

СТАН ВІТЧИЗНЯНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ЙОГО ВПЛИВ НА ІНВЕСТИЦІЙНУ БЕЗПЕКУ

Проаналізовано стан ринку цінних паперів України та визначені загрози для інвестиційної безпеки держави, що пов'язані з його розвитком

Зародження ринку цінних паперів в Україні на початку 90-х років ХХ ст. відбувалося у специфічних умовах переходу від планової економіки до ринкової та становлення інституцій, потрібних для забезпечення економічної та національної незалежності держави.

Проблема розвитку цінних паперів полягає в тому, що хоча обсяги ринку цінних паперів швидко зростають, його загальний рівень розвитку поки що недостатній. Вплив на економіку України фінансової глобалізації та її наслідків (збільшення мобільності капіталу, зростання складності структури фінансового ринку, підвищення його нестабільності і поширення фінансових криз у різних регіонах світу) загострив актуальність дослідження розвитку вітчизняного ринку цінних паперів.

Проблеми розвитку ринку цінних паперів України досліджували В. В. Клименко [15], І. О. Лютий, В. І. Міщенко [16], О. М. Мозговий [17], Г. М. Терещенко [18]. У той же час серед опублікованих праць недостатньо уваги приділено стану вітчизняного ринку цінних паперів в контексті забезпечення інвестиційної безпеки.

Тому метою статті є аналіз стану вітчизняного ринку цінних паперів та виявлення загроз для інвестиційної безпеки держави, пов'язаних з ринком цінних паперів.

Розвиток ринку цінних паперів в Україні тісно пов'язаний з динамікою макроекономічного розвитку в цілому. Виникнення ринку цінних паперів спричинив попит з боку вітчизняних та іноземних інвесторів на акції приватизованих підприємств. Тому на початку 1990-х років в Україні функціонував специфічний первинний ринок – він використовувався переважно у приватизаційних процесах. Первинне розміщення корпоративних цінних паперів практично не проводилося і такий ринок цінних паперів не забезпечував підприємства реальними інвестиційними ресурсами.

Для цього періоду були характерні невисокі темпи розвитку ринку цінних паперів, що пояснюється повільними темпами приватизації, відсутністю необхідної інфраструктури ринку та недостатнім правовим регулюванням питань, пов'язаних з його функціонуванням. Важливим кроком стало прийняття у червні 1991 р. Верховною Радою України Закону "Про цінні папери та фондову біржу" [4] від 18 червня 1991 р. № 1201–XII.

Однак розпорошеність функцій між різними державними органами щодо регулювання ринку цінних паперів не дозволяла повноцінно забезпечувати його гармонійний розвиток та інтеграцію у світовий ринок. Тому важливе значення мало створення державної системи регулювання фондового ринку (за допомогою ДКЦПФР), а також те, що принципи подальшого розвитку ринку цінних

паперів було визначено законодавчо [6], зокрема, в Законі України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30 жовтня 1996 року [2].

Закон України "Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності" від 15 липня 1999 р. [1] сприяв подальшому розвитку ринку корпоративних облігацій. У цей період, до фінансової кризи 1998 р. уряд проводив активні заходи з внутрішнього ринку за допомогою облігацій з високою прибутковістю, але це мало неоднозначний вплив на розвиток ринку корпоративних облігацій. З одного боку, фінансові установи (основні покупці державних облігацій) набули досвід роботи з облігаціями, з іншого боку, такий високий рівень державних запозичень не залишав місця для пропозицій облігацій від емітентів з корпоративного сектору. До того ж, у цей час поширеною була недовіра до корпоративних цінних паперів внаслідок краху фінансових пірамід.

Було створено системи контролю за дотриманням законодавства на ринку цінних паперів і розкриття інформації про емітентів та професійних учасників цього ринку, а також визначено порядок реєстрації прав власності на цінні папери. На вітчизняному ринку цінних паперів почала окреслюватися тенденція інституціоналізації (інституційні інвестори є основними небанківськими учасниками ринку).

До 2000 р. функція перерозподілу прав власності на вітчизняному ринку цінних паперів вичерпала своє значення – приватизація вже призвела до виникнення критичної маси приватних власників. У 2001 р. було прийнято Закон України "Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг". Почав швидко розвиватися первинний ринок корпоративних облігацій.

Поряд із закритими розміщеннями (які є переважно або "тіньовими" формами кредитування, або проводяться суб'єктами господарювання для фінансування своїх дочірніх структур, планування фінансових потоків і оптимізації оподаткування) основною ознакою розвитку ринку у цей час стали публічні розміщення випусків облігацій, емітентами яких були відомі компанії. Досвід розвитку ринку цінних паперів в останні роки та необхідність його удосконалення були відображені у Законі України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23.02.2006 [5].

Незважаючи на те, що український ринок цінних паперів існує недовго порівняно з ринками економічно розвинених країн, він активно бере участь у інвестиційних процесах. Дані про обсяги випусків цінних паперів наведено на рис. 1.

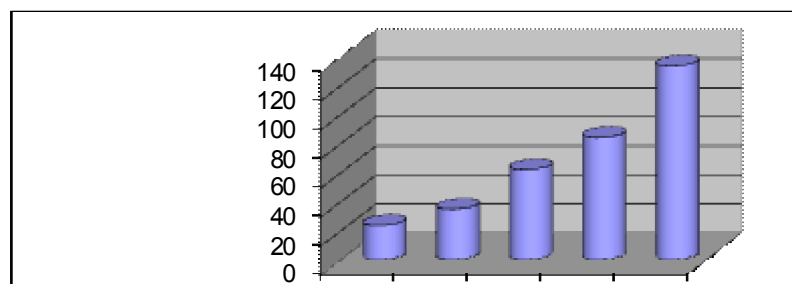


Рис. 1. Загальний обсяг зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів у 2003-2007 рр. (млрд. дол.) [14]

Найважливішим джерелом залучення фінансових ресурсів у 2007 р. були акції, облігації підприємств та інвестиційні сертифікати. В Україні за даними 2007 р.

серед фінансових інструментів найбільшим був обсяг випусків акцій (37,52 %) та облігацій підприємств (33,38 %) (рис. 2).

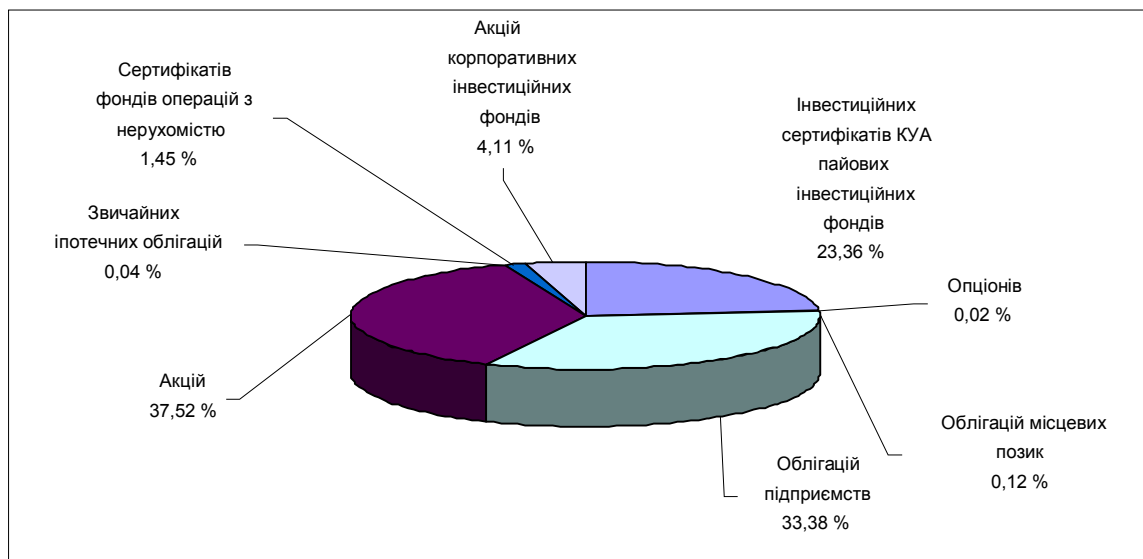


Рис. 2. Розподіл зареєстрованих ДКЦПФР обсягів випусків цінних паперів у 2007 році [14, с. 6]

Для розвитку ринку цінних паперів в Україні важливе значення має використання нових фінансових інструментів, зокрема, похідних інструментів (деривативів). Деривативи є важливим сегментом світового ринку цінних паперів, але у країнах з ринками, що розвиваються, обсяг торгівлі деривативами значно менший з причини недостатньо розвинутої інфраструктури ринку. На 31.12.2007 р. було зареєстровано випусків деривативів на суму 34,38 млн. грн. Збільшення обігу деривативів могло б сприяти загальній активізації ринку цінних паперів, однак це стримується відсутністю законодавчих норм для регулювання обігу похідних інструментів.

В Україні практично не існує організованого грошового ринку короткотермінових корпоративних кредитів, при цьому ринок короткотермінових комерційних паперів відсутній. Його створенню сприяла б модернізація українського вексельного законодавства у рамках Женевських конвенцій і приведення останнього у відповідність з європейськими нормами.

Адже у економічно розвинених країнах векселі сьогодні використовуються тільки як інструмент кредиту, хоча і в цій якості їх значення зменшилося. Однак при цьому зростає значення спеціальних простих веселів (комерційні папери, казначейські векселі, дисконтні векселі відомств), і це важлива тенденція сучасних фінансових ринків. Зазвичай комерційні папери, як засіб поповнення обігових коштів і залучення короткотермінових позикових капіталів, випускаються фінансовими і нефінансовими організаціями – у країнах ЄС на строк у середньому 30 днів (у США – максимум до 9 місяців, у країнах Європи – до 1 року), а їх основною перевагою перед облігаціями є спрощена процедура випуску. З одного боку, комерційні папери можна розглядати як різновид простого векселя, що випускається з метою залучення на ринку вільних фінансових ресурсів; з іншого – вони мають специфічні особливості (це стандартизовані інструменти, що випускаються серіями на відміну від векселів).

Поняття ефективного ринку сформувалося у процесі розвитку уявлень про природу ринку капіталу. У теорії фінансового ринку поняття "ефективний ринок" має специфічне значення, оскільки уявлення про ефективність функціонування ринку цінних паперів пов'язані зі значенням інформації про цінні папери, що перебувають в обігу на ринку, зокрема, інформації, відображеної в цінах. Зазвичай вважається, що ефективний ринок – це такий ринок, на якому ціна кожного цінного паперу завжди дорівнює його інвестиційній вартості.

Загалом можна виділяти два види ефективності фінансових ринків: інформаційну (ринок ефективний, якщо ціни й біржові курси відображають усю

інформацію, потрібну для залучення ресурсів) і операційну (фінансові посередники створюють сприятливі умови для інвесторів і кредиторів, одержуючи за це відповідну винагороду).

Більшість досліджень ефективності фінансових ринків присвячена саме інформаційній ефективності і пов'язані з гіпотезою ефективності ринків (efficient market hypothesis) Юджина Фама [19] та її уточненими модифікаціями.

Ефективність фондового ринку України на основі гіпотези Ю. Фама проаналізувала А. Баторшина, яка використала сучасні економетричні моделі і методи регресійного аналізу та дійшла висновку, що статистичні методи, розроблені на основі гіпотези Ю. Фама, підтверджують слабку ефективність українського ринку цінних паперів. При цьому з 2001 по 2005 рр. фондовий ринок України мав слабку ефективність, а протягом 2003 р. мав ознаки неефективного ринку, що, на думку А. Баторшиної, було спричинено очікуванням на політичні зміни у країні [9, с. 117].

В Україні ефективності інвестиційного процесу перешкоджає фрагментованість фінансового ринку. При цьому видається доцільним розрізнити первинну фрагментованість і вторинну, до якої розвинені фінансові ринки приходять вже після того, як потрібний рівень консолідації був досягнутий. Основною причиною існування первинної фрагментованості ринку є недостатня інформаційна прозорість.

Основним учасником організованого фондового ринку є ПФТС (у 2007 р. 88,66 % угод на організованих ринках) [10], інші біржі мають невелике значення і проводять нерегулярні торги. До того ж на вітчизняному ринку цінних паперів спостерігається домінування неорганізованого ринку, хоча обсяг угод на організованому ринку цінних паперів зріс з 0,52 млрд. дол. у 2000 р. до 5,75 млрд. дол. у 2006 р., однак він залишається дуже вузьким (7,1 % у 2000 р., 1,7 % у 2003 р., 6,0 % у 2006 р.) [11; 13, с. 20].

У такій ситуації доцільним є створення Єдиної біржової фондової системи України з інформаційним центром біржового ринку цінних паперів.

Депозитарна система в Україні також потребує удосконалення. Створення ефективною депозитарної системи – важлива передумова забезпечення ефективності функціонування інфраструктури ринку цінних паперів, що сприятиме підвищенню рівня економічної безпеки держави.

Оскільки в Україні досі немає центрального депозитарію, його функцію виконують Національний депозитарій України, Міжрегіональний фондний союз (корпоративні цінні папери), Національний банк України (державні цінні папери) [3]. Така структура застаріла (в економічно розвинених країнах до 95 % організованого

ринку обслуговують центральні депозитарії, яких у Європі близько 30) [15, с. 20]. Тому ефективність депозитарної системи в Україні суттєво відстає від ефективності цієї системи в економічно розвинених країнах. Перспективним є перехід до централізованої

депозитарної системи, однак цьому перешкоджає нерозв'язаність важливих методологічних питань (недостатність стандартів депозитарної діяльності в Україні, а також відсутність єдиної теоретичної та методологічної основи для її роботи).

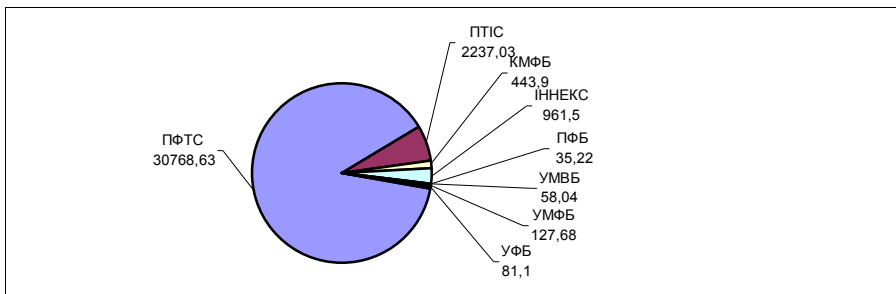


Рис. 3. Обсяг торгів за організаторами торгівлі 2007 (млн. грн) [12, с. 18; 13, с. 20; 14, с. 25]

Правила реєстрації у депозитаріях цінних паперів у бездокументарній формі визначено чітко, а порядок реєстрації цінних паперів у документарній формі неоднозначний, оскільки реєстратори цінних паперів не входять у депозитарну систему, і під час укладання реєстрів власників іменних цінних паперів можуть виникати зловживання. Зокрема, у реєстрах продовжує зростати кількість номінальних утримувачів, що пов'язано як з розвитком емісії цінних паперів у бездокументарній формі, так і з формуванням великих пакетів акцій. Тому реєстрація прав власності залишається джерелом ризиків для ринку цінних паперів, оскільки втрата (або незаконна зміна) записів може призвести до зміни складу акціонерного товариства і, фактично, до перегляду результатів приватизації.

Крім того, недосконалість правової бази, що регулює діяльність учасників ринку цінних паперів, може призводити до численних порушень з боку реєстраторів прав власників цінних паперів (зокрема, ведення реєстрів іменних власників цінних паперів без дозволу ДКЦПФР, відсутність потрібної кількості кваліфікованих фахівців, несвоєчасне переоформлення прав власності). Тому власники великих пакетів акцій прагнуть мати реєстратора, якого вони можуть контролювати і який діє в їх інтересах. Внаслідок цього реєстрація прав власності може штучно затулюватися, а право доступу акціонерів до інформації обмежуватися. Таким чином, реєстратори можуть ставати важливим інструментом тиску на дрібних акціонерів і способом реалізації неринкових методів управління акціонерним товариством [18, с. 94].

Очевидно, в Україні було б доцільно створити дворівневу депозитарну систему, яка складатиметься з центрального депозитарію (який проводить облік корпоративних цінних паперів і муніципальних облігацій) і Нацбанку України (облік державних цінних паперів). Центральний депозитарій має створюватися державою і професійними учасниками ринку цінних паперів на принципах незалежності, прозорості, некомерційної діяльності, використання міжнародних стандартів. Такий центральний депозитарій повинен мати статус небанківської фінансової організації і обмежену банківську ліцензію на відповідні грошово-розрахункові функції в НБУ.

Крім того, важливим чинником, що заважає розвитку ринку цінних паперів, є зростання (до 60-70 % від загального обсягу злиттів і поглинань) кількості незаконних і "недружніх" силових поглинань (так зване "рейдерство", захоплення бізнесу, коли власника контрольного пакету акцій примушують його продати). Про актуальність цієї проблеми свідчать Указ Президента України від 12 лютого 2007 р. "Про заходи щодо посилення захисту права власності" [8] і створення Міжвідомчої комісії з протидії протиправному поглинанню і захопленню підприємств [7].

Практика агресивного скуповування контрольного пакету акцій поширена в економічно розвинених країнах, де власність може перерозподілятися на

користь ефективніших компаній законними методами. Основна причина поширення "рейдерства" в Україні – боротьба за перерозподіл власності; поширення цієї практики стало серйозною загрозою для економічної безпеки держави.

Основним напрямом боротьби з рейдерством є удосконалення законодавства з метою вилучення тих норм, які припускають двозначне тлумачення (і через це використовуються у практиці рейдерства), а також визначення форм відповідальності рейдерів. Для ефективнішого захисту прав власників можна рекомендувати створити загальнодержавний реєстр акціонерів і відкритих акціонерних товариств; чітко визначити у законі "Про акціонерні товариства" механізм відновлення втраченого реєстру акціонерів; розробити проект закону, присвяченого боротьбі з рейдерством (де чітко визначити поняття "недружнє поглинання").

Крім того, доцільно вдосконалити норми процесуального законодавства щодо корпоративних конфліктів (оскільки саме недосконалість процесуального законодавства дає можливість проводити недружні поглинання законними способами). Важливо також опублікувати в Інтернеті реєстри судових рішень і забезпечити розкриття інформації про судові розгляди, пов'язані з корпоративними суперечками.

Недостатня розвиненість організованого ринку цінних паперів (зокрема, ринку акцій) підштовхує вітчизняні компанії до спроб шукати можливості виходу на іноземні торговельні майданчики (насамперед, європейські – на Лондонську, Німецьку, Варшавську і Віденську біржі). Зокрема, з 1800 компаній, які офіційно повідомили у 2006-2007 рр. про свій вихід з первинним публічним розміщенням акцій на Лондонську біржу, 60 були резидентами пострадянських країн, а 15 – з України. Але потрібно зважати на те, що ця тенденція може призводити до порушення балансу між обсягами інвестицій в акції у формі IPO на користь іноземних торговельних площадок і не сприятиме розвитку вітчизняного фондового ринку.

Оскільки основною метою ринку цінних паперів є залучення додаткових фінансових ресурсів з метою їх подальшого інвестування в економіку (і, таким чином, підвищення рівня економічної безпеки держави), для цього потрібно, насамперед, зростання значення організованого ринку, забезпечення прав інвесторів, удосконалення системи обліку прав власності на цінні папери, а також загальне підвищення конкурентоспроможності ринку цінних паперів.

Отже, загрозами для інвестиційної безпеки держави є:

- недостатньо сформована інфраструктура ринку;
- нерозвиненість вторинного ринку цінних паперів;
- низька ефективність ринку цінних паперів;
- невисока інформаційна прозорість цього ринку;
- підвищена первинна фрагментованість ринку (що призводить до поліцентричності ринку і концентрації торговельної активності на цінних паперах невеликої кількості найбільших емітентів);

• недосконалість депозитарної системи (зокрема, ускладнення під час реєстрації цінних паперів у документарній формі);

- поширення практики незаконних поглинань;
- загальний підвищений рівень ризиків на ринку цінних паперів.

Однак, незважаючи на високий рівень ризиків, ринок цінних паперів в Україні має всі перспективи стати альтернативним джерелом інвестиційних ресурсів і конкурувати з банківською сферою, забезпечуючи економіку оптимальними за ціною довготерміновими інвестиціями. Проблеми ціноутворення на ефективних фінансових ринках є подальшим напрямком досліджень автора.

Список використаної літератури:

1. Закон України "Про внесення змін до деяких законів України з метою стимулювання інвестиційної діяльності" від 15 липня 1999 р. № 977-XIV (<http://uazakon.com/document/spart56/inx56042.htm>).
2. Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР (<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=448%2F96-%E2%F0>).
3. Закон України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" (1997 р.) // Відомості Верховної Ради (ВВР), 1998, № 15, – С. 67 (zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=710%2F97-%E2%F0).
4. Закон України "Про цінні папери і фондову біржу" № 1202-XII (1202-12) від 18.06.91 // ВВР, 1991, № 38, С. 509 (<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1201-12>).
5. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» № 3480-IV (3480-15) від 23.02.2006, // (Відомості Верховної Ради (ВВР), 2006, № 31, С. 268) (<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3480-15>).
6. "Концепція функціонування та розвитку ринку цінних паперів" (1995 р.), Закон України "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" (1997 р.).
7. Постанова Кабінету Міністрів України від 21 лютого 2007 року № 257 "Про утворення Міжвідомчої комісії з

протидії протиправному поглинанню і захопленню підприємств" (<http://www.gdo.kiev.ua/files/db.php?st=516&god=2007>). 8. Указ Президента України № 103/2007 від 12 лютого 2007 р. "Про заходи щодо посилення захисту права власності" (<http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=103%2F2007>).
- 9. Баторшина А. Дослідження ефективності фондового ринку України // Міжнародна економічна політика. – 2006. – Вип. 4. – С. 101–121. (http://www.kneu.kiev.ua/journal/ukr/article/2006_1_Batorshina_ukr.pdf).
- 10. ДКЦПФР. Інформаційна довідка про стан розвитку фондового ринку України у 2006 році (<http://www.ssmc.gov.ua/8/3/>).
- 11. ДКЦПФР. Річний звіт ДКЦПФР, 2000. Організатори торгівлі цінними паперами (<http://www.ssmc.gov.ua/4/2000/>).
- 12. Звіт ДКЦПФР за 2005 р. (<http://www.ssmc.gov.ua/4/2005/part2.pdf>) – С. 5–34.
- 13. Звіт ДКЦПФР за 2006 р. (<http://www.ssmc.gov.ua/4/2006/part2.pdf>) – 37 с.
- 14. Звіт ДКЦПФР за 2007 р. (<http://www.ssmc.gov.ua/4/2007/Annual%20Report.pdf>) – 111 с.
- 15. Клименко В.В. Забезпечення конкурентоспроможності фондового ринку України як головна передумова фінансової безпеки держави // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – № 10. – С. 18–24.
- 16. Лютий І.О., Міщенко В.І. Проблеми розвитку сучасного міжнародного фінансового ринку та інтеграційний курс України // Фінанси України. – 2006. – № 5. – С. 21–31.
- 17. Мозговий О.М. Фондовий ринок: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.
- 18. Терещенко Г.М. Проблеми і перспективи розвитку національної депозитарної системи як складової фондового ринку України // Фінанси України. – 2006. – № 10. – С. 86–95.
- 19. Fama E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // The Journal of Finance. – 1970. Vol. 25, № 2. – P. 383–417 (<http://www.e-m-h.org/Fama70.pdf>).

МОШЕНСЬКИЙ Сергій Захарович – кандидат економічних наук, професор кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету

Наукові інтереси:

- економічна безпека України;
- теорія і практика венчурного інвестування;
- венчурні інвестиції як фактор підвищення економічної безпеки держави