

## ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В УКРАИНЕ ВО ВТОРОЙ ПОЛОВИНЕ 1990-Х ГОДОВ XX ВЕКА

**Постановка проблемы.** Общеизвестно, что рынок ценных бумаг Украины все еще не вышел фактически из стадии становления и является едва ли не самым неразвитым среди фондовых рынков подавляющего большинства стран мира, в том числе ряда стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), Балтии и России.

Неразвитость украинского фондового рынка характеризуется, прежде всего, несовершенством его инфраструктуры, чрезвычайной расчлененностью и незначительным удельным весом в его общем торговом обороте биржевого рынка ценных бумаг, который практически повсеместно является центральным, системообразующим звеном фондовых рынков. Ничтожной остается роль отечественных фондовых бирж в экономике страны, в процессах инвестирования и роста капитализации предприятий, не говоря уже о других важных функциях, присущих подавляющему большинству фондовых бирж зарубежных стран.

Нельзя сказать, что крайне неудовлетворительное состояние отечественного фондового рынка, прежде всего, его биржевого сегмента, не являлось предметом озабоченности государства и его высших институций. С планами и заданиями по развитию фондового рынка, совершенствованию его инфраструктуры, повышению роли фондовых бирж неоднократно выступали президенты и правительства Украины, соответствующие законопроекты вносились в Верховную раду Украины. С такой же последовательностью и регулярностью подавляющее большинство этих начинаний не оставляли никакого следа в реалиях фондового рынка.

Почему же все эти попытки «реформ сверху» не достигали цели? Почему не состоялся полноценный биржевой рынок? Какие причины обусловили серьезное и все более углубляющееся отставание в развитии отечественного рынка ценных бумаг от фондовых рынков стран — соседей Украины?

Обстоятельный ответ на эти вопросы необходим для выработки эффективных мер по преодолению длящегося уже второе десятилетие неудовлетворительного состояния фондового рынка Украины. В этой связи важное научное и практическое значение может иметь выявление особенностей его формирования, начиная с первых лет становления независимого украинского государства.

**Анализ последних исследований и публикаций.** Проблематика отечественного фондового рынка является постоянным объектом исследований многих украинских ученых и специалистов. При этом подавляющее большинство работ посвящено анализу состояния и нерешенных проблем рынка ценных бумаг в период его становления: с

конца 1990-х — начала 2000-х гг. Однако ни в этих работах, ни в трудах И.Кривов'язюка, В.Ляшенко, А.Махмудова, О.Мендрула, О.Мозгового, В.Оскольского, П.Павленко, В.Павлова, А.Поважного, с большей или меньшей степенью полноты описывающих период формирования фондового рынка в Украине в 90-х гг. прошлого века, не рассматривались причины возникновения присущих ему многих негативных сторон и проблем. В частности, не анализировались правовая основа, на которой создавался биржевой рынок ценных бумаг, причины, по которым не состоялась его централизация. Мало внимания было уделено процессу формирования внебиржевого неорганизованного сегмента фондового рынка в 1990-х гг., его роли в экономике страны. Отсутствовали данные об его объемах и структуре за период вплоть до 1998 г.

**Цель настоящего исследования** состоит в изучении особенностей формирования фондового рынка Украины в период 1990-х гг. с учетом правовой базы и возможностей его государственного регулирования тех времен.

В соответствии с указанной целью были поставлены задачи:

— проанализировать правовую базу формирования фондового рынка, его биржевого и внебиржевого сегментов;

— рассмотреть основные этапы процесса формирования биржевого и внебиржевого неорганизованного сегментов рынка во второй половине 1990-х гг.;

— выявить причины негативных деформаций, произошедших в процессе формирования фондового рынка Украины во второй половине 1990-х гг.

**Основные результаты исследования.** Привлекшие внимание государства злоупотребления в деятельности доверительных обществ в 1993 — 1994 гг. были далеко не первыми и не единственными в череде серьезных проблем, которые сопровождали динамичный рост масштабов формирующегося фондового рынка, особенно его самого крупного сегмента — внебиржевого рынка ценных бумаг. Остро нуждалась в государственном регулировании деятельность многочисленных финансовых посредников, которые «отчитываются только перед Фондом государственного имущества, и то только те, кто получил лицензию на деятельность с приватизационными бумагами» [1]. Не лучшей была ситуация с эмиссионной деятельностью предприятий-эмитентов ценных бумаг. Принятия серьезных мер требовала сфера их обращения.

Первой попыткой комплексного подхода к решению всех этих проблем явилось принятое в августе 1994 г. Постановление Кабмина «О мерах по государственному ре-

Таблица 1

**Стоимостная структура выпущенных ценных бумаг  
в период с 1992 по 2000 г. (по данным Госкомстата Украины),%**

Вид ценных бумаг	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
В том числе:										
Акции	35,8	0,4	6,9	12,4	38,9	55,2	72,3	68,5	62,8	66,3
Облигации	34,2	64,0	51,1	0,6	3,2	12,0	10,1	4,7	2,2	1,2
Казначейские обязательства	10,8	26,5	21,4	0,0	2,6	1,5	0,2	0,0	0,0	0,0
Сберегательные сертификаты	8,3	8,9	11,0	24,5	14,5	5,6	1,1	1,1	2,7	1,4
Векселя	0,0	0,0	0,5	57,0	27,6	15,3	11,0	21,5	28,5	28,1
Прочие	10,9	0,2	9,1	5,5	13,2	10,4	5,3	4,2	3,8	3,0

гулированию и контролю за рынком ценных бумаг», которым было утверждено «Временное положение о Комиссии по ценным бумагам Кабинета Министров Украины» [2]. На этот орган возлагался целый ряд задач по регулированию рынка, прежде всего по «формированию государственной политики в области регулирования выпуска и оборота ценных бумаг» и «координации деятельности министерств, ведомств, местных органов государственной исполнительной власти по реализации государственной политики в области функционирования и развития рынка ценных бумаг». Комиссию должен был возглавить Министр финансов [3]. Этим же Постановлением предусматривалась разработка проекта Закона о государственном регулировании рынка ценных бумаг, который должен был наделить Комиссию статусом самостоятельного органа и быть представлен Кабмину до 1 января 1995 г. Кроме того, в составе центрального аппарата Министерства финансов должно было быть образовано Управление ценных бумаг и финансовых рынков [2].

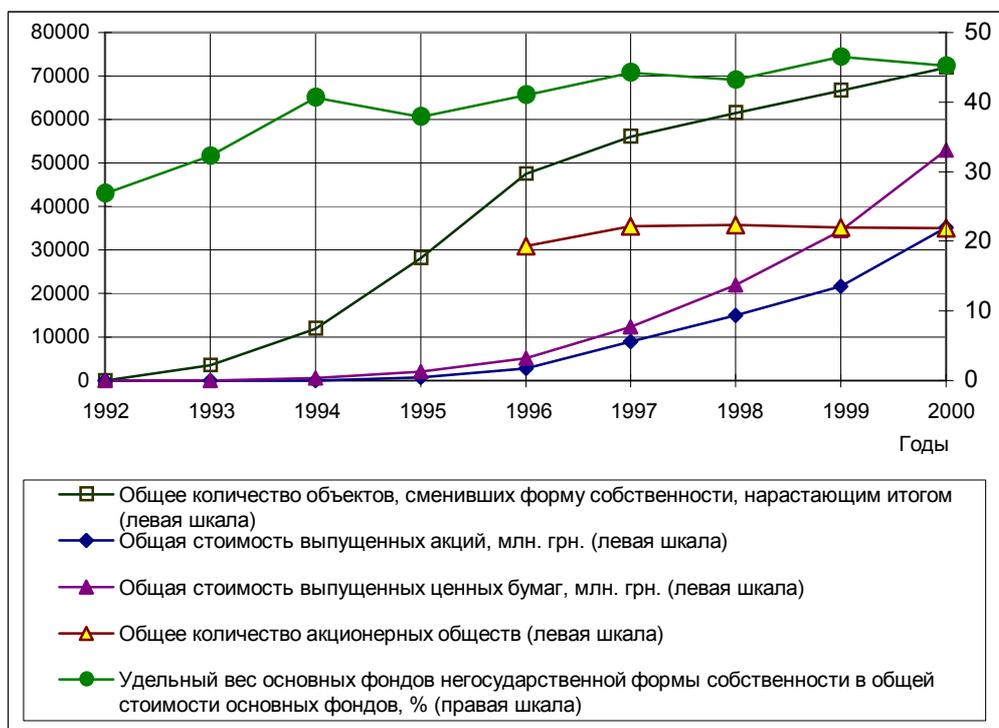
Однако как и с мерами в отношении доверительных обществ, процесс реализации указанного Постановления Кабмина затянулся. Спустя год после его принятия был подписан Указ Президента Украины от 12 июня 1995 г. а № 446/95 «Про Державну Комісію з цінних паперів та фондового ринку», еще через полгода приняты Постановления Кабинета Министров Украины от 30 января 1996 г. №140 «Про заходи щодо розвитку фондового ринку та вдосконалення його державного регулювання» и от 19 февраля 1996 г. «Питання Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку», но только 30 октября 1996 г. Верховная Рада Украины приняла Закон «Про державне регулювання ринку цінних паперів», который определил место ГКЦБФР в системе высших органов государственной власти, ее роль и полномочия в отношении всех участников фондового рынка и их деятельности.

Гораздо более сложными оказались перипетии вокруг создания Национальной депозитарной системы. Еще в мае 1994 г. был подписан Указ Президента Украины «Об электронном обращении ценных бумаг и Национальном депозитарии», который предписывал Кабинету Министров в двухмесячный срок утвердить Положение об электронном обращении ценных бумаг и Национальном депозитарии. Его предполагалось создать на базе Центрального депозитария при УФБ [4]. После длительного периода пре-

одоления разногласий между сторонниками и противниками этой идеи и обсуждения различных вариантов ее осуществления Кабмин совместно с Нацбанком принял Постановление от 25 ноября 1996 г. № 1411 «Про затвердження плану створення у 1996 — 1997 рр. Національної депозитарної системи для цінних паперів», а спустя более года, в декабре 1997 г., Верховная Рада Украины приняла Закон «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні». Однако вплоть до мирового финансового кризиса 2008 — 2009 гг. ряд важных положений этого Закона оставались не до конца воплощенными в жизнь. В частности это касается Национального депозитария и клиринга по сделкам с ценными бумагами. Тем не менее, выход в свет указанных законов и создание ГКЦБФР определили принципиально новую ситуацию на фондовом рынке, который был введен в более или менее развитое правовое поле и поставлен под более или менее эффективный и постоянный контроль государства. Эти важнейшие новации хотя и явно запоздали, но были крайне необходимы.

Начиная с середины 1990-х гг., по мере выхода экономики страны из глубочайшего спада и развертывания процесса «большой» приватизации, фондовый рынок Украины и прежде всего его неорганизованный сегмент приобретал все более значительные масштабы. Основу его роста составляли быстро увеличивавшиеся объемы выпусков ценных бумаг. При этом большая часть среди них (по общей номинальной стоимости) принадлежала акциям (табл. 1).

Понятно, что динамика их объемов, как и объемов ценных бумаг в целом, определялась темпами приватизации. Как видно из рис. 1, в наибольшей степени на общие объемы эмиссий влияли такие показатели, как общее количество объектов, сменивших форму собственности (значения коэффициента парной корреляции соответственно для акций  $r = 0,8227$ , для ценных бумаг в целом  $r = 0,8209$  при критическом снижении  $r_a = 0,6660$  для  $n = 9$  и доверительной вероятности  $\alpha = 0,95$  согласно [5]) и удельный вес основных фондов негосударственной формы собственности в общей стоимости основных фондов (значения  $r = 0,6728$  и  $r = 0,6755$  соответственно). Что же касается такого показателя, как общее количество акционерных обществ, то его влияние на общую стоимость выпущенных акций было незначительным ( $r = 0,5254$ ).



**Рис. 1. Динамика объемов выпущенных ценных бумаг и некоторых показателей, характеризующих темпы приватизации в Украине в 1992 — 2000 гг. (по данным Госкомстата)**

Как видно из табл. 1, второе место после акций занимали долговые ценные бумаги — облигации и векселя. При этом увеличению удельного веса облигаций (по общей номинальной стоимости их выпусков) соответствовало уменьшение удельного веса векселей и наоборот. Поведение этих двух показателей, как и объемов кредитов, выданных банками, в целом определяла ставка банковского процента: при ее высоком уровне (в период 1992 — 1994 гг.) объемы выпуска долговых ценных бумаг и выданных кредитов были минимальными, а при ее снижении (особенно после 1995 г.) — резко возросли. Однако после пика в 1997 г. объемы эмиссий облигаций также резко пошли на убыль на фоне стремительного роста объемов эмиссий векселей (рис. 2). Объясняется это тем, что в условиях значительного сжатия денежной массы, предпринятого Нацбанком для преодоления инфляции, вексель стал широко использоваться в качестве платежного средства (рис. 2 и 3). К тому же он стал и более выгодным по сравнению с облигациями, поскольку требования к их выпуску были значительно ужесточены ГКЦБФР, что привело к увеличению общих затрат предприятий на организацию и обслуживание займов.

В условиях дефицита наличных денег в качестве суррогатного средства платежа были востребованы также сберегательные сертификаты, с помощью которых удавалось «обналичивать» безналичные средства, находившиеся на счетах в банках. Как видно из рис. 4, на объемы эмиссий этого вида финансовых инструментов помимо показателя, характеризующего сужение денежной массы, влиял также уровень кредиторской задолженности.

Необходимо заметить, что данные Госкомстата по выпуску ценных бумаг значительно отличаются от тех, что

содержатся в годовых отчетах ГКЦБФР. Возможно, причина расхождений данных заключается в том, что Комиссия регистрировала не все выпуски ценных бумаг. Но еще более существенное значение имеет то обстоятельство, что структуру выпусков ценных бумаг ГКЦБФР начала систематически раскрывать в своих отчетах только начиная с 1999 года. Эти причины и обусловили использование данных Госкомстата для приведенного выше анализа.

О неполноте и значительном расхождении данных ГКЦБФР с данными Госкомстата Украины можно судить, сопоставив объемы и структуру выпусков ценных бумаг, которые приведены в таблице 2, с показателями в табл. 1.

Недостающие сведения об объемах сделок на фондовом рынке в 1995 и 1996 гг., о структуре его торгового оборота в 1996 — 1998 гг., а также об аналогичных показателях организованного рынка ценных бумаг в эти же годы были восполнены из ряда других источников, а также на основе применения методов математического моделирования.

О том, что уже в 1995 г. масштабы отечественного фондового рынка были значительными, свидетельствует количество обслуживающих его торговцев ценными бумагами, среди которых было, по данным [1], 330 доверительных обществ и 139 инвестиционных фондов и инвестиционных компаний. В 1996 г. общее количество торговцев составило, по данным ГКЦБФР — 704, а в 2000 г. выросло до 839. За период с 1997 по 2000 г. объем сделок с ценными бумагами на фондовом рынке вырос, по данным отчетов ГКЦБФР, с 7,5 до 39,2 млрд. грн. Объем сделок с акциями в 1999 году составил 3,7 млрд. грн. и вырос в 2002 г. до 34,2 млрд. грн. Для сравнения: объем кредитов, выданных банками, что характеризует «мощность»

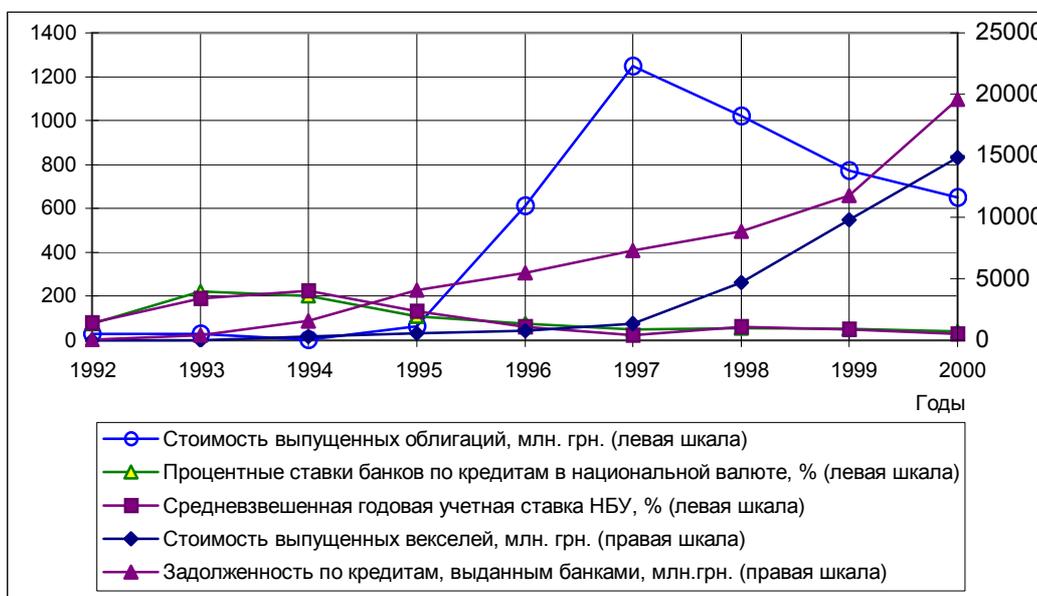


Рис. 2. Динамика объемов выпущенных долговых ценных бумаг, выданных банками кредитов и процентных ставок по ним в 1992 — 2000 гг. (по данным Госкомстата Украины)

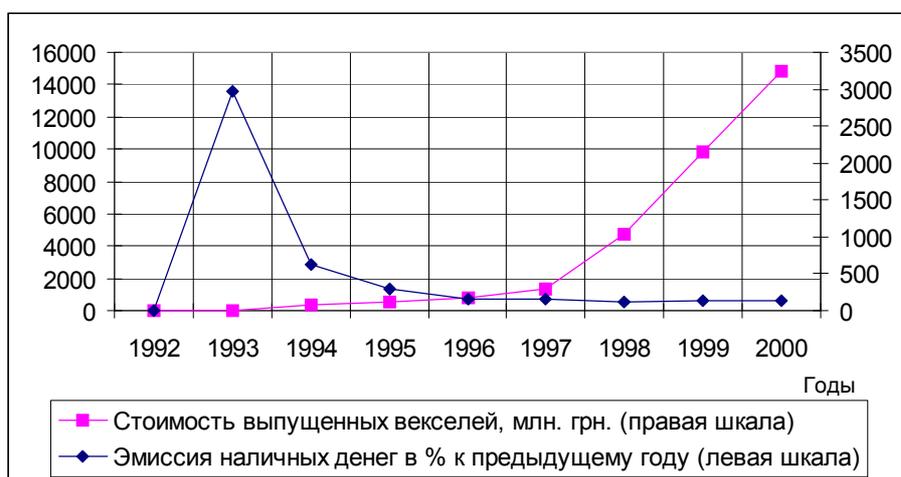
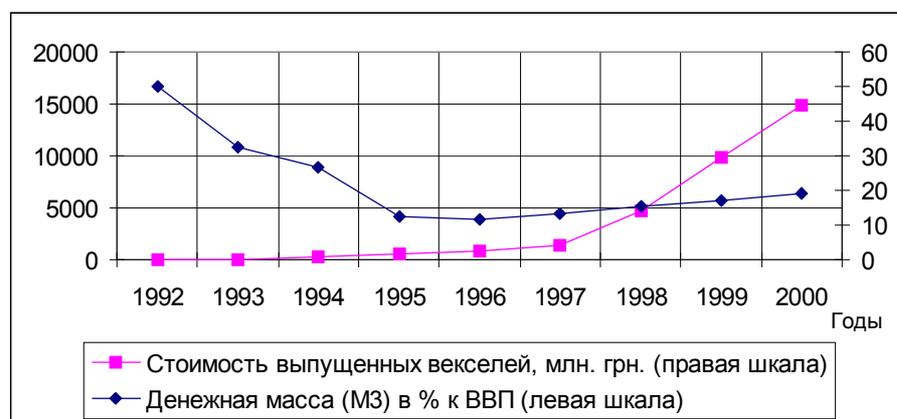


Рис. 3. Влияние показателей, характеризующих сжатие денежной массы, на объемы выпусков векселей в Украине в 1992 — 2000 гг. (по данным Госкомстата)

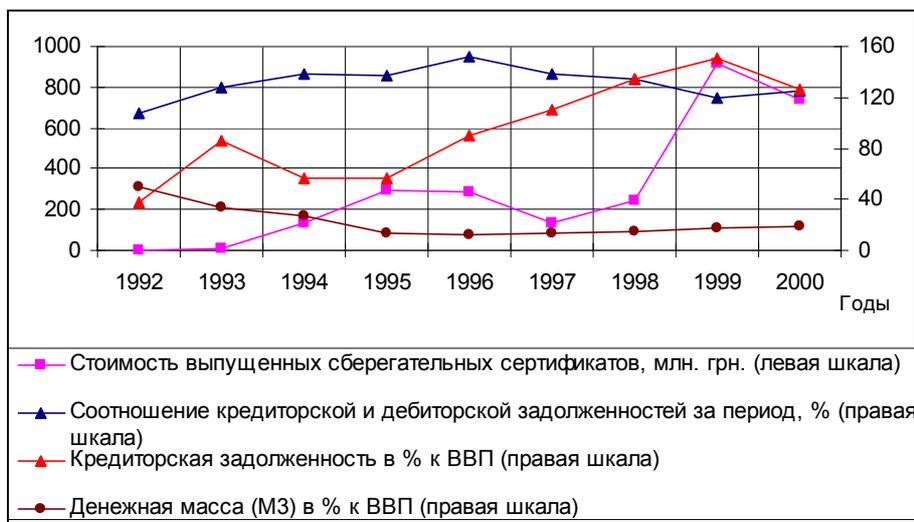


Рис. 4. Динамика объемов эмиссий сберегательных сертификатов и показателей, характеризующих сжатие денежной массы и уровень кредиторской задолженности в 1992 — 2000 гг. (по данным Госкомстата Украины).

Таблица 2

Номинальная стоимость выпусков ценных бумаг, зарегистрированных ГКЦБФР в 1996 — 2000 гг., нарастающим итогом, млн. грн.

Показатель	1996	1997	1998	1999	2000
Всего ценных бумаг	н.д.	н.д.	н.д.	31682	47290
В том числе:					
акции	1820	11260	23100	31021	46515
облигации предприятий	12,8	129,2	137,4	270	340
облигации местных займов	н.д.	н.д.	н.д.	182	182
Инвестиционные сертификаты	н.д.	н.д.	н.д.	209	250

Примечание. Таблица составлена по данным отчетов ГКЦБФР за 1999 и 2000 гг.

Таблица 3

Сводные данные по основным сегментам фондового рынка Украины в 1995 — 2000 гг.

Показатель	1995	1996	1997	1998	1999	2000	
Объем сделок с ценными бумагами, млн. грн.							
	на фондовом рынке	2100,7*	3704,2*	7500,4	10456,3	16789,1	39223,0
	на организованном рынке	5,4(УФБ)	48,2	762,0	522,9	1896,1	2820,2
на неорганизованном рынке	1916,3*	3378,0*	6738,4	9933,4	14893,0	36402,8	
Объем сделок на фондовом рынке в % к ВВП Украины	3,8	4,5	8,0	10,2	12,9	23,1	
Объем сделок на фондовом рынке в % к объему кредитов, выданных банками	51,5	67,9	102,8	117,8	142,4	200,4	
Объем сделок на организованном рынке в % к ВВП	0,01	0,05	0,8	0,5	1,4	1,7	
Объем сделок на организованном рынке в % к объему кредитов, выданных банками	0,1	0,9	10,4	6,0	16,1	14,4	
Организованный рынок в % к объему фондового рынка	0,3(УФБ)	↓ 1,3	↑ 10,2	↓ 5,0	↑ 11,3	↓ 7,2	
Организованный рынок в % к объему неорганизованного рынка	0,3(УФБ)	↓ 1,4	↑ 11,3	↓ 5,3	↑ 12,7	↓ 7,7	

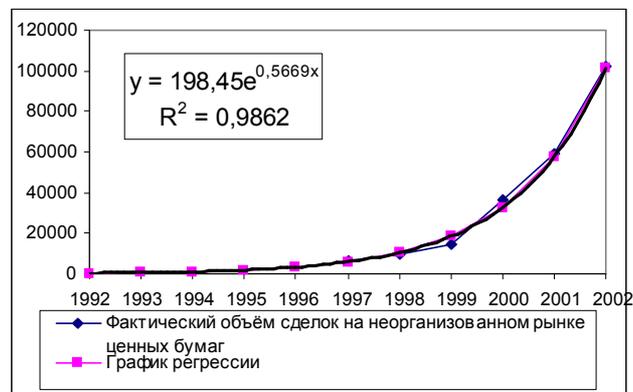
\*Расчетные данные.

Примечание: 1. Таблица составлена по данным отчетов ГКЦБФР за 1996 — 2000 гг., Госкомстата Украины, а также [6, с.55].

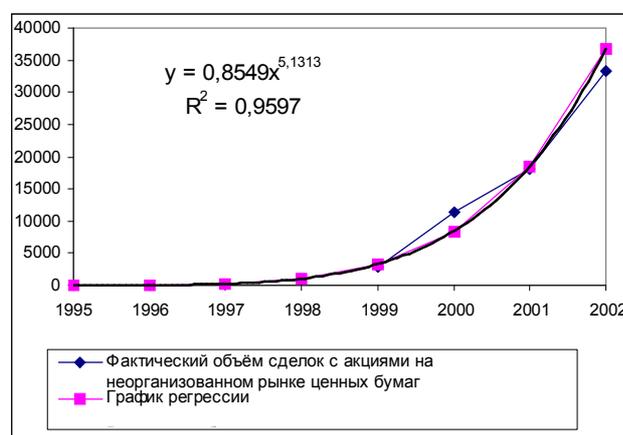
2. Стрелками отмечено движение показателей (увеличение или уменьшение).



а) Среднее относительное отклонение расчетных значений от фактических — 10,5%. Критерий Фишера при доверительной вероятности  $\alpha = 0,95$ : расчетное значение — 1,001956; табличное значение — 5,050338.



б) Среднее относительное отклонение расчетных значений от фактических — 9,2%. Критерий Фишера при доверительной вероятности  $\alpha = 0,95$ : расчетное значение — 1,041105; табличное значение — 5,050338.



в) Среднее относительное отклонение расчетных значений от фактических — 14,7%. Критерий Фишера при доверительной вероятности  $\alpha = 0,95$ : расчетное значение — 0,761705; табличное значение — 0,107798.

**Рис. 5. Регрессионные модели динамики объемов сделок на фондовом рынке (а), неорганизованном рынке ценных бумаг (б) и на неорганизованном рынке акций (в), млн. грн.**

банковской системы Украины, составил, по данным Госкомстата, в 1997 г. 7,3 млрд. грн. и вырос в 2000 г. до 19,6 млрд. грн.

На этом фоне весьма скромными были объемы организованного рынка ценных бумаг. Они выросли, по данным ГКЦБФР, с 48,2 млн. грн. в 1996 г. до 2,8 млрд. грн. в 2000 г. Объем сделок с акциями, наоборот, снизился с 984 млн. грн. в 1999 г. до 936 млн. грн. в 2002 г.

По данным ГКЦБФР о фактических объемах сделок с ценными бумагами за указанные выше периоды были построены с помощью программы регрессионного анализа Microsoft Excel полиномиальная, степенная и экспоненциальная регрессионные модели динамики этих показателей для фондового рынка в целом, его неорганизованного сегмента в целом и рынка акций на нем. Наиболее близкими к динамическим рядам показателей оказались экспоненциальные регрессионные модели, представленные на рис. 5.

Высокие значения коэффициента детерминации  $R^2$  так же, как и превышение табличных значений критерия Фишера при доверительной вероятности  $\alpha = 0,95$  над расчетными, указывают на адекватность выбранных математико-статистических моделей для объемов сделок с

ценными бумагами на фондовом рынке и его неорганизованном сегменте. Несколько хуже обстоит дело с адекватностью модели неорганизованного рынка акций, что объясняется весьма малым количеством точек фактических значений ( $n = 4$ ).

На нисходящих ветвях кривых регрессии были рассчитаны недостающие значения объемов сделок за 1995 — 1996 гг., что позволило воссоздать более или менее достоверную картину динамики основных показателей фондового рынка Украины и его сегментов в период с 1995 по 2000 г. (табл. 3).

Как видно из таблицы, к моменту создания ГКЦБФР фондовый рынок и его неорганизованный сегмент имели уже весомые торговые обороты, в то время как биржевой рынок был ничтожно мал. **Уже тогда сложилось практически полное господство неорганизованного рынка ценных бумаг над организованным.** Торговый оборот фондового рынка в 1995 — 1996 гг. в денежном выражении был сопоставим с объемами кредитов, выданных банками, а, начиная с 1997 г., превосходил этот важнейший показатель банковской системы Украины. Что же касается организованного рынка ценных бумаг,

**Торговый оборот организованного рынка ценных бумаг Украины и его основных сегментов\***  
в 1996 — 2000 гг., млн. грн.

Показатель	1996	1997	1998	1999	2000
Объем торгов на организованном рынке ценных бумаг, всего	48,2	762,0	522,9	1896,1	2820,2
в том числе:					
на фондовых биржах, всего	45,1	411,4	177,5	895,4	1355,0
из них:					
на УФБ	31,6	23,1	50,1	313,4	233,2
на УМВБ	13,2	381,4	76,8	432,6	774,9
на КМФБ	0,1	4,7	27,8	84,6	123,8
на ДФБ	0,2	2,2	22,8	40,7	211,1
на ПФБ	-	-	-	24,1	7,8
на КФБ	-	-	-	-	4,3
в ПФТС	3,1	350,5	338,5	988,5	1463,0
Объем торгов на организованном рынке ценных бумаг:					
на первичном рынке, всего:	12,1	39,6	168,1	432,8	862,7
в т.ч. на фондовых биржах	12,1	38,6	131,3	387,5	755,9
на ПФТС	0,0	1,0	29,9	34,2	106,9
на вторичном рынке, всего:	36,1	722,3	354,8	1463,3	1957,5
в т.ч. на фондовых биржах	33,0	372,8	46,2	508,0	598,9
на ПФТС	3,1	349,5	308,6	954,3	1356,1
Объем торгов на фондовых биржах:					
на первичном рынке:					
на УФБ	11,8	22,0	44,9	97,4	216,5
на УМВБ	0,0	9,9	43,0	212,1	201,0
на КМФБ	0,1	4,6	20,6	31,7	122,3
на ДФБ	0,2	2,2	22,8	40,6	204,5
на ПФБ	-	-	-	5,7	7,2
на КФБ	-	-	-	-	4,2
на вторичном рынке:					
на УФБ	19,8	1,1	5,2	216,0	16,7
на УМВБ	13,2	371,5	33,8	220,5	573,8
на КМФБ	0,0	0,1	7,2	52,9	1,5
на ДФБ	0,0	0,0	0,0	0,1	6,2
на ПФБ	-	-	-	18,4	0,6
на КФБ	-	-	-	-	0,1

\*За исключением Украинского центра сертификатных аукционов (УЦСА) и Южно-украинской торгово-информационной системы (ЮГИС).

Примечание. Таблица составлена по данным отчетов ГКЦБФР за 1996 — 2000 гг., а также [7, с. 9; 8, с. 6; 9, с. 70; 6, с. 71 — 72; 10, с. 63].

то его оборот многократно уступал в денежном выражении указанному показателю. При этом, если объемы сделок на фондовом рынке по отношению к ВВП Украины неуклонно возрастали год от года, то организованный его сегмент отличался неустойчивостью динамики этого показателя. Еще большая неустойчивость наблюдалась в отношении динамики показателей, характеризующих удельный вес организованного рынка в объемах фондового рынка и его неорганизованного сегмента. Резкое снижение значений этих показателей произошло в 1998 и 2000 гг., при том, что на рынок вышли, кроме УФБ, УМВБ, КМФБ и ДФБ, зарегистрированные в июле 1998 г. Приднепровская фондовая биржа (ПФБ), в октябре 1999 г. — Крымская фондовая биржа (КФБ) и в феврале 1996 г. — ПФТС. Как видно из представленных в табл. 4 сводных данных по организованному рынку цен-

ных бумаг, если в 1996 г. УФБ являлась абсолютным лидером среди всех фондовых бирж по общему объему торгов, то уже начиная с 1997 г. и до конца рассматриваемого периода она уступила первенство УМВБ.

Можно назвать несколько причин, по которым это произошло. Едва ли не главная из них заключалась в том, что УФБ с самого начала ориентировалась преимущественно на широкое участие в процессах денежной приватизации, не уделяя должного внимания развитию вторичного биржевого рынка ценных бумаг.

И действительно, как видно из табл. 5, на УФБ в основном преобладал первичный рынок, а на УМВБ — вторичный. При этом, хотя первичный рынок как на УФБ, так и на УМВБ формировался в основном за счет сделок с акциями ОАО, их удельный вес в объемах торгового оборота УФБ значительно превышал аналогичный показатель УМВБ.

Таблица 5

**Структура торгового оборота УФБ и УМФБ в 1996 — 2000 гг. на первичном и вторичном рынках по видам финансовых инструментов, в % от объемов торгов на каждой бирже**

Показатель	Первичный рынок					Вторичный рынок				
	1996	1997	1998	1999	2000	1996	1997	1998	1999	2000
Объем сделок на УФБ, всего	37,3	95,2	89,6	31,1	92,8	62,7	4,8	10,4	68,9	7,2
в т.ч. с акциями	37,3	51,1	89,2	29,4	80,5	15,2	4,3	0,4	3,5	6,2
с облигациями	0,0	43,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
с векселями	0,0	0,0	0,0	1,7	12,3	47,5	0,4	10,0	65,4	0,9
Объем сделок на КМФБ, всего	0,0	2,6	56,0	49,0	25,9	100,0	97,4	44,0	51,0	74,1
в т.ч. с акциями	0,0	2,6	56,0	35,1	24,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
с векселями	0,0	0,0	0,0	14,0	1,9	0,0	0,0	0,0	18,5	1,5
с ОВГЗ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	97,4	44,0	32,5	72,5

Примечание. Таблица составлена по данным отчетов ГКЦБФР за 1996-2000 годы, а также [7, с.9; 8, с.6; 9, с.70; 6, с. 71-72].

Таблица 6

**Торговый оборот организованного рынка акций и его основных сегментов\* в 1996-2000 годах, млн. грн.**

Показатель	1996	1997	1998	1999	2000
Объем торгов акциями на организованном рынке, всего	20,0	275,1	345,1	984,1	2128,9
в том числе:					
на фондовых биржах, всего	16,9	29,8	131,3	360,1	732,6
из них:					
на УФБ	16,6	13,0	44,9	103,1	202,3
на УМВБ	0,0	9,9	43,0	151,7	185,9
на КМФБ	0,1	4,7	20,6	41,3	122,4
на ДФБ	0,2	2,2	22,8	40,7	210,5
на ПФБ	-	-	-	23,3	7,2
на КФБ	-	-	-	-	4,2
в т.ч. в ПФТС	3,1	245,3	206,9	611,8	1393,9
Объем торгов акциями на первичном рынке, всего:	12,1	29,5	167,8	367,0	795,9
в т.ч. на фондовых биржах, всего:	12,1	28,5	131,0	321,7	712,0
из них:					
на УФБ	11,8	11,8	44,7	92,0	187,8
на УМВБ	0,0	9,9	43,0	151,7	185,9
на КМФБ	0,1	4,6	20,5	31,7	122,3
на ДФБ	0,2	2,2	22,8	40,6	204,5
на ПФБ	-	-	-	5,7	7,2
на КФБ	-	-	-	-	4,2
в т.ч. в ПФТС	0,0	1,0	29,9	34,2	83,9
Объем торгов акциями на вторичном рынке, всего:	7,9	245,5	177,3	617,1	1333,0
в т.ч. на фондовых биржах, всего:	4,8	1,2	0,3	38,4	20,6
из них:					
на УФБ	4,8	1,1	0,2	11,0	14,5
на УМВБ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
на КМФБ	0,0	0,1	0,1	9,6	0,1
на ДФБ	0,0	0,0	0,0	0,1	6,0
на ПФБ	-	-	-	17,6	0,0
на КФБ	-	-	-	-	0,1
в т.ч. в ПФТС	3,1	244,3	177,0	577,7	1310

\*Без учета УЦСА и ЮТИС.

Примечание. Таблица составлена по данным отчетов ГКЦБФР за 1996 — 2000 гг., а также [7, с. 9; 8, с. 6; 9, с. 70; 6, с. 71 — 72; 10, с. 63].

Единственным исключением явился 1999 г., когда объем торгов акциями на УФБ существенно снизился по сравнению с УМВБ (табл. 6).

Следует иметь в виду, что на первичном рынке УФБ так же, как и УМВБ, торговались принадлежащие государству пакеты акций приватизированных предприятий, которые выставял на продажу Фонд госимущества Украины [6, с. 70 — 71].

С гипертрофированным первичным рынком акций на УФБ контрастировал незначительный по своим объемам и удельному весу вторичный их рынок. Торговый оборот вторичного рынка УФБ в основном формировался за счет векселей. И хотя вторичный рынок акций на УМВБ вообще отсутствовал, а в торговом обороте вторичного рынка преобладали облигации внутреннего государственного займа (см. табл. 5), в целом ситуация была не в пользу УФБ, претендовавшей на ведущую роль на биржевом рынке ценных бумаг.

**Именно отсутствие развитого вторичного рынка делало УФБ вполне заурядной, похожей на только что возникшие остальные отечественные фондовые биржи, с которыми она была вынуждена жестко конкурировать за свою долю на рынке приватизации.**

В свою очередь, неразвитость вторичного рынка на УФБ во многом определялась несовершенством и ограниченными возможностями ее электронной торговой системы, базирующейся на морально устаревшем французском программно-аппаратном комплексе, который в свое время использовался на Парижской фондовой бирже. Эта система была неудобна для брокеров, в частности из-за того, что они были вынуждены заключать сделки только непосредственно в специально оборудованных торговых залах биржи и ее филиалов, причем с акциями лишь нескольких эмитентов. К сожалению, претендуя на роль Центральной и Национальной биржи, руководство УФБ не смогло получить финансовую помощь государства на коренную модернизацию своей электронной торговой системы, которая могла бы обеспечить функционирование полноценного вторичного биржевого рынка ценных бумаг. Не удалось привлечь и иностранные инвестиции для развития биржи. Объективно оценивая последствия крушения планов УФБ, нацеленных на обеспечение ее лидерства на организованном рынке ценных бумаг Украины, можно сделать вывод о том, что, **по существу, неудача УФБ предопределила дальнейшую судьбу отечественного биржевого рынка, постепенно деградировавшего уже в первых годах и окончательно рухнувшего в конце первого десятилетия нового века.**

Сильнейший удар по сложившейся к концу 1990-х гг. группе фондовых бирж, включая УФБ, «оседлавших» рынок приватизации в ущерб вторичному рынку ценных бумаг, нанесло создание внебиржевой торгово-информационной системы (ТИС) ПФТС. Ее проект финансировался Американским агентством международного развития USAID. На эти цели правительство США выделило первоначально 5 млн. долл., но в 1996 г. эта сумма была уменьшена до 2 млн. долл. Проект осуществлялся компанией KPMG Barents Group LLC и предусматривал создание торговой площадки, ориентированной преимущественно на вторичный рынок ценных бумаг. Про-

граммно-аппаратный комплекс ПФТС являлся производным от системы PORTAL американской ассоциации NASDAQ и во взаимодействии с телекоммуникационной сетью X.25 Телепорт обеспечивал широкий диапазон возможностей для организации торговли ценными бумагами в реальном масштабе времени с удаленных рабочих мест по принципу «поставка против платежа» [11, с. 257; 12].

УФБ с ее устаревшей электронной торговой системой и тем более другие фондовые биржи, вообще не обладавшие подобными возможностями, конкурировать с ПФТС не могли. Уже в 1998 г. ПФТС превзошла все фондовые биржи, вместе взятые, по общему объему торгов, в том числе, на вторичном рынке, став абсолютным лидером на нем по объему сделок с акциями (см. табл. 4 и 6). Быстро росла популярность ПФТС среди компаний — торговцев ценными бумагами. Уже в середине 1998 г. членами Ассоциации ПФТС состояли 265 компаний из 17 областей Украины. ПФТС получила и международное признание, когда в мае 1998 г. Украина была включена в систему индексов Международной финансовой корпорации (МФК). Данные для расчета ее индекса IFC Frontier (граничный) основывались на результатах торгов в ПФТС [11, с. 258]. По состоянию на 01.01.2000 г. в Ассоциации ПФТС насчитывалось 250 компаний-членов. В торговом режиме в ПФТС работали 75 компаний — торговцев ценными бумагами. Процедуру листинга прошли 432 предприятия-эмитента [13, с. 245].

Выше указывалось, что из-за неразвитости вторичного рынка акций на УФБ она не смогла создать свой биржевой индекс. Восполнить пробел пытались газета «Финансовая Украина» (L-индекс), АО «Комекс-брок» (КБ — индекс), а также ряд других компаний-участниц внебиржевого рынка ценных бумаг. В мае 1997 г. газета «Бизнес» начала регулярно публиковать фондовый индекс WOOD-15, разработанный компанией Wood & Company. В январе того же года появился индекс KAC-20 компании «Альфа-Капитал», а в июне — индекс ProU-50 инвестиционной компании «Перспектив Инвестментс» [14, с. 193 — 199]. Базы расчета этих индексов были ограничены и не давали представления о рынке в целом. Тем большее значение имело появление в октябре 1997 года фондового индекса ПФТС, который рассчитывался на достаточно обширной базе по итогам регулярных торгов на рынке котировок [15, с. 343].

В период с 1996 по 2000 гг. в торговле ценными бумагами на фондовых биржах и в ПФТС прослеживались две неодинаковые тенденции. В целом доля фондовых бирж в общих объемах организованного рынка ценных бумаг, а также в объемах его первичного и вторичного сегментов нестабильно, но снижалась, а доля ПФТС — росла (табл. 7, пп. 1, 3, 4). Что же касается доли первичного рынка в общих объемах организованного рынка ценных бумаг, фондовых бирж и ПФТС, то значения этих показателей синхронно то возрастали, то снижались. Для наглядности их изменения отмечены стрелками (см. табл. 7, пп. 2, 5, 6). Сопоставление показателей по пунктам 5 и 7 табл. 7 свидетельствует о том, что объемы первичного рынка на фондовых биржах формировались в основном за счет акций, в то время как их влияние на объемы вторичного рынка было незначи-

Таблица 7

**Структура торгового оборота организованного рынка ценных бумаг по основным его сегментам  
в 1996 — 2000 гг., %**

Показатель	1996	1997	1998	1999	2000
1. Доля в общем объеме торгового оборота организованного рынка ценных бумаг:					
фондовых бирж	93,6	54,0	33,9	47,2	48,0
ПФТС	6,4	46,0	64,7	52,1	52,0
2. Доля в общем объеме сделок на организованном рынке ценных бумаг:					
фондовых бирж	↑ 25,1	↓ 5,2	↑ 32,1	↓ 22,8	↑ 30,5
ПФТС	74,9	94,8	67,9	77,2	69,4
3. Доля в общем объеме сделок на первичном организованном рынке:					
фондовых бирж	100,0	97,5	78,1	89,5	87,6
ПФТС	0,0	2,5	17,8	7,9	12,4
4. Доля в общем объеме сделок на вторичном организованном рынке:					
фондовых бирж	91,4	51,6	13,0	34,7	30,6
ПФТС	8,6	48,4	87,0	65,3	69,4
5. Доля в общем объеме торгового оборота фондовых бирж:					
первичного рынка	↑ 26,8	↓ 9,4	↑ 74,0	↓ 43,3	↑ 55,8
вторичного рынка	73,2	90,6	26,0	56,7	44,2
6. Доля в общем объеме сделок в ПФТС:					
первичного рынка	0,0	↓ 0,3	↑ 8,8	↓ 3,5	↑ 7,3
вторичного рынка	100,0	99,7	91,2	96,5	92,7
7. Доля в объеме торгового оборота фондовых бирж сделок с акциями:					
на первичном рынке	↑ 26,8	↓ 6,9	↑ 73,8	↓ 35,9	↑ 52,5
на вторичном рынке	10,6	0,3	0,2	4,3	1,5
8. Доля в общем объеме торгового оборота ПФТС сделок с акциями:					
на первичном рынке	0,0	↓ 0,3	↑ 8,8	↓ 3,5	↑ 5,7
на вторичном рынке	100,0	69,7	52,3	58,4	89,5

Примечания. 1. Таблица составлена по данным, приведенным в табл. 4 и 6.  
2. Стрелками отмечено движение показателей.

тельным. Что же касается ПФТС, то, как можно видеть, сопоставляя пункты 6 и 8 табл. 7, ее первичный рынок целиком, а вторичный — в значительной мере формировались за счет акций. Динамика соответствующих показателей для фондовых бирж и ПФТС по пунктам 5 — 8 табл. 7 также имеет аналогичный циклический характер. Если обратиться к табл. 3, то можно заметить, что динамика доли организованного рынка ценных бумаг в общих объемах фондового рынка и его неорганизованного сегмента также имеют циклический характер, но значения этих показателей находятся как бы в противофазе долям первичного рынка акций в торговых оборотах организованного рынка, фондовых бирж и ПФТС.

Возможное объяснение этого явления заключается в следующем. На первичном организованном рынке, как биржевом, так и внебиржевом, в основном торговались государственные пакеты акций приватизированных пред-

приятий, которые выставял на продажу Фонд госимущества Украины. Этот рынок был преимущественно инсайдерским. Торговцы ценными бумагами, которые обслуживали инсайдеров и представляли на торгах их интересы, имели значительно больший доход по сравнению с тем, что они зарабатывали от операций на вторичном рынке, прежде всего на рынке котировок в ПФТС. Рынок приватизации был более привлекателен по сравнению со вторичным и для торговцев, совершавших коммерческие сделки (за свой счет) на рынке котировок в ПФТС, поскольку приобретенные и сакумулированные пакеты акций ОАО они затем с выгодой могли перепродать инсайдерам. Естественно, что увеличение предложения привлекательных пакетов акций на первичном рынке вызывало отток капитала со вторичного рынка, удельный вес первичного рынка в общем объеме сделок на организованном рынке возрастал, а вторичного рынка — сни-

жался (см. пункт 2 табл. 7). Но поскольку объемы торгового оборота вторичного рынка значительно превышали первичный и фактически формировали торговый оборот всего организованного рынка ценных бумаг, темпы его роста в те годы, когда возрастала доля первичного рынка и падала доля вторичного, снижались по сравнению с темпами роста фондового рынка в целом и его неорганизованного сегмента в частности. Соответственно снижалась доля организованного рынка в объемах их торгового оборота. Противоположное явление наблюдалось, когда спрос на рынке приватизации падал из-за низкой привлекательности выставляемых на продажу пакетов акций и соответственно снижался удельный вес первичного рынка.

Участие в приватизации, ход приватизационных продаж имели неодинаковые последствия для вторичного биржевого и вторичного внебиржевого рынка ПФТС. В ПФТС вторичный рынок акций отличался существенно большей стабильностью, нежели на фондовых биржах, о чем свидетельствует меньший размах колебаний его доли в общем объеме торгового оборота ПФТС по сравнению с аналогичным показателем фондовых бирж (см. пп. 7 и 8 табл. 7). Большая стабильность по сравнению с фондовыми биржами наблюдалась на вторичном рынке ПФТС в целом (см. п. 4 табл. 7), что, несомненно, положительно сказывалось на укреплении позиций этой площадки на организованном рынке ценных бумаг. **Таким образом, с учетом изложенного, правомерным представляется вывод о том, что участие фондовых бирж в процессах приватизации, принося им кратковременный положительный эффект (увеличивались финансовые поступления), в долгосрочном плане ухудшало их положение в конкурентной борьбе с ПФТС и позиции организованного рынка на фондовом рынке Украины в целом.**

О слабости позиций организованного рынка свидетельствует сопоставление структуры его торгового оборота по видам ценных бумаг с неорганизованным рынком в 1999 и 2000 гг.<sup>1</sup>, приведенное в табл. 8.

Организованный рынок в конце 1990-х гг., как и в первой их половине, отличался от неорганизованного значительно меньшим количеством видов обращавшихся финансовых инструментов и их удельным весом в торговом обороте фондового рынка. При этом, если в структуре организованного рынка преобладали акции, то на неорганизованном рынке самую большую долю торгового оборота составляли векселя. Если учесть также доли облигаций и сберегательных сертификатов, то становится очевидным, что **отечественный неорганизованный рынок ценных бумаг функционировал в основном в интересах хозяйствующих субъектов, которые не столько привлекали на нем дополнительные финансовые ресурсы, необходимые для осуществления их деятельности, сколько использовали его инструменты в различных схемах оптимизации налогообложения. Организованный рынок, в отличие от неорганизованного, в основном функционировал в интересах инсайдеров, способствуя концентрации в их руках все большей части бывшей государственной собственности.** Безусловно, такое различие в функциях долж-

но было отразиться на роли этих сегментов фондового рынка в экономике страны.

О тесноте связей фондового рынка и его основных сегментов с процессами, происходившими в экономике Украины в период 1995 — 2000 гг., можно судить, сопоставляя динамику основных индикаторов рынка ценных бумаг и показателей, характеризующих социально-экономическое состояние страны и ее финансовой, в частности банковской, системы. Обычно в качестве индикаторов фондового рынка используют показатель объема сделок с ценными бумагами и биржевой фондовый индекс. Но поскольку ни одна из фондовых бирж не имела такого индекса, а внебиржевая ТИС ПФТС свой индекс начала рассчитывать только в конце 1997 г., использовать этот индикатор не представляется возможным.

Что же касается показателей, характеризующих социально-экономическое состояние Украины и ее банковской системы, то для сопоставления выбраны следующие:

- ВВП и объем промышленной продукции;
- инвестиции в основной капитал;
- розничный товарооборот;
- экспорт товаров и услуг;
- денежные доходы населения;
- денежная масса (МЗ);

средства субъектов хозяйствования и физических лиц в банках;

- процентные ставки банков по кредитам.

Поскольку объемы торгового оборота фондового рынка и его сегментов обычно даются без учета инфляции, для сопоставления с ними используются номинальные значения ВВП и других перечисленных выше социально-экономических показателей.

Если говорить о тесноте связей между социально-экономическими показателями и индикаторами фондового рынка в 1995 — 2000 гг., то имеется в виду ее оценка не столько количественная, сколько качественная, подтверждающая сам факт наличия или отсутствия такой связи. Для этих целей наряду с корреляционным анализом может использоваться сравнительный горизонтальный (трендовый) финансовый анализ динамики, представленной в графической форме. Вместе с тем, следует учитывать, что применение корреляционного анализа из-за явной нелинейности большинства динамических рядов и весьма малого (по шесть значений) данных в статистических выборках по каждому из сопоставляемых показателей, может быть сопряжено со значительной возможной ошибкой.

Представленные на рис. 6 и 7 графики демонстрируют, за немногими исключениями, близкий или совпадающий характер трендов динамики сопоставляемых показателей фондового рынка и его неорганизованного сегмента, социально-экономического развития и банковской системы Украины в 1995 — 2000 гг., что, в свою очередь, свидетельствует о наличии связи между ними.

Этот вывод подтверждается и достаточно высокими значениями коэффициентов корреляции для подавляющего большинства пар сопоставляемых показателей, от  $r = 0,9332$  до  $r = 0,9910$  при критическом значении выбо-

<sup>1</sup> ГКЦБФР до 1999 года данные о структуре торгового оборота фондового рынка не публиковала.

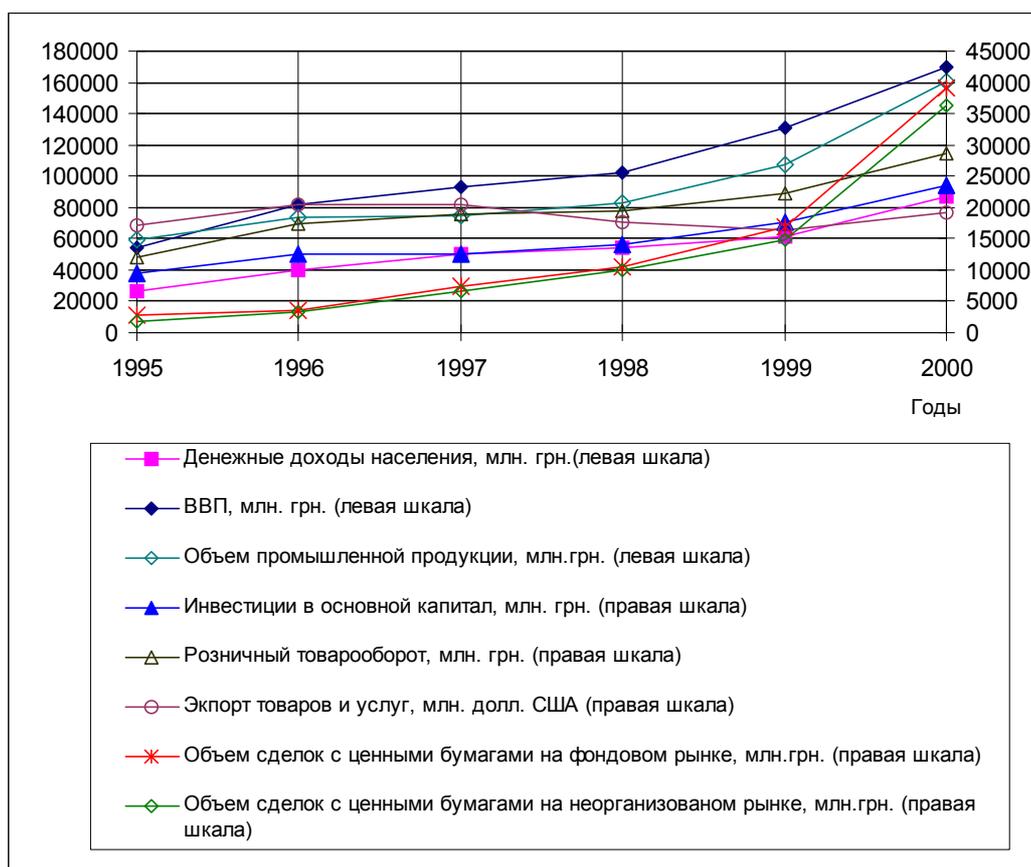
Таблица 8

**Структура торгового оборота организованного и неорганизованного рынков ценных бумаг Украины по видам финансовых инструментов в 1999 и 2000 гг., % к общему объему сделок**

Виды финансовых инструментов	Организованный рынок (ОР)				Неорганизованный рынок (НР)			
	Доля финансового инструмента на ОР		Доля финансового инструмента на ФР*		Доля финансового инструмента на НР		Доля финансового инструмента на ФР*	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
Все виды финансовых инструментов	100	100	11,3	7,3	100	100	88,7	92,7
В том числе:								
акции	51,9	75,5	5,9	5,4	18,5	25,8	16,4	24,0
облигации	0,0	0,1	0,0	0,0	0,4	0,6	0,4	0,6
векселя	37,5	3,8	4,2	0,3	70,1	59,7	62,2	55,4
ОВГЗ	10,6	19,9	1,2	1,4	9,2	5,4	8,1	5,0
депозитные сертификаты	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,0	0,7
сберегательные сертификаты	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	6,8	0,5	6,3
инвестиционные сертификаты	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0	1,0	0,9	0,9
прочие ценные бумаги	0,0	0,7	-	-	-	-	-	-

\*ФР — фондовый рынок в целом.

Примечание. Таблица составлена по данным отчетов ГКЦБФР за 1999 и 2000 гг.



**Рис. 6. Динамика основных социально-экономических показателей и объемных показателей фондового рынка Украины в 1995 — 2000 гг. по данным [18, с. 54 — 57] и табл. 3.**

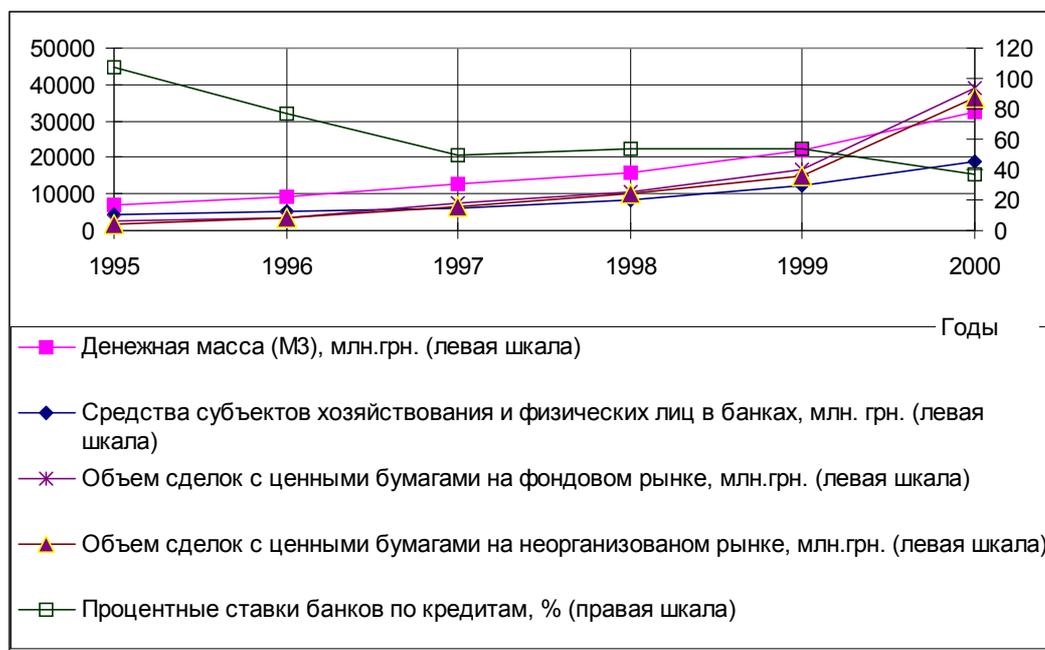


Рис. 7. Динамика некоторых показателей банковской системы и объемных показателей фондового рынка Украины в 1995 — 2000 гг. по данным [18, с. 72] и табл. 3.

рочного коэффициента корреляции  $r_a = 0,811$  для объема выборки  $n = 6$  и доверительной вероятности  $\alpha = 0,95$  [16, с. 608]. В то же время не подтверждена связь объемных показателей фондового рынка и неорганизованного рынка ценных бумаг с объемом экспорта товаров и услуг ( $r = 0,0068$  и  $r = 0,0213$  соответственно), а также с процентными ставками банков по кредитам ( $r = -0,6960$  и  $r = -0,7035$  соответственно). Последнее обстоятельство противоречит практике зарубежных фондовых рынков, согласно которой обычно наблюдается выраженная обратная зависимость между индикаторами фондового рынка и процентными ставками банков по кредитам [17, с. 506].

Аналогичная картина наблюдалась и для объемных показателей организованного рынка ценных бумаг (рис. 8 и 9). Значения парных коэффициентов их корреляции почти со всеми сопоставляемыми показателями находились в диапазоне от 0,9303 до 0,9747. Исключения составили лишь экспорт товаров и услуг ( $r = -0,0990$ ) и процентные ставки банков по кредитам ( $r = -0,7434$ ).

Неожиданной оказалась весьма слабая связь (или ее полное отсутствие) между объемами фондового рынка, его неорганизованным и организованным сегментами и объемами экспорта товаров и услуг. Предполагалось, что более или менее тесная связь между этими показателями должна обуславливаться экспортной ориентацией экономики Украины и присутствием на фондовом рынке, особенно на организованном рынке ценных бумаг, компаний-нерезидентов или представляющих их интересы отечественных торговцев ценными бумагами, внешнеторговые операции которых отмечались еще в 1994 г. [19, с. 21].

Полученные результаты свидетельствуют, что в период с 1995 по 2000 гг. как фондовый рынок в целом и его неорганизованный сегмент в частности, так и организованный рынок ценных бумаг достаточно адекватно ре-

агировали на социально-экономическую ситуацию в стране, процессы рыночных преобразований в ее экономике.

Однако их роль в экономике Украины была существенно различной. Об этом косвенно можно судить, сопоставляя объемные показатели организованного и неорганизованного рынков ценных бумаг с важнейшими показателями социально-экономического состояния и банковской системы страны, перечисленными выше (табл. 9).

**Если неорганизованный сегмент фондового рынка, обслуживая в основном финансовые интересы хозяйствующих субъектов, играл весьма существенную роль в экономике, особенно в период после 1996 г., то роль в ней организованного рынка, обслуживающего главных образцов имущественные интересы инсайдеров, была ничтожно малой, о чем свидетельствуют данные табл. 9.**

Подводя итог всему изложенному, приходится констатировать, что к началу нового века организованный, прежде всего биржевой рынок ценных бумаг Украины оставался слабо развитым, не способным выполнять классические функции в экономике в качестве рынка капитала.

Ни в организационно-технологическом, ни в профессионально-деловом и финансово-экономическом отношении он не был востребован ни предприятиями-эмитентами, ни инвесторами, ни, по большому счету, торговцами ценными бумагами, которые предпочитали подавляющее большинство сделок совершать на неорганизованном рынке. Отечественный организованный рынок акций значительно уступал по большинству показателей биржевым рынкам не только стран Вишеградской группы и Российской Федерации, но и стран Балтии (табл.10).

Все это в значительной мере явилось результатом непродуманной и непоследовательной политики приватизации, ущербности правовой базы фондового рынка и отсутствия систематического его государственного ре-

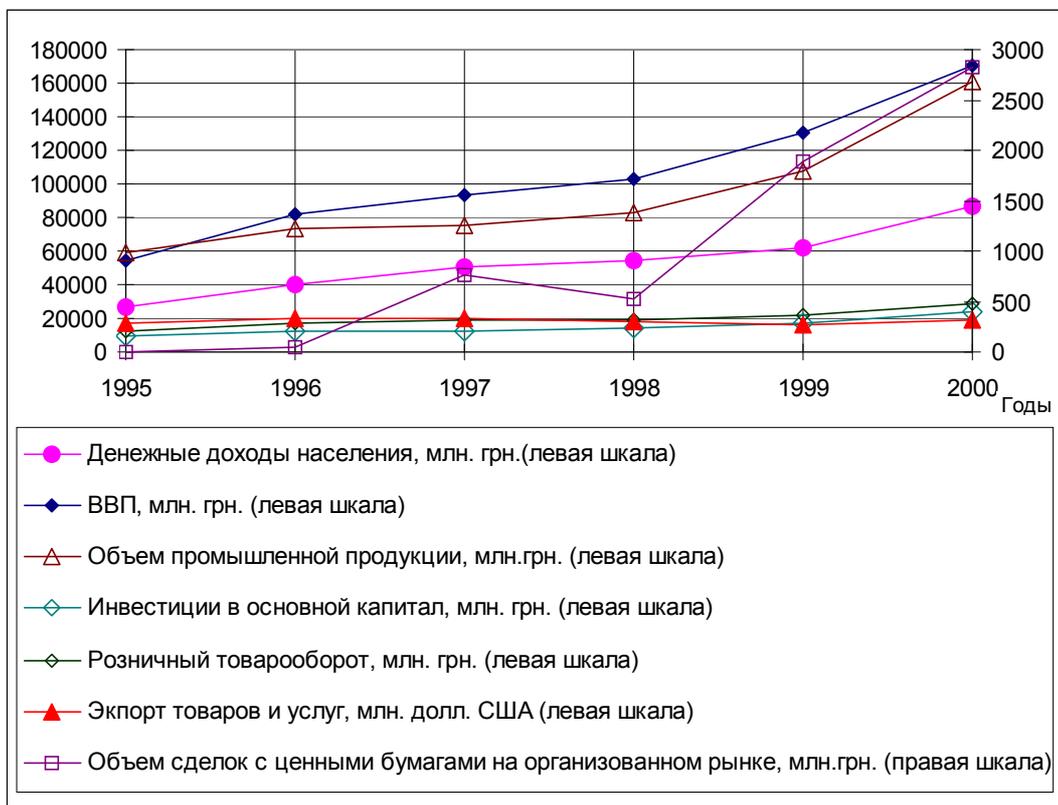


Рис. 8. Динамика основных социально-экономических показателей и объемных показателей организованного рынка ценных бумаг Украины в 1995 — 2000 гг. по данным [18, с. 54 — 57] и табл. 3.

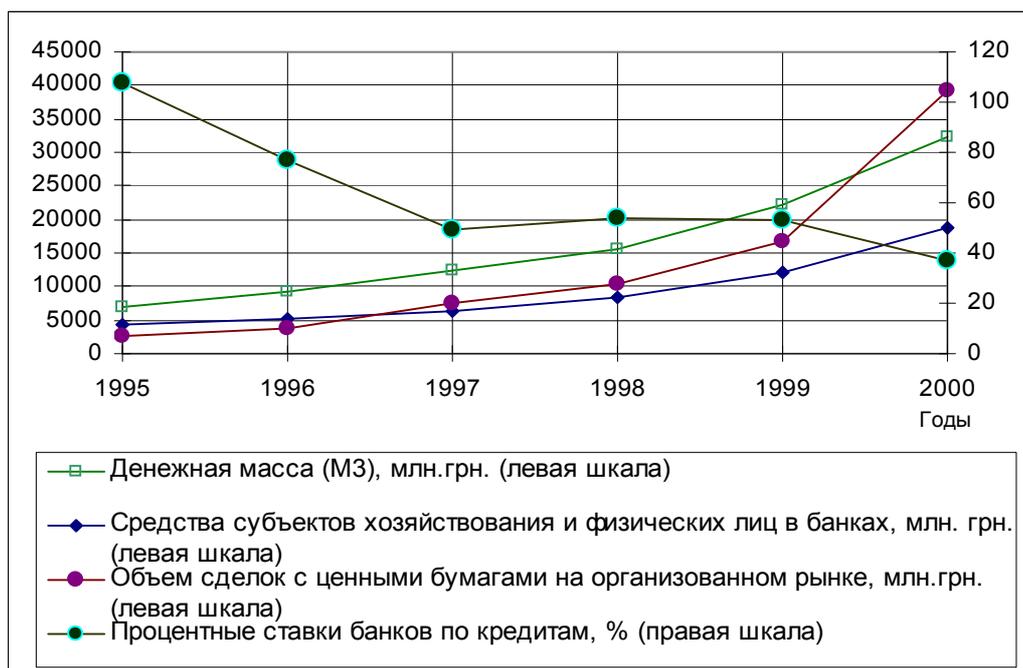


Рис. 9. Динамика некоторых показателей банковской системы и объемных показателей организованного рынка ценных бумаг Украины в 1995 — 2000 гг. по данным [18, с. 72] и табл. 3.

Таблица 9

Сравнение объемов сделок на организованном и неорганизованном рынках ценных бумаг с некоторыми показателями социально-экономического состояния страны и банковской системы Украины в 1999 — 2000 гг., %

Показатель	Организованный рынок						Неорганизованный рынок					
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Объем сделок с ценными бумагами по отношению к:												
ВВП	0,01	0,05	0,8	0,5	1,4	1,7	3,5	4,1	7,2	9,7	11,4	21,4
объему промышленного производства	0,01	0,06	1,0	0,6	1,8	1,8	3,2	4,6	10,0	12,0	13,8	22,6
инвестициям в основной капитал	0,06	0,4	6,1	3,7	10,8	11,9	20,4	26,9	54,3	71,2	84,8	154,1
денежным доходам населения	0,02	0,12	1,5	1,0	3,1	3,2	7,2	8,4	13,4	18,3	24,1	41,9
розничному товарообороту	0,4	0,3	4,0	2,7	8,6	9,8	16,0	19,5	35,6	51,4	67,2	126,6
средствам субъектов хозяйствования и физических лиц в банках	0,1	0,9	10,4	6,0	16,1	14,4	44,7	65,6	106,0	120,1	122,5	194,3
денежной массе (МЗ)	0,08	0,5	6,1	3,3	8,6	8,7	27,6	36,1	53,7	63,2	67,5	112,9

Примечание. Таблица составлена по данным [18, с.54 — 57, 72] и табл. 3.

Таблица 10

Динамика показателей развития рынка акций в Украине в 1997 — 2000 гг.

Показатель	1997	1998	1999	2000
Оборот торговли акциями, млн. долл.	130	93	124	288
Капитализация рынка акций на конец года, млн. долл.	3667	570	878	1881
Торговый оборот рынка акций, в % от капитализации	Н.Д.*	н.д.	н.д.	20,0
Капитализация рынка акций, в % к ВВП	7,4	1,9	4,5	6,0
Количество национальных компаний, чьи акции торговались на фондовых биржах	150	125	125	139

\* н.д. — нет данных

Примечание. Таблица составлена по данным [20, с.787, 793, 818; 21].

гулирования в течение длительного периода времени, а также неадекватных действий создателей Украинской фондовой биржи, которые ради обеспечения скорейшего ее участия в процессах приватизации фактически принесли в жертву долговременные интересы развития отечественного фондового рынка.

#### Выводы

1. Создание в 1995 — 1996 гг. новых фондовых площадок положило конец не только монополии УФБ, но и ее планам по организации под ее эгидой централизованного биржевого рынка ценных бумаг. Главная причина поражения УФБ коренилась в том, что принятый в спешке в 1991г. Закон «О ценных бумагах и фондовой бирже» и его последующие версии не создали правовой основы для централизации биржевого рынка, чем и воспользовались сторонники «многобиржия». В результате Украина получила не имеющий аналогов в мире организован-

ный рынок ценных бумаг, на котором почти с десятков фондовых бирж оперировали на чрезвычайно узком и малоликвидном сегменте фондового рынка.

2. Из-за отсутствия государственной поддержки Межбанковской валютной биржи, лишения ее возможности проводить валютные торги в Украине не состоялся и цивилизованный, полноценный валютный рынок.

3. Взятый УФБ и другими вновь созданными фондовыми биржами курс на преимущественное участие в приватизационных процессах, отсутствие у них развитого вторичного рынка предопределили в конечном счете выигрыш внебиржевой торгово-информационной системы ПФТС в конкурентной борьбе с ними и в целом ухудшили позиции организованного сегмента рынка на фондовом рынке Украины.

4. Отечественный неорганизованный рынок ценных бумаг функционировал в основном в интересах хозяй-

ствующих субъектов, которые не столько привлекали на нем дополнительные финансовые ресурсы для осуществления своей деятельности, сколько использовали его инструменты в различных схемах оптимизации налогообложения. Организованный рынок функционировал в основном в интересах инсайдеров, способствуя концентрации в их руках все большей части бывшей государственной собственности. Эти различия в функциях предопределили, в отличие от организованного, весомую роль неорганизованного рынка в экономике страны.

### Литература

1. **Алексеев А.** Трудовые будни финансовых посредников. Анализ активности посредников в процессе приватизации / А. Алексеев // Финансовая Украина. — 1995. — 5 сентября. — С. 38.
2. **О мерах** по государственному регулированию и контролю за рынком ценных бумаг: Постановление Кабинета Министров Украины от 23 августа 1994 г. №585 // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 1994. — №10. — С. 56.
3. **Временное** положение о Комиссии по ценным бумагам Кабинета Министров Украины: Утверждено Постановлением Кабинета Министров Украины от 23 августа 1994 года № 585 // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 1994. — №10. — С. 56 — 58.
4. **Об электронном** обращении ценных бумаг и Национальном депозитарии: Указ Президента Украины от 25 мая 1994 года № 247/94 // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 1994. — №10. — С. 64.
5. **Кобзарь А.И.** Прикладная математическая статистика. Для инженеров и научных работников / А.И. Кобзарь. — М. : Физмат, 2006. — 816 с.
6. **Оскольский В.В.** Рынок ценных бумаг Украины: взгляд через призму деятельности Украинской фондовой биржи / В.В. Оскольский. — К. : УФБ, 2001. — 216 с.
7. **Риски выше** допустимых // Негоциант. — 1999. — 3 февраля (№4). — С. 9.
8. **Сіржук Р.** Грудневі торги на фондових майданчиках / Р. Сіржук // Цінні папери України. — 1999. — № 1. — С. 6.
9. **Савенко С.** Весенние каникулы / С. Савенко // Бизнес. — 1998. — №17. — С. 70.
10. **Скляр Ю.** Фондовый рынок Украины в 1997 году / Ю. Скляр // Бизнес-Информ. — 1998. — №5. — С. 60 — 66.
11. **Павлов В.І.** Рынок ценных бумаг : курс лекцій / В. І. Паслов, І. В. Кривов'язюк. — Луцьк : Надстир'я, 1999. — 315 с.
12. **Коломиец А.** К вопросу о создании организованного внебиржевого рынка / А. Коломиец, А. Орловский, А. Тищенко // Финансовая Украина. — 1996. — 25 апреля. — С. 23.
13. **Поважний А.С.** Ценные бумаги и фондовый рынок : учебн. пособ. / А. С. Поважний. — Донецк : Изд. «Лебедь», 2000. — 627 с.
14. **Ляшенко В.И.** Фондовые индексы и рейтинги / В. И. Ляшенко. — Донецк : Сталкер, 1998. — 320 с.
15. **Махмудов А.Г.** Инвестиционная политика и управление : монография / А. Г. Махмудов. — Донецк : Донбасс, 2000. — 592 с.
16. **Кобзарь А.И.** Прикладная математическая статистика. Для инженеров и научных работников / А. И. Кобзарь. — М. : Физмат, 2006. — 816 с.
17. **Тьюлз Р.** Фондовый рынок / Р. Тьюлз, Э. Брэдли, Т. Тьюлз. — 6-е изд. — [пер. с англ.]. — М. : Инфра — М, 1997. — 648 с.
18. **Бюлетень** Національного банку України. — 1999. — Грудень (№12).
19. **Барановский А.** Рынок ценных бумаг в Украине / А. Барановский // Финансовая Украина. — 1995. — 22 июня. — С. 20 — 21.
20. **Рубцов Б.Б.** Современные фондовые рынки : учеб. пособ. для вузов. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. — 926 с.
21. **European Bank of Reconstruction and Development.** Annual report 1991 — 2007. Structural Change indicators [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/index.htm>

### Назарчук М. І. Особливості формування фондового ринку в Україні в другій половині 90-х рр. ХХ століття

З метою з'ясування причин серйозних недоліків у функціонуванні фондового ринку України, особливо його біржового сегменту, ретроспективно розглянуто найсуттєвіші моменти в історії його формування в другій половині 90-х років минулого століття. Проаналізовано особливості законодавчо-правової бази та їх вплив на формування біржового ринку цінних паперів. Простежені маловідомі епізоди й наведені відповідні відомості про функціонування неорганізованого позабіржового сегмента ринку. Виявлені суттєві відмінності між біржовим і неорганізованим позабіржовим ринками цінних паперів у характері їх зв'язків із станом економіки країни та господарчими суб'єктами.

*Ключові слова:* фондовий ринок, біржові і позабіржові ринки, цінні папери.

### Назарчук М.И. Особенности формирования фондового рынка в Украине во второй половине 90-х годов ХХ века

В целях выяснения причин серьезных недостатков в функционировании фондового рынка Украины, особенно его биржевого сегмента, ретроспективно рассмотрены наиболее существенные моменты в истории его формирования во второй половине 90-х годов прошлого века. Проанализированы особенности законодательно-правовой базы и их влияние на формирование рынка ценных бумаг. Прослежены малоизвестные эпизоды и приведены соответствующие сведения о функционировании неорганизованного внебиржевого сегмента рынка. Выявлены существенные отличия между биржевым и неорганизованным внебиржевым рынками ценных бумаг в характере их связей с состоянием экономики страны и хозяйствующими субъектами.

*Ключевые слова:* фондовый рынок, биржевые и внебиржевые рынки, ценные бумаги.

### Nazarchuk M.I. Peculiarities of Ukrainian stock market formation in the second half of 90th of XX century

With the purpose of finding out the causes of serious drawbacks in functioning of the Ukrainian stock market, and especially its on-exchange segment, the most significant moments in the history of its creation in the second half of 90th of XX century are retrospectively considered. Peculiarities of a legislative legal base and its influence on the creation of a securities stock market are analyzed. Little known episodes are traced and corresponding information about functioning of an unorganized off-exchange market segment are given. Essential differences between exchange stock market and on-exchange anorganized securities market in a character their connection with condition of economics of the country and economic subjects are founded out.

*Key words:* fund market, exchange and upstairs markets, securities.

Стаття надійшла до редакції 03.07.2009 р.

Прийнято до друку 27.11.2009 р.