

Назарчук М.І.,
кандидат економічних наук,
голова Біржової ради
ЗАТ “Фондова біржа “ІННЕКС”

АНАЛІЗ СТАНУ ТА ПЕРСПЕКТИВ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Результати порівняння динаміки об'ємних показників у 2000—2006 роках свідчать про значне відставання фондового ринку України та його основних сегментів від фондових ринків Росії, Польщі, країн Центральної та Східної Європи. Згідно з прогнозом до 2012 року це відставання не лише збережеться, а навіть збільшиться. При цьому також збережеться безпрецедентне домінування неорганізованого сегмента вітчизняного фондового ринку над організованим, із метою розв'язання трьох вузлових проблем розвитку якого запропоновано комплекс заходів державного регулювання.

Comparison of the volume indicators dynamics in the period from 2000 till 2006 shows that the stock market of Ukraine lags much behind the main segments of the stock markets in Russia, Poland and Central and Eastern Europe countries. According to the forecast, this lag may retain and even increase by 2012. Moreover, unprecedented domination of the non-organized segment of the national stock market over the organized one will retain too. To solve its three key problems, the state regulation package is offered.

Оцінити стан та рівень розвитку фондового ринку України допоможе аналіз динаміки відповідних показників у порівнянні з аналогічними показниками ринків, що розвиваються (Emerging Market), зокрема Росії й Польщі, а також “граничних” ринків (Frontier Market) групи країн Центральної, Східної Європи й Балтії, до якої входить і Україна.

Як правило, використовуються такі показники: обсяг торговельного обігу цінних паперів, капіталізація ринку акцій, рівень “free-float” (частка акцій, що перебувають у вільному обігу і не належать контролюючим акціонерам), а також ступінь концентрації компаній відносно капіталізації й обсягу торгів¹.

За оцінками фахівців, рівень “free-float” українських публічних компаній не перевищує 8%², тоді як для російського ринку акцій цей показник становив 17,9% у 2005 році і 21,4% — у 2006-му, а для польського — відповідно, 35,0% і 37,2%³. При цьому, за даними звіту провідної української фондової площадки ПФТС за 2006 рік, 15 компаній, які становили 5,1% від загальної кількості емітентів акцій, що були занесені до котирувальних списків, забезпечили 58,9% її капіталізації й 50,2% загального обсягу торгів на цьому сегменті її ринку.

¹ Лансков П., Гусов О., Лансков Д. Неидеальные черты фондового рынка России // Рынок ценных бумаг. — 2007. — № 17. — С. 29—30.

² Гуртовой Г. В Украине сегодня нет площадки, на которой можно проводить крупные сделки // Экономические известия. — 2007. — № 175. — 9 окт. — С. 7.

³ Лансков П., Гусов О., Лансков Д. Зазначена праця. — С. 29—30.

Для порівняння: за даними звіту Варшавської фондової біржі за 2006 рік, 15 компаній (5,21 % від загальної кількості емітентів, акції яких торгувалися на біржі) забезпечили 64,9 % капіталізації ринку й 64,2 % обсягу торгів. На російській фондовій біржі РТС 17 найбільших компаній (5 % від загальної кількості емітентів акцій, що торгуються на ній) забезпечили 77,7 % капіталізації ринку й 98,1 % обсягу торгів⁴.

Що стосується власне капіталізації ринку акцій, яка визначається за результатами торгів ПФТС, то з низки причин, у тому числі пов'язаних із договірним і технічним характером більшості котирувань угод з цінними паперами, що укладаються на ній на ринку котирувань, навряд чи можна розглядати цей показник як репрезентативний, тим більше для порівняння із закордонними ринками, що розвиваються.

Серед перелічених показників найбільш адекватно стан українського фондового ринку відображає обсяг угод із цінними паперами. Вибір цього показника, яким широко оперують Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР) та багато дослідників, далеко не випадковий, оскільки він, на відміну від капіталізації, “ґрунтується на даних, що є результатом діяльності учасників ринку, а не на транспонуванні даних про ринкову вартість конкретних угод на весь обсяг випущених цінних паперів”⁵. Тому саме на базі такого показника проведено нижчевикладений аналіз.

За період з 2000-го по 2006 рік номінальний ВВП України збільшився з 31,27 до 106,48 млрд дол. США, або в 3,41 разу⁶, хоча за своїм обсягом він значно поступався Росії та Польщі (див. п. 1 табл. 1). У цей самий період обсяг угод на вітчизняному фондовому ринку збільшився з 7,21 до 97,58 млрд дол., або в 13,53 разу, а відношення його торговельного обороту до ВВП зросло з 23,0 % до 91,6 %, або в 3,98 разу, що свідчить про значну й зростаючу роль фондового ринку в економіці України⁷ (див. п. 2 табл. 1).

Разом із тим торговельний оборот українського фондового ринку значно поступався сукупному торговельному обороту всіх ринків (крім валютного) Московської міжбанківської валютної біржі (ММВБ), а також відповідному показникові Варшавської фондової біржі. Виняток становила лише російська фондова біржа РТС, але у 2006 році вона вже істотно випереджала за обсягом торговельного обороту весь фондовий ринок України. При цьому привертає увагу різке зниження співвідношень торговельного обороту вітчизняного фондового ринку і вказаних закордонних

⁴ Лансков П., Гусов О., Лансков Д. Зазначена праця. — С. 30.

⁵ Там само.

⁶ Об'ємні показники фондового ринку України й закордонних країн зіставляються з номінальним ВВП, тому що вони даються без урахування інфляції. Для зіставлення цих показників між собою вони виражені в доларовому еквіваленті.

⁷ Тут і далі використані дані державних статистичних відомств України, Росії й Польщі, фондових бірж цих країн і ДКЦПФР.

Таблиця 1. Динаміка показників, що характеризують розвиток фондового ринку України в 2000—2006 роках, у порівнянні із провідними фондовими біржами Росії та Польщі⁸

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1. ВВП України у відсотках до ВВП:							
Росії	12,05	12,81	12,43	11,11	11,00	11,07	10,53
Польщі	18,26	19,95	21,41	23,15	25,65	28,41	31,56
2. Торговельний оборот фондового ринку у відсотках до ВВП України	23,0	33,5	47,8	75,9	93,1	91,5	91,6
3. Торговельний оборот фондового ринку України у відсотках до торговельного обороту фондових бірж:							
ММВБ* (Росія)	28,7	39,1	39,4	27,1	29,4	22,6	9,8
РТС (Росія)	124,1	282,7	215,1	184,2	159,5	126,2	64,6
ВФБ (Польща)	13,5	28,3	57,3	70,8	86,4	57,1	41,5
4. Обсяг угод з акціями на фондовому ринку у відсотках до торговельного обороту фондового ринку України	29,3	28,3	31,5	37,9	43,2	44,5	45,8
5. Обсяг угод з акціями на фондовому ринку України у відсотках до обсягу угод з акціями на фондових біржах:							
ММВБ* (Росія)	12,6	15,4	16,6	17,3	24,0	24,2	7,9
РТС (Росія)	37,7	85,1	112,4	114,2	101,7	93,1	108,8
ВФБ (Польща)	5,4	18,3	41,2	70,4	80,2	59,4	41,9

* Без урахування валютного ринку.

фондових бірж у 2005 і 2006 роках, що може свідчити про прискорення темпів їх розвитку порівняно з українським фондовим ринком (див. п. 3 табл. 1).

У період з 2000-го по 2006 рік у структурі торговельного обороту українського фондового ринку відбулося значне зростання обсягів угод з акціями (див. п. 4 табл. 1). Проте при порівнянні обсягів торговельного обороту ринків акцій в Україні й на фондових біржах Росії та Польщі спостерігалася ситуація, яка багато в чому аналогічна описаній вище (див. п. 5 табл. 1).

Український фондовий ринок унікальний тим, що організований ринок цінних паперів займає на ньому вкрай вузький сегмент. Хоча обсяг останнього зріс із 0,52 млрд дол. у 2000 році до 5,75 млрд дол. у 2006-му, його частка в торговельному обороті фондового ринку в 2005 і 2006 роках скоротилася приблизно вдвічі порівняно з 2000 і 2001 роками (див. п. 1 табл. 2). При цьому в 2000—2006 роках організований ринок зростав повільніше, ніж фондовий ринок у цілому, — в 11,1 разу проти 13,5 разу.

Надзвичайно фрагментований (станом на 31.12.2006 року налічував у своєму складі 8 фондових бірж і 2 позабіржові торгово-інформаційні системи), весь організований ринок цінних паперів України практично не порівнянний із російською й

⁸ Через відсутність зведених даних про об'ємні показники фондових ринків Росії й Польщі порівнюються відповідні показники фондових бірж цих країн.

Таблиця 2. Динаміка показників, що характеризують розвиток організованого ринку цінних паперів України у 2000—2006 роках, у порівнянні із провідними фондовими біржами Росії та Польщі

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
1. Частка організованого ринку в загальному торговельному обороті фондового ринку України, у відсотках	7,1	13,4	6,0	1,7	2,9	4,1	6,0
2. Торговельний оборот організованого ринку цінних паперів України у відсотках до торговельного обороту фондових бірж:							
ММВБ [*] (Росія)	2,05	5,28	2,37	0,47	0,85	0,92	0,58
РТС (Росія)	8,92	38,14	12,94	3,20	4,66	5,14	3,81
ВФБ (Польща)	0,97	3,82	3,45	1,23	2,52	2,32	2,45
3. Торговельний оборот організованого ринку цінних паперів України у відсотках до ВВП України	1,6	4,5	2,9	1,3	2,7	3,7	5,4
4. Торговельний оборот провідних фондових бірж Росії та Польщі у відсотках до ВВП цих країн:							
ММВБ [*] (Росія)	9,66	10,98	15,24	31,18	34,84	44,76	98,25
РТС (Росія)	2,24	1,52	2,78	4,58	6,42	8,02	14,94
ВФБ (Польща)	31,19	23,62	17,98	24,85	27,64	45,48	69,65
5. Обсяг угод з акціями на організованому ринку у відсотках до загального обсягу угод з акціями на фондовому ринку України	18,5	6,6	2,7	1,1	1,3	2,5	3,1
6. Обсяг угод з акціями на організованому ринку у відсотках до загального торговельного обороту організованого ринку цінних паперів України	76,1	13,9	14,5	24,0	19,6	27,3	23,9
7. Обсяг угод з акціями на провідних фондових біржах Росії та Польщі у відсотках до торговельного обороту цих бірж:							
ММВБ [*] (Росія)	66,6	72,0	74,4	59,3	52,9	41,6	56,8
РТС (Росія)	96,2	94,0	60,2	61,2	67,7	60,4	27,2
ВФБ (Польща)	72,85	43,78	43,82	38,1	46,49	42,86	45,4
8. Обсяг угод з акціями на організованому ринку цінних паперів України у відсотках до ВВП України	1,2	0,6	0,4	0,3	0,5	1,0	1,3
9. Обсяг угод з акціями на провідних фондових біржах Росії та Польщі у відсотках до ВВП цих країн:							
ММВБ [*] (Росія)	6,46	7,91	11,31	18,49	18,42	18,64	55,82
РТС (Росія)	2,15	1,43	1,67	2,8	4,35	4,84	4,06
ВФБ (Польща)	22,72	10,34	7,88	9,47	12,85	19,49	31,62

* Без урахування обсягів валютного ринку.

польською фондовими біржами, причому з вираженою (порівняно з 2000 і 2001 роками) тенденцією до зниження співвідношень його торговельного обороту і цих фондових бірж (див. п. 2 табл. 2). Не порівнянню із провідними фондовими біржами Росії та Польщі є й роль вітчизняного організованого ринку в економіці, що характеризується показником відношення відповідного торговельного обороту до ВВП

країни. Причому в 2004—2006 роках темпи зростання цього показника у ММВБ, РТС і ВФБ були вищими, ніж на українському організованому ринку цінних паперів (див. пп. 3 і 4 табл. 2). За цим показником організований ринок поступається більш як на порядок фондовому ринку України в цілому (див. п. 2 табл. 1 і п. 3 табл. 2).

Особливо несприятлива ситуація спостерігається на організованому ринку акцій, що повинен виконувати найважливіші функції у процесах інвестування й підвищення капіталізації компаній. Якщо в період з 2000-го по 2006 рік питома вага ринку акцій у загальному торговельному обороті фондового ринку зросла в 1,56 разу, то аналогічний показник на організованому ринку знизився в 3,18 разу (див. п. 4 табл. 1 і п. 6 табл. 2). Частка цього сегмента ринку в загальних обсягах угод із акціями на фондовому ринку й у торговельному обороті організованого ринку цінних паперів України знизилася у 2006 році порівняно з 2000-м, відповідно, в 5,97 і 3,18 разу (див. пп. 5 і 6 табл. 2). Варто зазначити, що в цілому зниження аналогічного показника фондових бірж Росії та Польщі в цей період не було настільки значним і при цьому на них зберігалася досить висока питома вага ринку акцій (див. п. 7 табл. 2). Український організований ринок акцій, на відміну від відповідних ринків ММВБ і ВФБ, не має майже ніякого значення в економіці країни, що видно з порівняння пунктів 8 і 9 табл. 2.

Не краще виглядають позиції українського організованого ринку акцій серед відповідних ринків, що входять до групи “Frontier Market”. За показником середньомісячного обсягу торгів акціями в ПФТС, дані якої враховуються міжнародним рейтинговим агентством “Standard&Poor’s”, Україна в період з 2001-го по 2006 рік постійно поступалася Румунії, до 2005 року включно — Естонії та Словенії, з 2002-го — Литві, Болгарії та Хорватії. Зате за показником капіталізації ринку акцій Україна з 2005 року лідирує серед усіх країн зазначеної групи (табл. 3).

Однак при цьому варто мати на увазі особливості більшості угод із акціями на фондовій біржі ПФТС, яка є абсолютним лідером на вітчизняному організованому ринку, зокрема їх неконкурентний характер і значну, на думку більшості аналітиків, переоціненість багатьох цінних паперів, у зростанні курсів яких зацікавлені зарубіжні й українські інвестиційні фонди, а також вітчизняні страхові компанії та банки, наслідком чого є неминуча істотна корекція курсів багатьох акцій⁹.

Привертає увагу також значний розрив у темпах зростання обсягів торгів і капіталізації ринку акцій між Україною та більшістю інших країн аналізованої групи. Якщо для них співвідношення приросту обсягів торгів та ринкової капіталізації за період 2000—2006 року перебувало в межах від 0,5 до 1,7, то для України це співвідношення становило 0,2. Отже, вітчизняний організований ринок акцій зростає у цей період переважно за рахунок підвищення цін на акції, а не за рахунок збільшення їхньої кількості в угодах. У свою чергу, це свідчить про спекулятивний характер і низьку ліквідність ринку.

⁹ Еременко А. Фондовая жара // Бизнес. — 2007. — № 25. — С. 44.

Таблиця 3. Основні показники організованих ринків акцій країн Центральної, Східної Європи, Балтії й України у 2000—2006 роках, млн дол. США*

Показник	Рік	Країни, що входять до групи "Frontier Market"										Україна (ПФТС)
		Румунія	Хорватія	Словенія	Литва	Естонія	Словаччина	Болгарія	Латвія			
Капіталізація ринку акцій	2000	1030	2568	2226	1614	1739	-	593	353			1842
	2001	2124	3319	2839	1199	1483	-	505	697			1365
	2002	4562	3976	4606	1463	2430	-	733	714			3119
	2003	5878	6481	5492	3510	3790	-	1755	1141			4303
	2004	11786	10959	9677	6463	6203	4410	2804	1655			11778
	2005	20588	12918	7899	8183	3495	4393	5086	2527			24976
Середньомісячний обсяг торгів акціями	2006	32784	29006	15182	10191	5963	5574	10325	2705			42870
	2000	22,12	18,09	36,16	19,6	31,3	-	4,19	19,34			22,68
	2001	21,30	9,80	66,20	17,50	18,30	-	5,80	12,40			18,80
	2002	33,60	12,21	83,62	15,19	20,11	-	14,37	10,35			10,56
	2003	36,87	19,79	43,99	16,48	47,02	-	16,41	12,09			8,80
	2004	78,62	41,18	97,49	38,65	68,97	13,59	42,58	9,16			16,73
2005	283,21	66,52	65,68	61,71	206,52	5,76	115,70	8,00			54,99	
2006	354,99	151,91	84,92	174,47	80,98	7,47	125,75	9,29			99,91	

* Складено за даними річних звітів ПФТС. — <http://www.pfts.com/ukr/news/>

Нерозвиненість українського організованого ринку акцій підтверджують також дані, наведені в табл. 4. Так, якщо розрив у період 2004—2006 років між показниками ВВП на душу населення в Україні та в перелічених у цій таблиці країнах становив від 1,2 до 2,6 разу, то розрив у обсягах угод із акціями на душу населення — від 5,9 до 144,3 разу.

Таблиця 4. ВВП у паритетах купівельної спроможності та обсяги угод із акціями на душу населення на організованих ринках України, деяких країн Центральної та Східної Європи, Балтії й Росії у 2004—2005 роках, дол. США

Країни	ВВП на душу населення у ПКС*			Обсяг угод з акціями на душу населення		
	2004	2005	2006	2004	2005	2006
Україна	5984	6820	7800	7,38	18,46	29,5
Румунія	7427	9013	9100	43,46	157,32	197,2
Болгарія	7656	8549	10700	65,51	177,95	196,0
Естонія	12444	14896	20300	591,43	1770,0	736,2
Польща	11653	13501	14400	787,22	1428,95	2764,2
Росія	8980	10599	12200	865,41**	1293,73 **	4257,6

* За даними Світового банку. — <http://www.worldbank.org>.

** Враховані обсяги угод із акціями на ММВБ і РТС.

Слід зазначити, що нерозвиненість організованого ринку цінних паперів, і зокрема ринку акцій, украї обмежені можливості його функціонування як ринку капіталу змушують вітчизняні компанії пов'язувати свої плани щодо залучення інвестиційних ресурсів із виходом на висококапіталізовані закордонні, насамперед європейські, фондові площадки. Свої послуги активно пропонують Лондонська, Німецька, Варшавська й Віденська фондові біржі, й найближчим часом до них має намір приєднатися російська ММВБ.

Однак надмірне порушення балансу між обсягами інвестицій в акції у формі ПРО на користь закордонних фондових площадок може мати негативні наслідки для розвитку вітчизняного фондового ринку, тим більше, що його повноцінне формування ще не завершено. Не можна виключати можливості того, що вітчизняні компанії будуть змушені випускати акції в Європі або Росії, породжуючи ще одну форму залежності України від сусідніх країн¹⁰.

На тлі наведених фактів неповноцінності українського фондового ринку й особливо його організованого сегмента, щонайменше, дивними виглядають радісні реляції з приводу невтримного, найчастіше ірраціонального “зростання ринку”, а фактично — лише штучного зростання курсових цін акцій за незначних обсягів угод із ними. На товарних ринках таке явище найімовірніше кваліфікувалося

¹⁰ Гуцул А. Фондовые проблемы // Фондовый рынок. — 2006. — № 20. — С. 9.

б як інфляція попиту, та нікому не спало б на думку характеризувати його як зростання ринку. За фасадом такого “зростання” ховається “мильна булька”, яку ретельно роздувають. Рано чи пізно вона лусне, і її жертвами стануть насамперед ті компанії, ціни на акції яких сьогодні стрімко йдуть угору.

Такий, м'яко кажучи, своєрідний “ринок” уже понад десять років будується в Україні спільними зусиллями законодавчої й виконавчої влади. Чималий внесок у процес цього “будівництва” робить ДКЦПФР, яка у другій половині 90-х років минулого століття бачила своє головне завдання в переважному розвитку позабіржового (читай: неорганізованого) фондового ринку, а з початку нинішнього століття наполегливо ігнорує світовий досвід, у тому числі найближчих сусідів України, передусім Росії та Польщі, а також численні пропозиції й вимоги організаторів торгівлі та інших професійних учасників фондового ринку. Не випадково діяльність Комісії викликає з боку останніх гостру критику¹¹.

Проте виконаний нами прогноз розвитку фондового ринку України та його основних сегментів на найближчих 5 років, який базується на математично-статистичному моделюванні динаміки відповідних об'ємних показників у попередньому періоді та враховує можливий вплив низки інституціональних чинників, не дає підстав для оптимізму. Так, хоча згідно з прогнозом у 2012 році обсяг угод із цінними паперами зросте порівняно з 2006-м у 8,6 разу (оптимістичний варіант) або вчетверо (песимістичний), питома вага організованого ринку в загальному торговельному обороті фондового ринку становитиме 15,7 % або 7,3 % відповідно. Швидшими темпами зростатиме організований ринок акцій (аналогічні показники зростання становитимуть відповідно 13,4 і 6,9 разу). Однак питома вага цього сегмента ринку в загальному обсязі угод із акціями на фондовому ринку України все ще буде незначною навіть порівняно з показниками 2000 року (11,4 % за оптимістичного й 6,0 % за песимістичного варіанта проти 18,5 % у 2000 році)¹².

З огляду на те, що в наступні роки фондові ринки найближчих сусідів України теж зростатимуть, її відставання від них не тільки збережеться, а ще збільшиться. При цьому збережеться й безпрецедентне у світовій практиці багаторазове домінування непрозорого для інвесторів неорганізованого сегмента фондового ринку.

Результати аналізу стану та прогнозу розвитку фондового ринку України в середньостроковій перспективі вказують на необхідність проведення докорінних перетворень на організованому ринку цінних паперів, вжиття цілого комплексу

¹¹ *Гуртовий Г.* В Украине сегодня нет площадки, на которой можно проводить крупные сделки // Экономические известия. — 2007. — № 175. — 9 окт. — С. 7; *Гриб В.* У нас создать нормальный диверсифицированный портфель на практике очень сложно // Экономические известия. — 2007. — № 196. — 7 нояб. — С. 6.

¹² *Назарчук М.* Прогнозирование развития фондового рынка Украины на основе статистического моделирования динамики его объемных показателей // Цінні папери України. — 2007. — № 7. — С. 12—13.

законодавчих, нормативно-правових та інших заходів із метою розв'язання актуальних проблем його розвитку, забезпечення провідної ролі на фондовому ринку та у процесах інвестування економіки країни.

На нашу думку, такими вузловими проблемами є:

1) створення умов для залучення ліквідних цінних паперів та концентрації угод із цінними паперами на фондових біржах;

2) формування чіткої і стабільної системи гарантій прав інвесторів та власників;

3) запровадження цілісної та оптимально структурованої системи обліку прав власності.

З аналізом недоліків сформованої практики, з обґрунтуванням можливих шляхів і методів розв'язання цих проблем, з окремими рекомендаціями й пропозиціями виступали українські вчені й фахівці фондового ринку. Своє бачення розв'язання цих проблем представило й Агентство США з міжнародного розвитку (USAID)¹³. Зі свого боку, вважаємо за потрібне викласти наше бачення цих проблем і шляхів їх розв'язання.

Для розв'язання *першої* із трьох названих вузлових проблем необхідно створити умови для введення в постійний обіг на організованому ринку цінних паперів привабливих для інвесторів фінансових інструментів, спроможних забезпечити ліквідність ринку, а це, у свою чергу, потребує здійснення системи заходів щодо забезпечення:

по-перше, докорінного технічного й технологічного переозброєння фондових бірж на сучасній основі, бажано з допомогою й участю розвинених закордонних фондових площадок;

по друге, скорочення кількості та/або консолідації існуючих фондових бірж, створення цілісного біржового торгово-інформаційного простору на ринку цінних паперів відповідно до Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні, схваленої Розпорядженням Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 року № 976-р. Якщо ця Концепція виконуватиметься, одним із варіантів її реалізації може стати створення Єдиної біржової фондової системи України, принципи організації та функціонування якої нами було розроблено ще в перші роки нинішнього століття¹⁴. На жаль, тоді наші пропозиції не були активно підтримані ДКЦПФР, а через недалекоглядність деяких керівників фондових бірж не вдалося довести до кінця процес переговорів між потенційними

¹³ Українські фондові біржі: Проблемні питання і рекомендації / USAID: Проект розвитку ринків капіталу. — 17 січ. 2006 року. — 33 с.; Депозитарна система обслуговування цінних паперів в Україні: Ризики і рекомендації / USAID: Проект розвитку ринків капіталу. — 19 трав. 2006 року. — 23 с.

¹⁴ Назарчук М.И. Фондовые биржи на рынке ценных бумаг Украины: проблемы и перспективы развития / НАН Украины; Ин-т экономики пром-ти. — Донецк: ООО “Юго-Восток, Лтд”, 2002. — С. 95—119.

учасниками об'єднання, що успішно розпочався у 2005 році. Функціональним ядром Єдиної біржової фондової системи України (ЄБФС) має стати Інформаційний центр загальноукраїнського біржового ринку цінних паперів, який створюється об'єднанням фондових бірж і забезпечує концентрацію, обробку й маршрутизацію всієї необхідної для укладання угод інформації, яка надходить від цих бірж. Усі торговці цінними паперами, незалежно від того, на якій із фондових бірж вони акредитовані, в рамках цієї ЄБФС мають можливість укладати угоди на загальноукраїнському біржовому ринку, на який виводиться будь-яка заявка на купівлю/продаж цінних паперів, що подана на одну з фондових бірж. При цьому угода, укладена на загальноукраїнському біржовому ринку, реєструється на одній із тих фондових бірж, члени яких були контрагентами з цієї угоди. Нами розроблено алгоритми й принципові схеми функціонування Інформаційного центру, а також обміну інформацією між ним, фондовими біржами й акредитованими на них торговцями цінними паперами;

по-третє, розробки та здійснення законодавчих та нормативно-правових заходів економічного та адміністративного порядку, які спонукають емітентів і власників великих пакетів акцій інвестиційно привабливих підприємств до виходу на фондові біржі, в тому числі із проведенням процедури лістингу, а торговців цінними паперами — до діяльності переважно на фондових біржах. Конкретні пропозиції щодо цих двох питань нами було розроблено й опубліковано ще у 2005 році¹⁵, проте реакції ДКЦПФР на них не надійшло;

по-четверте, вжиття нормативно-регуляторних заходів щодо забезпечення фактичної, а не декларативної інформаційної прозорості угод з цінними паперами, що укладаються на фондових біржах. Для інвесторів має бути забезпечена можливість порівняння фактичних умов виконання угоди з тими умовами, на яких вона була укладена на організаторі торгівлі. Інвестори повинні також одержувати інформацію про угоди, що були розірвані (анульовані) за згодою сторін. З цієї метою фондова біржа повинна систематично публікувати (обнародувати) дані про всі укладені на ній угоди із зазначенням інформації щодо їх виконання, а також щодо впливу невиконаних і частково виконаних угод із цінними паперами на індикатори ринку (біржовий фондовий індекс, ринкову капіталізацію акцій та ін.). При цьому названі індикатори мають враховувати не тільки цінові характеристики, а й кількість угод із цінними паперами, що входять у базу відповідного індикатора, а також загальну кількість цінних паперів за цими угодами. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку повинна узагальнювати отриману від фондових бірж інформацію й доводити її до відома інвесторів;

по-п'яте, створення цілісної законодавчої та нормативно-правової бази для організації на фондових біржах інтернет-трейдингу фізичних осіб за посередництва

¹⁵ Назарчук М., Скляр Е. О мерах по развитию организованного рынка ценных бумаг в Украине // Экономика Украины. — 2005. — № 12. — С. 19—24.

акредитованих на них торгівців цінними паперами, строкового ринку й торгівлі високоліквідними іноземними цінними паперами;

по-шосте, формування цілісної законодавчої і нормативно-правової бази, здійснення інших організаційних заходів для введення на організованому ринку цінних паперів системи електронного документообігу між учасниками ринку із застосуванням відповідних електронних цифрових технологій персональної ідентифікації та захисту інформації.

Розв'язання *другої* з перелічених проблем потребує, насамперед, проведення стабільної, не залежної від політичної та економічної кон'юнктури, політики держави щодо прав власності, в тому числі:

— забезпечення системності, виваженості, стабільності приватизаційного законодавства та неухильного його дотримання;

— розробки та прийняття нормативно-правових актів про акціонерні товариства, які детально й системно регулювали б увесь комплекс правових питань корпоративного управління;

— прийняття закону, який гарантував би стабільність і наступність політики держави щодо прав власності і встановлював відповідальність вищих посадових осіб держави за його порушення;

— прийняття нового закону про власність, який детально й системно регулював би всі правові аспекти придбання, збереження та захисту власності, включаючи гарантії для інвесторів і власників.

Третя із зазначених вище проблем пов'язана з тим, що існуюча депозитарна система, яка базується на Законі України “Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів”, не є цілісною і структурно не завершена.

Передбачені законодавством дві форми випуску цінних паперів (документарна й бездокументарна) мають зовсім різні системи обліку прав власності. Стосовно бездокументарної форми випуску законодавством досить чітко й системно визначено порядок функціонування всіх ланок депозитарної системи, основою якого є депозитарій, котрий організовує функціонування мережі зберігачів. Що стосується документарної форми випуску й відповідного їй порядку обліку прав власності, то через недосконалість нормативно-правової бази склалася ситуація, за якої інститут реєстраторів, не маючи центральної системоутворювальної ланки, фактично виведений за рамки депозитарної системи, а особливості організації діяльності та функціонування реєстраторів створюють можливості для маніпуляцій і численних зловживань із реєстрами власників іменних цінних паперів.

В Україні фактично відсутня передбачена законом центральна ланка депозитарної системи — Центральний депозитарій, який повинен консолідувати всі інші її ланки. До сьогодні не відбулося об'єднання НДУ та МФС. У свою чергу, вони не можуть повномасштабно виконувати роль і функції Центрального депозитарію не лише через обмеженість концепції їх створення, а й через низку

інших обставин, зокрема конфлікт корпоративних інтересів, недосконалість програмно-технічної бази та ін.

Депозитарна система в цілому не спроможна здійснювати кліринг за масовими угодами з цінними паперами, які укладаються на фондових біржах України. А що стосується одиничних угод, то грошові розрахунки за ними в режимі “Т+0” (тобто здійснення розрахунків у день укладання угоди) вкрай утруднені та навіть неможливі через недосконалість нормативної, організаційної й технологічної основ діяльності системи. Становище ускладнюється й тим, що в законодавчих і нормативно-правових актах не досить чітко та повно розроблено порядок і процедури проведення розрахунків за принципом “поставка проти платежу”. Крім того, до цього часу в нормативній базі відсутнє чітке відображення сутності поняття, принципів створення й функціонування клірингового банку для проведення грошових розрахунків за угодами з цінними паперами, який відповідно до законодавства позбавлений змоги проводити будь-які інші фінансові операції, крім зазначених розрахунків. Водночас на нього поширюються всі вимоги, що висуваються до комерційних банків. За таких умов забезпечити беззбиткову, тим більше досить рентабельну роботу цього банку не уявляється можливим, що робить проблему його створення практично нерозв’язною.

Розв’язання перелічених проблем потребує докорінного перегляду концепції побудови депозитарної системи України й розробки на цій основі нових відповідних законодавчих і нормативно-правових актів. Переглянута концепція побудови депозитарної системи повинна включати, на нашу думку, такі базові положення:

1. Депозитарна система України повинна бути побудована аналогічно банківській системі країни та включати Центральний депозитарій і розгалужену мережу організаційно, методично й технологічно пов’язаних із ним локальних депозитарних установ.

2. Депозитарна система України має, поряд зі здійсненням функцій обліку прав власності на цінні папери, виконувати розрахунки в цінних паперах і кліринг за масовими угодами з дотриманням принципу “поставка проти платежу” у строк “Т+0”, що є обов’язковою умовою для повноцінного функціонування вторинного біржового ринку цінних паперів.

Поєднуючи всі локальні депозитарні установи, Центральний депозитарій має бути організуючою й контролюючою ланкою депозитарної системи та виконувати відповідні функції, а саме:

— ведення реєстрів власників цінних паперів (формування реєстрів, внесення в них подальших змін, надання інформації про поточний стан реєстрів за запитом локальних депозитарних установ). Ця функція не потрібна в разі законодавчого закріплення єдиної форми випуску цінних паперів — бездокументарної;

— обслуговування в цінних паперах, відкритих у Центральному депозитарії локальними депозитарними установами (відкриття/закриття рахунків, зарахування/списання цінних паперів на рахунках);

— проведення розрахунків у цінних паперах на підставі інформації про угоди, що надається фондовою біржею й/або локальними депозитарними установами;

— здійснення клірингу за масовими угодами з цінними паперами, укладеними на фондовій біржі на підставі інформації, що надається фондовою біржею (розрахунок взаємних зобов'язань і обчислення нетто-зобов'язань за цінними паперами та коштами для сторін біржових угод). При цьому Центральний депозитарій повинен мати відповідну ліцензію на здійснення фінансової діяльності (наприклад, ліцензію на управління грошовими рахунками), що також є предметом нормативного врегулювання;

— надання інформації щодо нетто-зобов'язань у коштах для сторін біржових угод у розрахунковий банк і платіжних доручень на списання/зарахування коштів. Як розрахунковий банк може бути обраний будь-який комерційний банк, де Центральний депозитарій відкриває розрахунковий рахунок із відповідними субрахунками для сторін біржової угоди;

— представлення інформації фондовій біржі та локальним депозитарним установам про розрахунки, проведені за угодами з цінними паперами.

Локальні депозитарні установи повинні:

— здійснювати зв'язок із емітентами та власниками цінних паперів, первинну обробку відповідної інформації й передачу її в Центральний депозитарій, а також надавати своїм клієнтам необхідні відомості про поточний стан їхніх прав власності (виписки з реєстрів), отримані за запитом від Центрального депозитарію. Ця функція не потрібна в разі законодавчого закріплення єдиної форми випуску цінних паперів — бездокументарної;

— виконувати функції ведення рахунків у цінних паперах і брати участь у розрахунках за цінними паперами відповідно до існуючого законодавства для зберігачів.