

стверджувати, що залучення додаткових фінансових ресурсів для розвитку шляхом емісії акцій в українських умовах ледве чи виправдане.

Вочевидь, причина цього — не лише недоопрацювання самих організаторів торгівлі, але й специфіка вітчизняного інституційного середовища. Серед іншого йдеться про помітно низьку схильність вітчизняних корпорацій до розміщення титулів власності на внутрішньому ринку, зумовлену низкою як об'єктивних, так і суб'єктивних обставин. Найперше в умовах далекої від ідеалу системи права, і передусім судочинства, ризики втрати майна емітента у разі залучення недобросовісних інвесторів непропорційно зростають. Відтак, якщо йдеться про додаткову емісію акцій, то значно привабливішою видається іноземна юрисдикція із потужним захистом прав власності. Крім того, якщо навіть вдається забезпечити свої права у рамках чинного українського правового простору, мажоритарний власник бізнесу може нехтувати перспективами залучення додаткових коштів на відкритому ринку, не бажаючи розмивати свою частку в акціонерному капіталі. Відповідно, на акції у загальному обсязі торгів на організованому ринку припадає мізерна частка. Якщо у 2010—2011 рр. операції із акціями посідали близько 30%, то у 2012—2013 рр. — трохи менше 10%, а 2019 р. — лише 0,12%. В той час як частка торгівлі державними облігаціями впродовж 2010—2019 рр. зросла більш як вдвічі — із 46,36% до 96,81% [4]. У січні — червні 2020 року на облігації внутрішньої державної позики України припадало 98,75% загального обсягу біржових контрактів [1].

Водночас пояснити пропорції організованого ринку виключно страхом поглинання чи небажанням ділитися правом контролю з боку поточних власників корпорацій не вдається. Адже слід брати до уваги й готовність сторони попиту запропонувати адекватну ціну за пропоновані емітентами активи. Хоча фінансово-інвестиційний потенціал українських домогосподарств та фінансових інститутів традиційно вважається значним (за мірками національної економіки), кількість суб'єктів, схильних брати на себе додаткові ризики, як випливає із підсумків біржової діяльності, не така уже й велика. Тому навіть сегмент корпоративних боргових зобов'язань, рівень ризикованості яких, очевидно, менший за потенційні втрати від інвестування у титули власності,

помітно відстає у розвитку. Якщо у кращі (2011—2013) роки частка операцій з облігаціями підприємств на вітчизняних фондових біржах сягала близько 10%, то вже у 2017 році — 2,97%, а у 2019 році навіть впала до 2,87% [4]. З наведених вище параметрів випливає, що чи не єдиним емітентом, хто отримує суттєву вигоду від функціонування українських фондових бірж виступає держава.

Слід звернути увагу також на те, що наведені вище параметри стосуються торгівлі цінними паперами як на первинному, так і вторинному ринках. Однак домінантність останнього є безсумнівною: його частка із 96,85% у 2013 році послідовно (не беручи ледь помітного зниження у 2018 році) зростала аж до досягнення позначки 98,93% у 2019 році. За підсумками січня — червня 2020 року частка первинного сегмента організованого ринку цінних паперів узагалі виявилася меншою за 0,1%. Інакше кажучи фондові біржі України є радше місцем перепродажу раніше емітованих активів, аніж інститутом спрощення залучення фінансового капіталу. Відтак вкрай низькою є їхня спроможність виконувати перерозподільчу функцію: вторинний ринок, звісно, може виявити переоцінені компанії, але врешті передбачає лише перетікання коштів, отриманих від продажу активів аутсайдерів до власників титулів власності чи боргових зобов'язань емітентів-лідерів, але не до самих емітентів. Тож ключовою функцією вітчизняних організаторів торгівлі цінними паперами мало б залишатися підтримання ліквідності фінансових інструментів. Однак і в цьому випадку результативність важко назвати високою.

На цю думку, настановує вивчення динаміки коефіцієнта варіації середньомісячних обсягів біржових торгів цінними паперами. Високі його значення найчастіше вказують на те, що фондовий майданчик впродовж року лише в поодиноких випадках активно використовується для купівлі-продажу активів, тоді як здебільшого ігнорується учасниками ринку. Умовно можна стверджувати, що такі організатори торгівлі забезпечують "ліквідність на вимогу" для вузького кола зацікавлених сторін, але аж ніяк не є осередками неперервного підтримання ліквідності.

Аналізований показник для організованого ринку цінних паперів України із позначки 0,58 у 2014 році (для

Таблиця 2. Фінансово-економічні результати функціонування фондових бірж в Україні у 2017–2019 рр.

Фондова біржа	Рентабельність (%) власного капіталу	Рівень зношення основних засобів (на кінець періоду) (%)	Відношення обсягів торгівлі цінними паперами до	
			середньої вартості активів	операційних витрат
2017 рік				
Перспектива	0,083	98,75	2385,13	56955,75
ПФТС	1,533	69,35	1168,88	5009,17
Українська біржа	-9,722	81,24	313,33	1157,62
КМФБ	0,428	95,27	2,52	82,0
УМВБ	-0,587	49,02	0	0
УФБ	-3,932	11,83	0,07	0,36
Іннекс	1,966	98,85	9,53	156,37
2018 рік				
Перспектива	0,09	99,38	2515,96	53207,26
ПФТС	3,184	65,49	2003,94	7639,75
Українська біржа	-7,141	90,42	569,82	1876,26
КМФБ	-2,649	94,56	-	-
УМВБ	-0,061	50,95	0,31	6,0
УФБ	1,265	12,53	-	-
Іннекс	0,279	0,0	0,03	0,52
2019 рік				
Перспектива	0,009	99,38	3660,39	92167,77
ПФТС	-11,97	53,69	2367,05	10526,32
Українська біржа	-36,615	95,39	171,37	596,21
КМФБ	-2,504	94,56	0	0
УМВБ	-1,185	52,77	0,04	0,63
УФБ	-1,552	45,39	0	0
Іннекс (9 місяців)	-2,701	19,35	0	0

Джерело: розраховано за даними: [3; 5; 10–14; 16].

останнього передвоєнного року — 0,3) поступово знижувався (із розривом у 2017 році) і досяг значення 0,17. Інакше кажучи стандартне відхилення складало менш як 20% середньомісячних обсягів торгівлі цінними паперами. Не в останню чергу це зумовлено вилученням із ринку активів емітентів, результатів діяльності яких не відповідають біржовим вимогам. Втім, набагато важливішим є факт різких відхилень коефіцієнтів варіації для окремих бірж від середньоринкового. Так, попри високе значення для ринку в цілому у 2014 році, окремі біржі демонстрували ще ширший діапазон коливань: УМВБ — 3,43, СЕФБ — 1,87, УФБ — 1,51, Іннекс — 1,41, ПФБ — 1,04, УМФБ — 1,91. Для окремих фондових майданчиків, як-от УМВБ, такий результат не є чимось несподіваним з огляду на універсальний характер біржі. Однак для більшості — це сигнал про проблематичність виконання функції ліквідності, що не в останню чергу спонукало частину згаданих бірж до виходу із галузі. Щоправда і після цього окремим організаторам торгівлі властивий широкий діапазон варіювання торгів: у 2019 році коефіцієнт варіації для УМВБ склав 0,73, а Української біржі — 1,7, навпаки 0,26 для ПФТС та 0,2 — біржі "Перспектива". У першому ж півріччі 2020 року відповідні значення для усіх бірж лише зросли [1; 4].

Прикметно також, що рівень варіативності торгів для біржового ринку загалом істотно різниться за групами фінансових інструментів. Зокрема, для акцій вітчизняних емітентів у 2019 році він склав 0,83 (для порівняння у 2014 році — 0,61), облігацій підприємств — 0,81 (0,42), інвестиційних сертифікатів — 1,41 (0,79). Натомість, зважаючи на зростання ваги державних боргових зобов'язань на вітчизняному ринку цінних паперів, відбувається зближення параметра для сегменту ОВДП та ринку в цілому — 0,15 та 0,64 відповідно. Інакше кажучи, фінансовий інвестор може бути певний у тому, що зможе продати чи купити фінансовий актив будь-коли, але лише в тому разі, якщо оперує інструментами

державного боргу. В цьому контексті також доречно згадати інформацію, наведену у звіті Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) за 2016 рік. Впродовж зазначеного року лише два фінансових активи регулярно торгувалися впродовж 249 торговельних днів, тобто для них коефіцієнт регулярності становив 100%. Натомість жодного дня не торгувалися 1489 активів (з них — 838 акцій, 111 облігацій підприємств, 224 державних облігацій) із 1844 офіційно оголошених як такі, що перебувають в обігу на фондових біржах, цінних паперів [4]. У наступних звітах подібна інформація не оприлюднювалася, що утруднює порівняльний аналіз.

Підсумовуючи першу частину дослідження можна висновувати, що макроефективність фондових бірж України, попри структурні трансформації, яких зазнав ринок, була та залишається невисокою. Але в такому разі виникають підстави припускати, що вітчизняні організатори торгівлі цінними паперами є успішнішими власне як бізнес-структури. Адже, як зазначають експерти, націлення на суспільний інтерес найчастіше негативно позначається на ефективності (власне, комерційній) організацій ринкової інфраструктури [20, р. 2]. Якщо справедливим є і обернене твердження, то переслідування виключно особистого інтересу (на шкоду суспільному), мало б перетворити лідерів ринку на мегаприбутковий бізнес. Справді, за останній час кількість організованих майданчиків торгівлі цінними паперами значно зменшилася: у першому півріччі 2020 року купівля та продаж фінансових активів здійснювалася лише на чотирьох організованих ринках, тоді як у 2013 році — десятих. Тож може скластися враження, що внаслідок жорсткої конкуренції залишилися лише найефективніші суб'єкти ринку, котрі потенційно спроможні забезпечити власникам високі фінансові результати, вдаючись до обмеження конкуренції.

Однак насправді фінансові успіхи навіть лідерів ринку далекі від сподіваних, попри загалом прийнятну динаміку співвідношень "обсяги торгів — активи" та "обсяги торгів — операційні витрати" (табл. 2). Як фондові біржі-лідери — ПФТС та "Перспектива", так і аутсайди — Українська біржа та біржі, які не здійснювали торгівлю цінними паперами, продовжуючи функціонувати як продуценти суміжних послуг, за підсумками 2019 року (біржа "Іннекс" — дев'ять місяців) зафіксували збитки чи прибутковості на рівні, близькому до нуля. Зазначені результати можна було б вважати закономірними, зважаючи на вже згадуване вище звуження біржового ринку порівняно із 2013–2014 рр. Однак у 2018–2020 рр. номінальна вартість укладених на фондових біржах контрактів зростала (на 26,76 та 16,9% відповідно). Крім того, як з'ясовано вище, з ринку де-факто пішли кілька бірж, тож загострення конкуренції, викликане нетривалим звуженням сектору, компенсувалося концентрацією торгів учасниками, що залишилися. Врешті, навіть у довоєнному 2013 році рентабельність власного капіталу фондових бірж України залишала бажати кращого: більш як 2% прибутковості досягали ПФТС (23,78% ринку), КМФБ (2,54%) та УМФБ (0,26%). Тоді як Українська біржа (2,35%) та УФБ (0,72%) фіксували збитки. Прикметно також, що біржа "Перспектива" — незмінний лідер із 2012 року — жодного разу не досягала рентабельності власного капіталу, вищої за чверть процента.

Звісно, можна було б припустити, що концентрація ринкової влади у секторі організованої торгівлі цінними паперами врешті досягла фінальної стадії, тож лідери ринку у найближчій перспективі отримуватимуть вигоди від ефекту масштабу, залишивши дрібним конкурентам вузькі ніші. Таке припущення має право на існування, але не цілком підтверджується статистични-

Таблиця 3. Частки фондових бірж в окремих сегментах організованої торгівлі цінними паперами в Україні у 2017–19 рр.

Фондова біржа	Акції	Облігації підприємств	Державні облігації	Інвестиційні сертифікати	Деривативи
2017 рік					
Перспектива	0,23	34,01	65,34	33,97	28,95
ПФТС	62,52	52,15	30,59	1,04	0,00
Українська біржа	34,24	12,59	4,07	64,29	63,12
КМФБ	0,13	1,23	0,00	0,00	0,00
Універсальна	0,00	0,01	0,00	0,00	7,93
УМВБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
УФБ	0,01	0,00	0,00	0,54	0,00
Іннекс	2,88	0,00	0,00	0,15	0,00
2018 рік					
Перспектива	2,46	45,33	49,56	19,29	30,68
ПФТС	30,75	37,24	43,7	79,05	0,0
Українська біржа	63,87	17,43	6,75	1,66	69,32
УМВБ	2,87	0,0	0,0	0,0	0,0
Іннекс	0,04	0,0	0,0	0,0	0,0
2019 рік					
Перспектива	0,24	6,33	62,86	0,00	97,92
ПФТС	76,05 (8,78)	62,88	36,78	99,96	0,00
Українська біржа	23,71 (13,59)	30,79	0,36	0,04	0,00
УМВБ	0,00	0,00	0,00	0,00	2,08

Примітка: Внаслідок заокруглень сума часток може відхилятися від 100%. Для 2019 року у дужках зазначено частку іноземних емітентів у загальному обсязі торгів акціями на біржі.

Джерело: розраховано за даними: [4].

ми даними. Так, у сегменті торгівлі державними облігаціями України сукупні позиції бірж "Перспектива" та ПФТС вже тривалий час залишаються практично неухитними, а структурні зрушення зводяться здебільшого до суперництва між згаданими майданчиками. Лише Українська біржа у 2017–2018 рр. спромоглася помітним чином втрутитися у змагання між лідерами. Натомість ще у 2018 році у сегменті акцій були присутніми п'ять бірж з очевидною домінантою Української біржі та ПФТС (табл. 3). Уже через рік сегмент опанували лише три біржі, причому лідери помінялися місцями, майже відтворивши картину 2017 року. На організованому ринку корпоративних облігацій трійка лідерів залишається незмінною із 2017 року (до цього конкуренція виглядала гострішою через більш-менш успішні спроби КМФБ та, частково, СЕФБ), але без чітко окресленої динаміки і структури. Ринок деривативів — найменш стабільний за структурою: від жорсткого суперництва між біржею "Перспектива" (лідер 2014–2015 рр.) та Українською біржею (2016–2018 рр.) до практично повної монополії першої у 2019 році. Що ж стосується ринку інвестиційних сертифікатів, то він може слугувати чудовою ілюстрацією хиткого становища домінантної біржі у сегменті, залежному від решти ринку. Якщо КМБФ переконливо утримувала першу позицію у 2014 та 2016 роках, то "Перспектива" — у 2015 році, Українська біржа — у 2017 році, а ПФТС — 2018–2019 рр.

Підсумовуючи, можна стверджувати, що лідери ринку активно борються за найбільший його сегмент — ринок ОВДП, ситуативно намагаючись заробляти (чи бодай зробити заявку на майбутні заробітки) в інших сегментах. Решта ж учасників ринку присутні радше символічно, оскільки не можуть (не змогли) закріпитися в окремо узятій ніші.

Варто звернути увагу на ще один цікавий аспект функціонування вітчизняних фондових бірж: для більшості з них рівень зношеності основних засобів нині складає від більш як 50% до понад 90%. Безперечно організація торгівлі цінними паперами — досить специфічний вид послуг, тож нематеріальні активи та людські ресурси мають більшу вагу, аніж фізичний капітал. а проте важко сподіватися, що бізнес-єдиниці із зношеними основними засобами справді націлені на тривалу перспективу. До того ж є запитання і щодо моти-

вації праці персоналу фондових бірж. Як можна судити із звітності організаторів торгівлі цінними паперами, річний обсяг витрат на оплату праці одного працівника коливався від 261,35 тис. грн (ПФТС) до 57,7 тис. ("Перспектива"; це навіть менше, аніж у КМФБ — 60 тис. грн). При цьому в середньому за статистичною групою "Фінансова та страхова діяльність" середньорічна оплата праці у 2019 році сягала близько 230 тис. грн. Тобто для персоналу робота на вітчизняній фондовій біржі, ймовірно, не виступала головною формою доходу.

ВИСНОВКИ

Як можна судити із викладеного вище, фондові біржі України наразі неспроможні забезпечити належний рівень ефективності як на макро-, так і мікрорівні. Хоча роль зовнішнього (макроекономічного та інституційного) середовища в цьому разі — чимала, не слід скидати з рахунку й непослідовність та відсутність повноцінних стратегій розвитку самих організаторів торгівлі цінними паперами. Попри те, що їхня результативність безпосередньо залежить від здатності творити та розвивати нові сегменти ринку, а згодом отримувати вигоди від його консолідації, вони продовжують змагання за вже сформований вузький сегмент. Попри деякі структурні зрушення, біржовий обіг цінних паперів все ж залишається надто слабким, що з урахуванням змарнованого вітчизняними фондовими майданчиками часу, ймовірно, унеможливить формування конкурентного бою у локальному європейському вимірі організованого ринку цінних паперів.

Література:

1. Аналітичні дані щодо розвитку фондового ринку. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку: офіц. веб-сайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/news/insights/> (дата звернення: 5.08.2020).
2. Валовий внутрішній продукт (у фактичних цінах). Державна служба статистики України: офіц. веб-сайт. URL: https://ukrstat.org/uk/operativ/operativ2019/vvp/vvp_kv/vvp_kv_u/vvpf_kv2019u.htm (дата звернення: 5.08.2020).
3. Емітенти. Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України: офіц. веб-сайт. URL: <https://smida.gov.ua/db/emitent> (дата звернення: 18.06.2020).

4. Звіти про діяльність. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку: офіц. сайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports/> (дата звернення 18.06.2020).
5. Звітність емітента. Фондова біржа ПФТС: офіц. сайт. URL: <http://www.pfts.ua/stock-exchange-pfts/pfts-publication/pfts-report> (дата звернення 18.06.2020).
6. Калинець К.С. Механізм підвищення ефективності функціонування фондових бірж в Україні: автореф. дис. ... канд. екон. наук: спец. 08.00.08 "Гроші, фінанси і кредит". Університет банківської справи НБУ; Київ, 2010. 22 с.
7. Копилова О.В. Фінансова криза як каталізатор поглинання серед фондових бірж. Економічний аналіз. 2013. Т. 13. С. 71—78.
8. Ліфанова М.І. Ретроспективний аналіз формування міжнародних фінансових центрів. Економіка та держава. 2018. № 7. С. 90—94.
9. Рекуненко І.І. Проблеми розвитку біржової торгівлі на фондовому ринку України. Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія "Економічні науки". 2014. Вип. 7. Ч. 5. С. 68—71.
10. Річні звіти. Фондова біржа "Перспектива": офіц. сайт. URL: <http://fbp.com.ua/AnnualReports.aspx> (дата звернення 18.06.2020).
11. Річні звіти. Київська міжнародна фондова біржа: офіц. сайт. URL: <http://www.kise.com.ua/?zviti.html> (дата звернення 18.06.2020).
12. Розкриття інформації. Українська міжбанківська валютна біржа: офіц. сайт. URL: <https://uicgroup.com/uk/fondovy-j-ry-nok/rozkritya-informatsiyi-prat-umvb/> (дата звернення 18.06.2020).
13. Розкриття інформації. Українська біржа: офіц. сайт. URL: <http://www.ux.ua/s281/> (дата звернення 18.06.2020).
14. Розкриття інформації. Українська фондова біржа: офіц. сайт. URL: <http://ukrse.com.ua/ukrajinska-fondova-birzha/rozkritya-informatsiji> (дата звернення 18.06.2020).
15. Рощина Н.В., Товмоян В.Р., Посудієвський Д.О. Проблеми та перспективи формування фондових бірж в Україні. Інвестиції: практика та досвід. 2015. № 4. С. 30—33.
16. Фінансова звітність. Фондова біржа "Іннекс": офіц. сайт. URL: http://www.innex-group.com/index.php?option=com_content&task=view&id=2025&Itemid=354 (дата звернення 18.06.2020).
17. Шевченко О.М. Аналіз тенденцій розвитку фондових бірж у світі та Україні. Економіка і регіон. 2011. № 4 (31). С. 73—76.
18. Шишков С.Є. Фондові біржі України: випробування кризою. Київ: ВД "Києво-Могилянська академія", 2011. 206 с.
19. Aggarwal R. Demutualization and corporate governance of stock exchanges. Journal of applied corporate finance. 2002. Vol. 15. No. 1. P. 105—113.
20. Lee R. Running the world's markets: The governance of financial infrastructure / Ruben Lee. Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2011. XVII, 450 p.
21. Schmiedel H. Technological development and concentration of stock exchanges in Europe. Bank of Finland Discussion paper. 2001. № 21. P. 1—37.
22. Monthly Reports. The World Federation of Exchanges: official web-site. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (Last accessed 24.07.2020).

References:

1. The official site of the National Securities and Stock Market Commission (2020), "Analytical data on the development of the stock market" available at: <http://www.ssmc.gov.ua/fund/analytics> (Accessed 5 August 2020).
2. The official site of the State Statistics Service of Ukraine (2020), "Gross domestic product (at current

prices)", available at: https://ukrstat.org/uk/operativ/operativ2003/vvp/vvp_kv/vvp_kv_u/arh_vvp_kv.html (Accessed 5 August 2020).

3. The official site of the Stock Market Infrastructure Development Agency of Ukraine (2018), "Issuers", available at: <https://smida.gov.ua/db/emitent> (Accessed 18 June 2020).
4. The official site of the National Securities and Stock Market Commission (2018), "Activity reports", available at: <https://www.nssmc.gov.ua/reports/> (Accessed 18 June 2020).
5. The official site of PFTS Stock Exchange (2018), "Reports of the issuer", available at: <http://www.pfts.ua/stock-exchange-pfts/pfts-publication/pfts-report> (Accessed 18 June 2020).
6. Kalynets, K. S. (2010), "The mechanism of increasing efficiency of Stock Exchange functioning in Ukraine", Ph.D. Thesis, Money, finance and credit, Banking University, Kyiv, Ukraine
7. Kopylova, O.V. (2013), "The financial crisis as an accelerator of stock exchanges acquisitions", Ekonomichnyy analiz, vol. 13, pp. 71—78.
8. Lifanova, M. (2018), "Retrospective analysis of the formation of international financial centers", Ekonomika ta derzhava, vol. 7, pp. 90—94.
9. Rekenenko, I.I. (2014), "The problems of development of exchange trading in the stock market of Ukraine", Scientific Herald of Kherson State University series: Economics Sciences, vol. 7, part 5, pp. 68—71.
10. The official site of Perspektiva Stock Exchange (2018), "Annual reports", available at: <http://fbp.com.ua/AnnualReports.aspx> (Accessed 18 June 2020).
11. The official site of Kyiv International Stock Exchange (2018), "Annual reports", available at: <http://www.kise.com.ua/?zviti.html> (Accessed 18 June 2020).
12. The official site of Ukrainian Interbank Currency Exchange (2018), "Disclosure of information", available at: <https://uicgroup.com/uk/fondovy-j-ry-nok/rozkritya-informatsiyi-prat-umvb> (Accessed 18 June 2020).
13. The official site of Ukrainian Exchange (2018), "Disclosure of information", available at: <http://www.ux.ua/s281/> (Accessed 18 June 2020).
14. The official site of Ukrainian Stock Exchange (2018), "Disclosure of information", available at: <http://ukrse.com.ua/ukrajinska-fondova-birzha/rozkritya-informatsiji> (Accessed 18 June 2020).
15. Roschina, N. Tovmasyan, V. and Posudiiiev's'kyj, D. (2015), "Problems and prospects of stock exchanges forming in Ukraine", Investytsiyi: praktyka ta dosvid, vol. 4, pp. 30—33.
16. The official site of Stock Exchange "Innex" (2018), "Financial Statements", available at: http://www.innex-group.com/index.php?option=com_content&task=view&id=2025&Itemid=354 (Accessed 18 June 2020).
17. Shevchenko, O.M. (2011), "Analysis of trends in the development of stock exchanges in the world and Ukraine", Economics and region, vol. 4 (31), pp. 73—76.
18. Shyshkov, S.Ye (2011), Fondovi birzhi Ukrainy: vyprobuvannia kryzoyu [Stock exchanges in Ukraine: crisis tests], VD "Kyevo-Mohylianska academia", Kyiv, Ukraine
19. Aggarwal, R. (2002), "Demutualization and corporate governance of stock exchanges", Journal of applied corporate finance, vol. 15, no. 1, pp. 105—113.
20. Lee, R. (2011), Running the world's markets: The governance of financial infrastructure, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, United States.
21. Schmiedel, H. (2001), "Technological development and concentration of stock exchanges in Europe", Bank of Finland Discussion paper, vol. 21, pp. 1—37.
22. The official site of the World Federation of Exchanges (2018), "Monthly Reports", available at: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (Accessed 24 June 2020).

Стаття надійшла до редакції 12.08.2020 р.