

Фінанси, банківська справа та страхування

УДК 336.761: 336.763

**Ковернінська Юлія Вікторівна**

*кандидат економічних наук,*

*доцент кафедри фінансових ринків*

*Університет державної фіскальної служби України*

**Ковернинская Юлия Викторовна**

*кандидат экономических наук,*

*доцент кафедры финансовых рынков*

*Университет государственной фискальной службы Украины*

**Koverninska Yuliia**

*PhD in Economics, Associate Professor*

*University of State Fiscal Service of Ukraine*

*ORCID ID: 0000-0003-3773-1205*

**ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ПЕРВИННОГО  
РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ  
ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ  
ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В УКРАИНЕ  
THEORETICAL PRINCIPLES OF FUNCTIONING OF THE PRIMARY  
MARKET OF SECURITIES IN UKRAINE**

***Анотація.** Статтю присвячено дослідженню теоретичних засад функціонування первинного ринку цінних паперів в Україні. Акцентується увага на актуальності проблематики вивчення теоретичних аспектів функціонування первинного ринку цінних паперів з огляду на відсутність систематизованого представлення в науковій літературі базових характеристик його діяльності та складу. Така ситуація на практиці*

применишує значимість первинного ринку та створює перепони для максимальної реалізації переваг від його функціонування.

Первинний ринок цінних паперів функціонує в тісному тандемі з вторинним ринком, що зумовлено наявністю спільного об'єкта, на який спрямовані економічні відносини, тобто цінних паперів. Відповідно, виникла потреба у здійсненні порівняння первинного та вторинного ринків цінних паперів на підставі чого виділено їх спільні та відмінні риси. Це дало можливість чітко виокремити провідні особливості функціонування первинного ринку.

Здійснено формалізацію взаємозв'язків між ключовими суб'єктами первинного ринку цінних паперів, які, реалізуючи свої функції, підпорядковуються єдиній меті функціонування ринку : організації первинної емісії та розміщення цінних паперів. Особлива увага приділяється характеристиці основних суб'єктів первинного ринку: емітентів, інвесторів, посередників.

Зроблено висновки про те, що первинний ринок цінних паперів відкриває значні можливості у сфері розширеного фінансування господарської діяльності як комерційних установ, так і держави. Дослідження концептуальних засад функціонування первинного ринку цінних паперів в Україні дасть змогу ефективно вирішувати практичні проблеми.

**Ключові слова:** ринок цінних паперів, фондовий ринок, первинний ринок цінних паперів, емітент, андеррайтер, інвестор.

**Анотація.** Стаття посвящена исследованию теоретических основ функционирования первичного рынка ценных бумаг в Украине. Акцентируется внимание на актуальности проблематики изучения теоретических аспектов функционирования первичного рынка ценных бумаг ввиду отсутствия систематизированного представления в научной

литературе базовых характеристик его деятельности и состава. Такая ситуация на практике умаляет значимость первичного рынка и создает препятствия для максимальной реализации преимуществ от его функционирования.

Первичный рынок ценных бумаг функционирует в тесном тандеме с вторичным рынком, что обусловлено наличием общего объекта, на который направлены экономические отношения, то есть ценных бумаг. Соответственно, возникла потребность в осуществлении сравнения первичного и вторичного рынков ценных бумаг, на основании чего выделены их общие и отличительные черты. Это позволило четко выделить ведущие особенности функционирования первичного рынка.

Осуществлена формализация взаимосвязей между ключевыми субъектами первичного рынка ценных бумаг, которые, реализуя свои функции, подчиняются единой цели функционирования рынка: организации первичной эмиссии и размещению ценных бумаг. Особое внимание уделяется характеристике основных субъектов первичного рынка: эмитентов, инвесторов, посредников.

Сделаны выводы о том, что первичный рынок ценных бумаг открывает значительные возможности в сфере расширенного финансирования хозяйственной деятельности как коммерческих учреждений, так и государства. Исследование концептуальных основ функционирования первичного рынка ценных бумаг в Украине позволит эффективно решать практические проблемы.

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг, фондовый рынок, первичный рынок ценных бумаг, эмитент, андеррайтер, инвестор.

**Summary.** The article is devoted to the theoretical bases research of functioning primary securities market in Ukraine. Attention is paid to the issue relevance of studying securities market theoretical aspects, given the lack of a

*systematic presentation of the basic characteristics of its activity and composition in the scientific literature. This situation in practice diminishes the importance of the primary market and creates barriers to maximize the benefits of its operation.*

*The primary securities market operates in close tandem with the secondary market, which is conditioned by the presence of a common object to which the economic relations, ie securities, are directed. Accordingly, there was a need to compare primary and secondary securities markets on the basis of which their common and distinguishing features were distinguished. This made it possible to clearly distinguish the leading features of the primary market.*

*Formalisation of the relationships between the key entities of the primary securities market, which in carrying out their functions, are subordinated to the sole purpose of the functioning of the market: organization of primary issue and placement of securities. Particular attention is paid to the characteristics of the main actors of the primary market: issuers, investors, intermediaries.*

*It is concluded that the primary securities market opens up considerable opportunities in the field of extended financing of economic activity of both commercial institutions and the state. Investigation of conceptual bases of functioning of the primary securities market in Ukraine will allow to solve practical problems effectively.*

**Key words:** *securities market, stock market, primary securities market, issuer, underwriter, investor.*

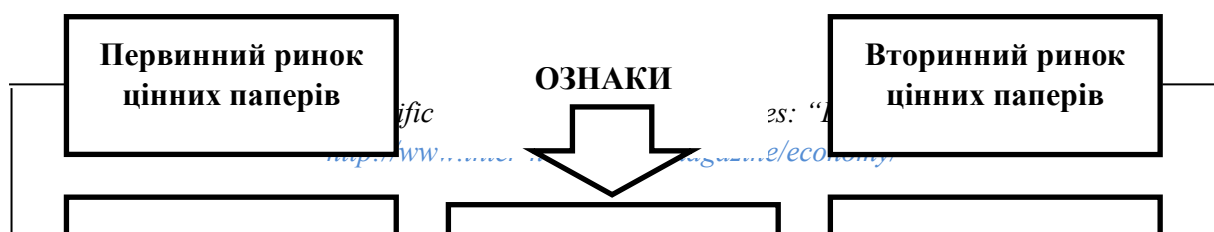
**Постановка проблеми.** В умовах перманентної нестачі фінансових ресурсів перед державою та комерційними структурами постає важливе питання щодо пошуку оптимальних механізмів їх залучення з точки зору співвідношення здійснених витрат та отриманої вигоди. З даної позиції особливий інтерес представляє залучення коштів через механізми первинного ринку цінних паперів, а саме: шляхом емісії та розміщення цінних паперів. Застосування таких інструментів на практиці дає ряд

переваг як для емітентів, так і для інвесторів. Тому дослідження особливостей функціонування первинного ринку набуває особливої актуальності. Як і на усіх сегментах ринку цінних паперів на первинному ринку є ряд невирішених проблем практичного характеру. Проте, з метою їх ефективного вирішення необхідним є теоретичне обґрунтування певних особливостей функціонування даного ринку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретичним та практичним питанням функціонування ринку цінних паперів, окремих його сегментів та інструментарію, проблем та перспектив його розвитку присвячені праці О. Барановського [1], Ю. Вергелюк [2], В. Базилевича [7], В. Коваленко [3], Ю. Коваленко [6], М. Кужелева [6], С. Онишко [6], Ю. Соколова [5] та ін. Однак первинний ринок цінних паперів та особливості його функціонування залишаються малодослідженими.

**Формування цілей статті (постановка завдання).** Метою статті є характеристика теоретичних підвалин функціонування первинного ринку цінних паперів.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Складна та розгалужена структура ринку цінних паперів, яка сформувалася під впливом чинників різної етимології, передбачає виділення значної кількості складових частин або видів ринків. Найбільш значимим вважається розподіл з позиції стадії кругообігу цінних паперів на первинний та вторинний ринки. Існування цих двох ринків неможливо уявити відірвано один від одного, тому що об'єкт, з приводу якого виникають економічні відносини, в них обох спільний – цінні папери. Проте, зародження первинного ринку цінних паперів стало об'єктивною передумовою виникнення та подальшого розвитку вторинного ринку, адже логічним продовженням процесів емісії та розміщення цінних паперів на первинному ринку часто стає їх подальший перепродаж. Таким чином цінні папери стають інструментами вторинного ринку.



**Рис. 1. Порівняльна характеристика первинного та вторинного ринків цінних паперів**

*Джерело: [6-7]*

З метою виокремлення базових характеристик функціонування первинного ринку доцільно провести його порівняльний аналіз з вторинним ринком (рис. 1).

Обґрунтованою є позиція О. Брановського щодо відмінностей в призначенні первинного та вторинного ринків, який стверджує наступне: «Головне призначення первинного ринку полягає в забезпеченні повного розкриття інформації для інвесторів, що дає змогу зробити обґрунтований вибір цінного папера для вкладання капіталу. Цьому завданню підпорядковані всі операції, що проводяться на первинному ринку, а саме: підготовка й опублікування проспекту емісії та підсумків підписки, контроль із боку державних органів повноти й достовірності наданих відомостей тощо. Головне призначення вторинного ринку полягає в забезпеченні ліквідності, тобто здатності поглинати чималі обсяги цінних паперів у стислий термін за незначних коливань курсів і низьких витрат на реалізацію» [1].

Окрім об'єкта економічних відносин, спільним для первинного та вторинного ринків є також суб'єктний склад. Адже в межах даних ринків функціонують різноманітні фінансові та виробничі інституції, посередники, які одночасно можуть бути учасниками і первинного і вторинного ринків цінних паперів, виражаючи лише різні сторони своєї функціональної природи. Для прикладу, на первинному та вторинному ринках цінних паперів суб'єктами відносин за формою організації своєї діяльності можуть виступати різні підприємства. За функціональною природою ці підприємства на первинному сегменті можуть вперше випускати та розміщувати власні цінні папери (бути емітентами), а на вторинному – виконувати роль покупця (інвестора) чи продавця тих цінних паперів, що перебувають вже в обігу.

В узагальненому розумінні первинний ринок цінних паперів – це сукупність економічних відносин, які виникають в процесі емісії та розміщення цінних паперів серед їх перших власників. Розміщення цінних паперів може бути не лише первинне, але й повторне (додаткове).

З даного визначення можна виокремити такі ключові поняття як

«емісія» та «розміщення цінних паперів». Ці терміни потребують більш детального роз'яснення. Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, «емісія – сукупність дій емітента, що провадяться в установленій законодавством послідовності і спрямовані на розміщення емісійних цінних паперів серед їх перших власників» [4]. «Розміщення цінних паперів – відчуження цінних паперів у процесі їх емісії у порядку, встановленому законодавством, та з урахуванням положень проспекту» [4].

Для наглядності формалізацію ключових складових первинного ринку цінних паперів та взаємозв'язків між ними представлено на рис. 2. На рисунку в узагальненому вигляді зображено лише ключові складові, хоча залежно від особливостей функціонування фінансового ринку, ступеня розвитку інфраструктурної надбудови, етапу розвитку фондового ринку та країни походження будова первинного ринку може також відрізнятися.

Відповідно до рисунку 2 мета функціонування первинного ринку цінних паперів визначає відносини між його суб'єктами, тобто по суті вона задає траєкторію руху кожного учасника ринку. За функціональною природою суб'єктів первинного ринку цінних паперів можна поділити на емітентів, посередників, інвесторів та органи регулювання та контролю. Детальніше зупинимось на характеристиці кожного з суб'єктів та особливостях їх діяльності.

Провідне місце у формуванні попиту та пропозиції на цінні папери на первинному ринку по праву належить емітентам та інвесторам.

В національному законодавстві визначено, що «емітент – це юридична особа, у тому числі Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, міська рада, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади чи міжнародна фінансова організація, які від свого імені розміщують емісійні цінні папери та беруть на себе зобов'язання за ними перед їх власниками» [4]. Також поруч з даним визначенням законодавство виокремлює

іноземних емітентів та відносить до них міжнародні фінансові організації.

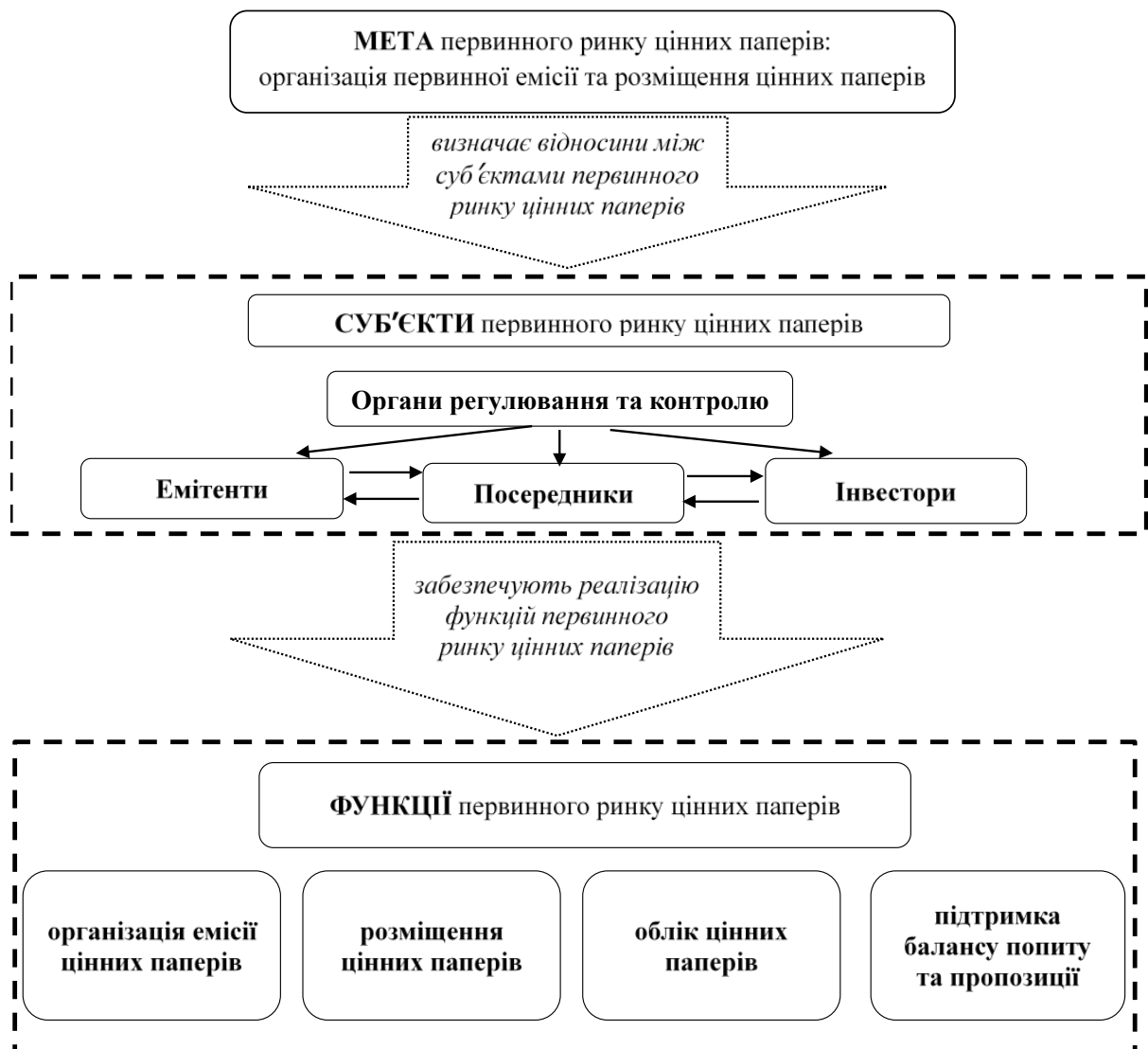


Рис. 2. Мета, суб'єкти та функції первинного ринку цінних паперів

Джерело: побудовано автором

Детальніше зупиняючись на характеристиці діяльності емітентів. Зауважимо, що в поточній редакції Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначається, що емітенти розміщують емісійні цінні папери. До властивостей емісійних цінних паперів належать: розміщення випусками; володіння однорідними ознаками та реквізитами в межах одного випуску; в межах конкретного випуску забезпечують власникам однаковий обсяг прав незалежно від часу придбання цінних паперів [4]. Перелік цінних

паперів, що можуть випускатися, досить великий. Проте обсяг охоплення цих цінних паперів відрізняється у різних емітентів. Окремі емітенти володіють законодавчим правом випускати практично весь перелік емісійних цінних паперів, а інші ж випускають лише один їх різновид. Наведемо короткий перелік основних емітентів та цінних паперів, що вони випускають: державні органи центральної влади (державні облигації, казначейські зобов'язання), місцеві органи влади (облигації місцевих позик), підприємства (акції, облигації), фінансові установи (іпотечні сертифікати/облигації, акції, інвестиційні сертифікати, сертифікати ФОН тощо), фонд гарантування вкладів фізичних осіб (облигації ФГВО).

На первинному ринку випускаються та розміщуються в основному акції та облигації. Випуск та розміщення акцій дозволяє підприємствам залучити кошти на постійній основі та може слугувати вирішенню таких завдань: формування статутного капіталу під час створення підприємства; зміна величини статутного капіталу; реорганізація підприємства; регулювання пропорцій між власним та залученим капіталом тощо.

Фінансові ресурси, що отримані від розміщення акцій, можуть спрямовуватися емітентом на найрізноманітніші потреби. Наприклад до таких потреб належать наступні: розширення та модернізацію виробництва, освоєння нових технологій, поповнення оборотного капіталу тощо [6].

В сучасній ринковій економіці основними причинами емісії акцій стають реструктуризація компаній, яка відбувається в основному в формі злиття або поглинання, і регулювання пропорцій між власним і позиковим капіталом фірми [5].

Щодо емісії облигацій, то вона є привабливою з метою уникнення «розмивання» власності, адже власники облигацій, на відмінно від власників акцій, по суті являються лише кредиторами підприємства.

Крім того, у розвитих країнах обсяги емісії облигацій більше масштабів емісії акцій. Це визначається двома основними причинами: по-

перше, здебільшого акціонери не бажають змінювати структуру акціонерного капіталу, а розміщення облігацій обходиться дешевше і дозволяє здійснити більш швидке розміщення серед інвесторів без збільшення кількості акціонерів; по-друге, емітентами акцій виступають тільки корпорації, а емітентами облігацій також держава, муніципалітети, різні некорпоративні установи [5].

У ролі емітента державних облігацій та казначейських зобов'язань учасником первинного ринку цінних паперів виступає держава. Держава здебільшого переслідує цілі покриття бюджетного дефіциту та фінансування різного роду державних програм. В той же час для підприємства-емітента первинний ринок цінних паперів відкриває можливості у сфері розширеного фінансування господарської діяльності та може стати альтернативним варіантом банківському кредитуванню.

На первинному ринку цінних паперів в тісну взаємодію з емітентами вступають інвестори, які шукають сферу для ефективного вкладення вільних фінансових ресурсів і формують попит на цінні папери.

«Інвестори в цінні папери – фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства» [4].

Інвестори можуть бути індивідуальними та інституційними.

На ринку цінних паперів в якості індивідуальних інвесторів виступають фізичні особи, які вкладають свої кошти в цінні папери. Вони можуть інвестувати свої кошти самотійно, а можуть це робити через інституційних інвесторів, які виступають в ролі фінансових посередників.

В національній практиці найчастіше у ролі інституційних інвесторів виступають інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії та інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб.

Досить важливу роль на первинному ринку цінних паперів відводиться посередникам, якими переважно є андеррайтери. За умови вибору опосередкованої форми розміщення цінних паперів можуть бути використані послуги андеррайтера. Відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV: «андеррайтинг – укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом» [4]. Андеррайтинг може використовуватися як при розміщенні акцій, так і при розміщенні облігацій.

На первинному ринку цінних паперів, так як і на вторинному, невід'ємними учасниками є органи регулювання та контролю. На первинному ринку до них належить Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, різні саморегулюючі організації, які об'єднують професійних учасників ринку.

**Висновки і перспективи подальших досліджень.** Дослідження первинного ринку цінних паперів дозволило визначити його як сукупність економічних відносин, які виникають в процесі емісії та розміщення цінних паперів серед їх перших власників. Первинний ринок цінних паперів тісно взаємопов'язаний із вторинним ринком, оскільки об'єктом купівлі-продажу в обох випадках виступають цінні папери. Порівняльний аналіз базових характеристик функціонування первинного та вторинного ринків цінних паперів дозволив виокремити спільні та відмінні риси, а також чітко підкреслити значимість первинного ринку в якості ринку через який можливе залучення фінансових ресурсів для розвитку різних інституцій та економіки в цілому.

Аналіз основних складових первинного ринку та взаємозв'язків між ними дозволив з'ясувати, що всі відносини між суб'єктами ринку

підпорядковані цілі організації первинної емісії та розміщення цінних паперів. За функціональною природою суб'єктів первинного ринку цінних паперів можна поділити на емітентів, посередників, інвесторів та органи регулювання та контролю. Провідне місце у формуванні попиту та пропозиції на цінні папери на первинному ринку по праву належить емітентам та інвесторам.

### **Література**

1. Барановський О. І. Сутність і чинники фінансової безпеки фондового ринку. Фінанси України. 2016. № 1. С. 20-38.
2. Вергелюк Ю. Ю., Бур. І.С., Кобзар І.А. Інвестиційний потенціал регіонів України. Збірник наукових праць Університету державної фіскальної служби України. 2018. №1. С.12-24.
3. Коваленко В. Ринок цінних паперів в умовах структурних дисбалансів розвитку фінансового ринку України. Приазовський економічний вісник. 2019. Вип. 1(12). С. 172-178.
4. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України: від 23 лют. 2006 р. № 3480-IV. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
5. Рынок ценных бумаг : учебник / Под ред. Ю. А. Соколова. Москва : Издательство Юрайт, 2016. 383 с.
6. Фінансовий ринок : підруч.: у 2-х т. Ю. М. Коваленко, Ю. В. Ковернінська, С. В. Онишко, М. О. Кужелєв [та ін.]. Державна фіскальна служба України, Ун-т ДФС України. Ірпінь, 2018. Т. 2. 387 с.
7. Фондовый рынок: підруч.: у 2 кн. Кн. 1 / за ред. В. Д. Базилевича; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. К.: Знання, 2015. 621 с.

### **References**

1. Baranovsjkyj O. I. (2016). Sutnistj i chynnyky finansovoji bezpeky fondovogho rynku. Finansy Ukrainy. vol. 1. pp. 20-38.

2. Vergheljuk Ju.Ju., Bur. I.S., Kobzar I.A. (2018) Investycyjnyj potencial rehioniv Ukrainy. Zbirnyk naukovykh pracj Universytetu derzhavnoji fiskalnoji sluzhby Ukrainy. vol. 1. pp.12-24.
3. Kovalenko V. (2019) Rynok cinnykh paperiv v umovakh strukturnykh dysbalansiv rozvytku finansovogho rynku Ukrainy. Pryazovs'kyj ekonomichnyj visnyk. Vyp. 1(12). pp. 172-178.
4. Pro cinni papery ta fondovyj rynok : Zakon Ukrainy: vid 23 ljut. 2006 r. # 3480-IV. URL: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.
5. Sokolova Ju. A. (2016). Рынок ценных бумаг. Москва : Издательство Юрайт. 383 p.
6. Kovalenko Ju. M., Kovernins'jka Ju. V., Onyshko S. V., Kuzhel'jev M. O. [ta in.] (2018). Finansovyj rynok. Derzhavna fiskal'na sluzhba Ukrainy, Un-t DFS Ukrainy. Irpinj. T. 2. 387 p.
7. Bazylevykh V. D. (2015). Fondovyj rynok. Kyjiv. nac. un-t im. T. Shevchenka. K.: Znannja. 621 p.