

**Леонов Д.А.,**

кандидат економічних наук, доцент,  
ректор Українського інституту  
розвитку фондового ринку,

**Смаглюк Є.М.,**

здобувач Науково-дослідного фінансового інституту  
при Міністерстві фінансів України

### ПЕРСПЕКТИВНІ НАПРЯМИ РОЗВИТКУ ІНФОРМАЦІЙНОЇ ІНФРАСТРУКТУРИ РИНКУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ

*Розглянуто недоліки інформаційної інфраструктури ринку акцій в Україні та обмеження щодо можливості аналізу інвестиційних якостей акцій, які виникають через інформаційну асиметрію. Актуальність цього питання зростає з огляду на вимоги законодавства щодо обов'язкової оцінки акцій інституційними інвесторами. На основі зібраних статистичних даних про угоди за акціями на організованому та неорганізованому ринку, аналізу законодавчої та нормативно-правової бази зроблено рекомендації щодо вдосконалення інформаційної інфраструктури ринку акцій України.*

*The article deals with the drawbacks in the informational infrastructure of Ukraine's stock market and restrictions concerning possible analysis of restrictions concerning possible analysis of investment qualities of stocks which emerge through informational assymetry. The importance of this question increases in view of the legislative requirements as to obligatory appraisal of stocks by institutional investors. Leaning on the collected statistical data on stock agreements at organized and unorganized markets and on an analysis of the legislative and normative-legal framework, the authors advance recommendations aimed at perfecting the informational infrastructure of the market of stocks in Ukraine.*

Можливість достовірної оцінки інвестиційної привабливості ринку акцій та окремих відкритих акціонерних товариств значною мірою залежить від можливості інвесторів і зацікавлених осіб прогнозувати зміни вартості акцій, оцінювати ризикованість інвестування в них. Інструментами оцінки інвестиційної привабливості акцій є технічний і фундаментальний аналіз<sup>1</sup>. Основою для першого є дані про активність на фондових біржах і курси акцій, для другого різновиду інвестиційного аналізу — дані про сучасний стан і прогнози розвитку економіки, галузі й самого емітента. Для України, як і для більшості країн із перехідною економікою, характерною є недостатня поінформованість учасників ринку про обіг акцій та фінансово-господарський стан їхніх емітентів. Основною причиною такого явища є слаборозвинена інфраструктура фондового ринку.

У рамках дослідження інформаційної важливості учасників ринку цінних паперів для оцінки вартості фондових активів узагалі вчені виділяють дві групи питань, пов'язаних із прозорістю як самого ринку, так і діяльності самих емітентів цінних паперів. Загальну оцінку поінформованості учасників ринку про стан емі-

---

<sup>1</sup> Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2004. — С. 807—818.

тента, обіг його цінних паперів дав учений Юджін Фама, формулюючи гіпотезу про ефективність ринку. Він виходив із того, що сформована трейдерами ціна на цінні папери відображає усю наявну інформацію<sup>2</sup>. Залежно від доступу трейдерів до інформації він запропонував визначати три рівні ефективності ринку — низький ступінь ефективності (всі попередні дані про ціни й обсяг продажу цінних паперів повністю і терміново відбиваються у поточних цінах), середній ступінь ефективності (вся публічна інформація про цінний папір повністю й невідкладно позначається на вартості цього активу) й ефективний ринок (уся наявна інформація — як публічна, так і приватна — повністю й моментально позначається на вартості цінного папера). Тобто критеріями визначення ступеня ефективності ринку є доступ трейдерів до інформації, необхідної для оцінки якостей цінного папера.

Учені Лоуренс Блум, Девід Ішлі та Марин О'Хара, приділяючи велику увагу питанню інформації про обіг цінних паперів, показали важливе значення обсягу статистичних даних для точнішого технічного аналізу цінних паперів<sup>3</sup>. Вони довели важливу роль інформації про обсяг торгів для технічного аналізу, який до цього часто враховував лише коливання цін. Автори показали, що особливо велике значення статистичні дані про обсяги торгів мають для малих ринків, однак урахування такої інформації на великих ринках може спричинити значні цінові коливання.

Маркус Бруннермайер, досліджуючи питання оцінки активів в умовах асиметричності інформації, також відзначає важливу роль даних про обсяг ринку<sup>4</sup>. За його словами, для ефективного технічного аналізу важливим є виконання двох умов: трейдери поліпшуватимуть портфелі для інвестування, а ціни на цінні папери повністю враховуватимуть усю наявну інформацію.

Важливість отримання даних про ціну й обсяг угод на ринку акцій також відзначають В. Кузьмінський та О. Любунь<sup>5</sup>.

Чимало українських і російських учених, досліджуючи питання інформаційної прозорості ринків акцій, говорять про недостатній рівень прозорості ринку цінних паперів і зосереджуються переважно на питаннях інфраструктурних перетворень. Зокрема О. Мендрул у загальних рисах указує на слабкий розвиток фондового ринку, що обмежує застосування технічного аналізу<sup>6</sup>. М. Назарчук та

<sup>2</sup> Fama, Eugene F. Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance, Volume 25, Issue 2, Papers and Proceedings of Twenty-Eight Annual Meeting of the American Financial Association New York, N.Y. December, 28—30, 1969 (May, 1970). — P. 383—417.

<sup>3</sup> Blume, Lawrence; Easley David; O'Hara, Maureen. Market statistics and technical analysis: the role of Volume. // Journal of Finance, Volume 49, Issue 1 (Mar., 1994). — P. 153—181.

<sup>4</sup> Brunnermeier, Markus Konrad. Asset Pricing under Asymmetric Information: Bubbles, Crashes, Technical Analysis, and Herding. Oxford, UK; New York: Oxford University Press, 2001. — P. 99—100.

<sup>5</sup> Кузьмінський В.З., Любунь О.В. Використання технічного аналізу в умовах фондового ринку України // Фінанси України. — 2001. — № 8. — С. 109—111.

<sup>6</sup> Мендрул О.Г. Управління вартістю підприємств: Монографія / Київський нац. екон. ун-тет. — К.: КНЕУ, 2002. — 272 с.

Г. Курбацький також описово зазначають, що домінування неорганізованого ринку породжує непрозорість і недостатню інформаційну відкритість, що є значними перешкодами в залученні інвестицій<sup>7</sup>. Цю тезу підтримує і В. Міньков, наголошуючи на недостатній прозорості операцій на фондовому ринку<sup>8</sup>. Російські вчені М. Кузнецов та А. Овчинников указують на недостатню статистичну базу для проведення технічного аналізу ринку цінних паперів<sup>9</sup>, що, по суті, є наслідком низької інформаційної прозорості.

Досить розробленим у спеціальній літературі є пласт питань про інформаційну прозорість діяльності емітентів і вплив оприлюдненої інформації на цінову динаміку активів. Узагальненням наукових доробок і практики можна назвати формулювання загальних принципів корпоративного управління, які ставлять мінімальні вимоги до інформаційної відкритості емітентів. Так, у принципах корпоративного управління Організації економічного співробітництва і розвитку зазначається, що суворий режим розкриття інформації є головною опорою ринкового моніторингу товариств<sup>10</sup>.

Розвиток фондового ринку України, зокрема ринку акцій, від самого початку формування, й особливо протягом останніх років, супроводжується стрімким зростанням його неорганізованого сегмента, який є непрозорим для переважної більшості інвесторів. За даними Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР), частка неорганізованого сегмента ринку акцій зросла з 64,86 % у 1999 році до 97,58 % у 2005 році на тлі зростання річних обсягів угод за акціями майже в 65 разів до 179,79 млрд грн у 2005 році порівняно з 1999 роком<sup>11</sup>.

Проведені науковцями дослідження вказують на важливість прозорості й поінформованості учасників ринку цінних паперів, тобто на необхідність зменшення інформаційної асиметрії. Прямим наслідком останньої є зниження ефективності інструментів технічного і фундаментального аналізу акцій, без яких інвестори не можуть точно оцінити ризики вкладання коштів. Це питання набуває значної актуальності з огляду на вимоги національного законодавства, яке чітко регламентує інвестування у цінні папери коштів інституційних інвесторів — пайових і корпоративних інвестиційних фондів, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, а в майбутньому й накопичувального фонду загальнообов'язкового державного пенсійного страхування. Відповідно до законодавства

---

<sup>7</sup> Назарчук М., Курбацький Г. Проблеми організованого ринку цінних паперів України // Цінні папери України. — 2005. — №13 (353). — С. 22—24.

<sup>8</sup> Міньков В.І. Деякі особливості розвитку фондового ринку // Фінанси України. — 2005. — №12. — С. 104—114.

<sup>9</sup> Кузнецов В.М., Овчинников А.С. Технический анализ рынка ценных бумаг. — М.: ИНФРА-М, 1996. — С. 143.

<sup>10</sup> Принципи корпоративного управління ОЕСР // Міжнародні та національні стандарти корпоративного управління (збірник кодексів і принципів). — К.: Міжнародна фінансова корпорация, 2002. — С. 33—37.

<sup>11</sup> Річні звіти Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку за 1997—2005 роки // [ssmsc.gov.ua](http://ssmsc.gov.ua)

страхові компанії при формуванні резервів можуть інвестувати кошти в акції українських емітентів з урахуванням безпечності, прибутковості й ліквідності<sup>12</sup>.

Напрями інвестування активів недержавних пенсійних фондів у цінні папери вітчизняних підприємств обмежуються колом цінних паперів, зокрема акцій, які пройшли процедуру лістингу на організаторах торгівлі, де укладається щонайменше 25 % усіх угод на організованому ринку<sup>13</sup>. Слід зауважити, що порядку визначення організаторів торгівлі, які б за цим критерієм відповідали вимогам закону<sup>14</sup>, ДКЦПФР не може встановити із 2004 року, що потенційно є джерелом ризику застосування при оцінці активів недержавних пенсійних фондів невідповідних даних про ринкову вартість цінних паперів.

Накопичувальний пенсійний фонд зможе здійснювати інвестування в акції, які перебувають в обігу на організованому ринку і пройшли процедуру лістингу на біржі чи в торгово-інформаційній системі<sup>15</sup>. Для інститутів спільного інвестування встановлені нормативи щодо частки у їхніх активах цінних паперів, які перебувають в обігу на організованому й неорганізованому сегментах ринку<sup>16</sup>. Крім того, для розрахунку інвестиційних обмежень і визначення зобов'язань перед споживачами фінансових послуг цих фінансових інститутів їхні інвестиційні портфелі в обов'язковому порядку мають оцінюватися з урахуванням ринкової вартості активів, із яких вони складаються.

Водночас “критерії ринковості”, встановлені до цінних паперів нормативними документами ДКЦПФР (зокрема щодо оцінки вартості чистих активів інститутів спільного інвестування), вимагають наявності й оцінки інформації про обсяги операцій із цим активом за певний період, який передує оцінці, інформації про найнижчу ціну активу, якщо він обертається більш ніж на одному організаторі торгівлі, тощо<sup>17</sup>. При цьому порядок і джерела отримання цієї інформації ДКЦПФР не визначені, що на практиці призводить до викривлення показників оцінки активів (передусім у вигляді акцій) практично у всіх інституційних інвесторів.

Мета статті — визначити перспективні напрями і формулювання рекомендацій про розвиток інформаційної інфраструктури ринку акцій України, які б сприяли усуненню інформаційної асиметрії. У рамках цієї роботи вирішуються такі завдання:

---

<sup>12</sup> Закон України “Про страхування» №85/96-ВР від 07.03.1996 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>13</sup> Закон України “Про недержавне пенсійне забезпечення» №1057-IV від 09.07.2003 // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>14</sup> Там само.

<sup>15</sup> Закон України “Про загальнообов'язкове державне пенсійне страхування» №1058-IV від 9.07.2003 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>16</sup> Закон України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» №2299-III від 15.03.2001 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>17</sup> Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку “Про затвердження Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів)” № 201 від 02.07.2002 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

— зібрано, систематизовано й проаналізовано оприлюднені організаторами торгівлі нерегулярні адміністративні дані торгівців цінними паперами про угоди за акціями, укладені протягом першого кварталу 2006 року на неорганізованому ринку;

— проведено аналіз основних характеристик угод в організованому й неорганізованому секторах ринку акцій у січні—березні 2006 року;

— проаналізовано законодавчу й методологічну базу розвитку інформаційної інфраструктури фондового ринку;

— сформульовано рекомендації щодо вдосконалення інформаційної інфраструктури ринку акцій.

На першому етапі при збиранні даних про укладені угоди з купівлі-продажу акцій використовувалися нерегулярні адміністративні дані торгівців цінними паперами, оприлюднені на інформаційних сайтах організаторів торгівлі: ПФТС (у розділі сайту ПФТС, присвяченому нерегулярним адміністративним даним торгівців цінними паперами, не було розбивки на місце укладення угод — організований чи неорганізований ринок, а на сайтах Кримської та Луганської фондових бірж не було даних за перший квартал 2006 року), Української та Придніпровської фондових бірж, Української міжбанківської валютної біржі, Київської міжнародної валютної біржі, Української міжнародної фондової біржі, Донецької фондової біржі (“Інекс”). Усього була зібрана інформація про 49,2 тис. угод з акціями 972 емітентів на загальну суму 32,498 млрд грн. Отриманий результат обрахунку цієї вибірки трохи розходиться із загальними даними ДКЦПФР у цілому по ринку (за даними ДКЦПФР<sup>18</sup>, у першому кварталі обсяг угод на неорганізованому ринку становив майже 33,5 млрд грн, тобто розходження в даних, зібраних і оброблених авторами та у відомостях ДКЦПФР, становлять 3,08% у бік зменшення), однак наявні розбіжності не матимуть значного впливу на аналіз структури ринку акцій.

Найбільший інтерес до угод у неорганізованому й організованому сегментах ринку акцій становлять середня вартість угоди, цінова сегментація та внесення до лістингу бірж і ТПС акцій, які мають обіг на неорганізованому ринку. З метою оцінки першого показника для акцій кожного емітента, які перебували в обігу на ринку, була розрахована середня ціна угоди шляхом ділення загального обсягу укладених угод на їхню кількість:

$$\bar{p} = \frac{\sum_{i=1}^n Q_i}{n}, \quad (1)$$

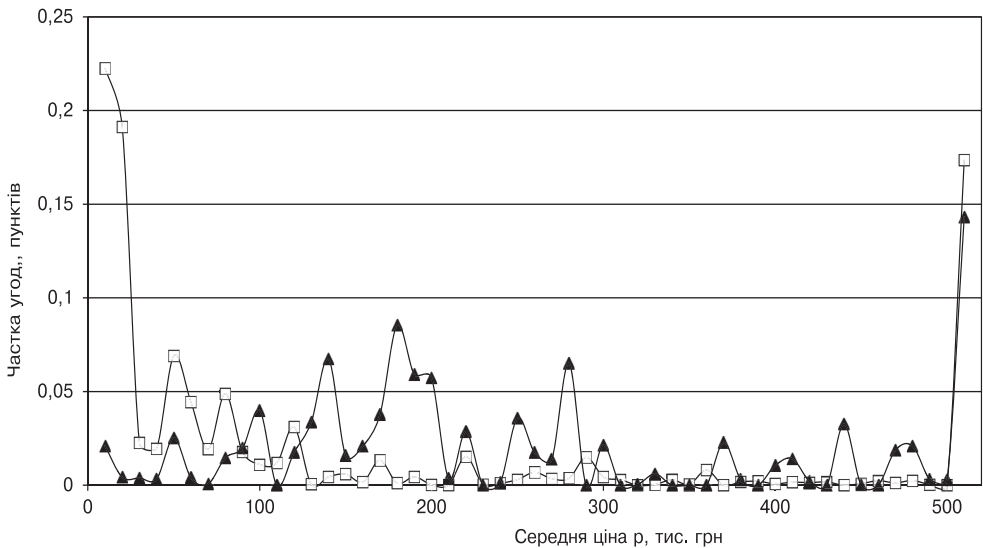
де  $\bar{p}$  — середня вартість угоди з купівлі-продажу акцій емітента,  $\sum_{i=1}^n Q_i$  — загальний обсяг укладених угод за акціями емітента,  $n$  — кількість угод.

Середня вартість угоди для акцій кожного з емітентів розраховувалась як для організованого ( $\bar{p}_{om}$ ), так і неорганізованого ( $\bar{p}_{nom}$ ) ринків. Джерелом даних для

---

<sup>18</sup> Річні звіти Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку за 1997—2005 роки // [ssmsc.gov.ua](http://ssmsc.gov.ua)

розрахунку ( $\bar{p}_{om}$ ) були дані про результати торгів за акціями у першому кварталі 2006 року на ПФТС, де укладаються майже 90 % угод від усього їхнього обсягу за акціями. Значення  $\bar{p}_{nom}$  для неорганізованого ринку розраховувалися на підставі зібраних даних з оприлюднених нерегулярних адміністративних даних торгівців цінними паперами. Розрахунок середньої вартості угоди дав змогу побудувати частотний розподіл середніх цін угод. У рамках цього дослідження весь діапазон значень середньої вартості угод розбивався на діапазон до 500 тис. грн із кроком у 10 тис. грн, а також була надана ділянка, яка враховує значення ціни понад 500 тис. грн. Отриманий частотний розподіл для організованого й неорганізованого ринків наведено на рис. 1.



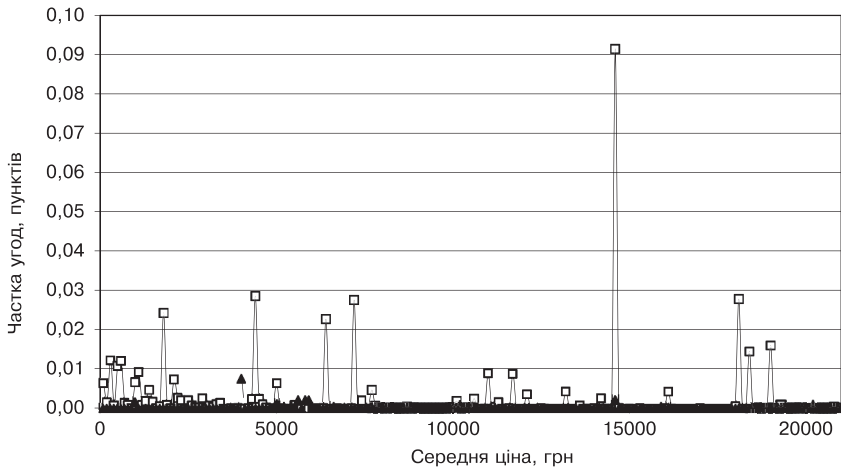
**Рис. 1. Частотний розподіл середньої вартості угод із купівлі-продажу акцій на організованому й неорганізованому ринках**

Отримані дані свідчать про значні відмінності у характері укладених угод на організованому й неорганізованому ринках. Для організованого ринку характерним є укладання основної маси угод у середньому ціновому діапазоні — найбільша кількість угод на організаторах торгівлі (наведені в цій статті характеристики угод на організованому ринку на прикладі ПФТС значно змінилися через заборону укладання угод купівлі-продажу цінних паперів між учасниками біржі та їхніми контрагентами, які не є учасниками біржі<sup>19,20</sup>) укладена за середньою ціною

<sup>19</sup> Борщевская Л. Фондовый рынок потерял объем из-за запрета односторонних сделок // Коммерсант-Украина. — 2006. — №163. — С. 8.

<sup>20</sup> Таран А. Фондовый рынок сдвинулся // Дело. — 2006. — №166. — С. 9.

від 70 до 290 тис. грн (63,6 % усіх угод на організованому ринку). Водночас на неорганізованому ринку спостерігається протилежна ситуація — основна частка угод припадає на ціновий діапазон до 130 тис. грн (71 % усіх угод на неорганізованому ринку). Для обох сегментів ринку акцій характерне укладання угод в екстремальній зоні понад 500 тис. грн (14,31 % угод на організованому ринку та 17,35 % на неорганізованому). Глибше зрозуміти характер укладених угод у діапазоні до 20 тис. грн можна за допомогою рис. 2.



**Рис. 2. Частотний розподіл середньої вартості угод із купівлі-продажу акцій на організованому й неорганізованому ринках (діапазон середніх цін угод до 21 тис. грн)**

Наведені дані засвідчують, що майже кожна п'ята угода на неорганізованому ринку укладається у діапазоні до 7,8 тис. грн, ще 12,7 % угод — за середніми цінами 12,3—14,8 тис. грн. На цей діапазон припадає 11,5 % загальної кількості угод у неорганізованому сегменті, їхня загальна вартість становить близько 20 млн грн. Для організованого ринку ці показники значно відрізняються — у діапазоні до 2 тис. грн було укладено 0,16 % угод, у діапазоні до 20 тис. грн — 2,37 %.

Аналіз можливості обігу акцій певних емітентів проводився шляхом порівняння даних про операції на неорганізованому ринку і лістингів організаторів торгівлі. Було з'ясовано, що акції 386 із 972 емітентів допущені до торгів принаймні одного організатора торгівлі цінними паперами (див. рис. 3).

Із наведених на рис. 3 даних видно, що акції 2/3 емітентів, які мають обіг на неорганізованому ринку, не внесені до лістингу хоча б одного організатора торгівлі. З другого боку, обсяг угод за акціями таких емітентів становить близько 7 %. Інші угоди укладаються з акціями, які внесені до реєстру хоча б одного організатора торгівлі. Основними чинниками, які можуть приводити до збільшення

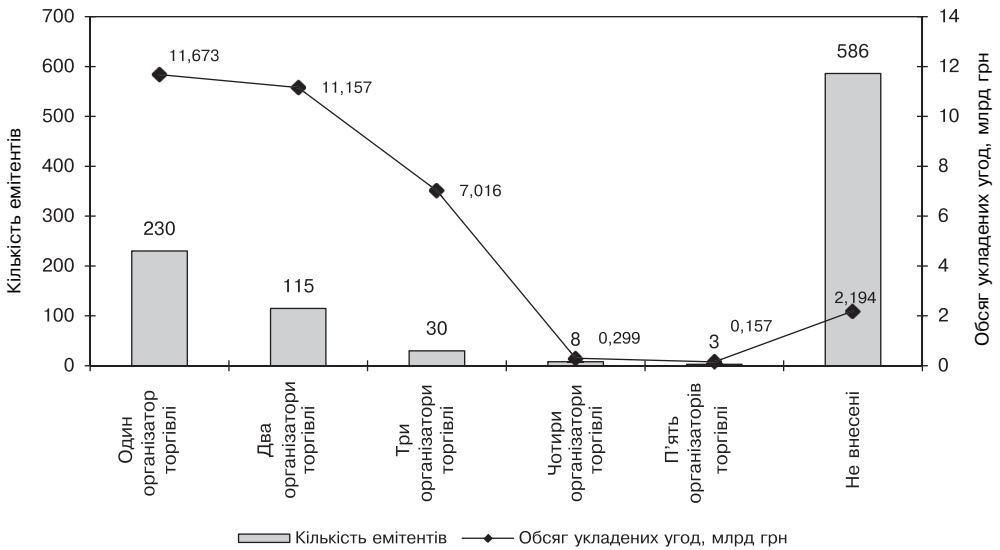


Рис. 3. Внесення акцій емітентів, які мають обіг на неорганізованому ринку, до лістингів організаторів торгівлі й обсяг укладених за ними угод

частки організованого ринку, є згортання процесів консолідації пакетів акцій, які зараз знаходяться у дрібних акціонерів<sup>21</sup>, зокрема серед населення (такі угоди можуть укладатися на організованому ринку, однак значно зростають витрати на їхнє виконання), активізація портфельного інвестування активів інституційних інвесторів, які забезпечили б приплив на ринок акцій вільних коштів (в умовах України це стосується пайових інвестиційних фондів, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній тощо). Ефективність перелічених чинників залежить, крім іншого, від прозорості діяльності емітентів, обсягу цінних паперів у вільному обігу, використання первинного розміщення цінних паперів як механізму залучення капіталу, дивідендної політики тощо. Крім того, до останнього часу організатори торгівлі (зокрема ПФТС і система БЕТС Київської міжнародної фондової біржі) для збільшення частки угод з акціями на організованому ринку пропонували внесення цінних паперів до лістингу з ініціативи торговця цінними паперами, а не лише емітента.

Нинішня структура ринку призводить до значних розбіжностей у цінах на одні й ті самі цінні папери у різних сегментах. Із таблиці 1, де наведені дані про ціни на акції 10 великих компаній на організованому й неорганізованому ринках, видно, що в організованому сегменті ринку ціни на акції вищі на 10–50% (за винятком акцій „Запоріжсталі”, вартість яких на організованому ринку нижча на 52%.

<sup>21</sup> Шкодін І.В. Формування національної моделі фондового ринку в перехідній економіці інверсійного типу: Автореф. дис. канд. екон. наук. — Х., 2001. — С. 13–14.



Таблиця 1. Відмінності цін акцій деяких емітентів на організованому й неорганізованому ринках у першому кварталі 2006 року

| Емітент                                  | Ціни на акції на неорганізованому ринку, грн за штуку |         |             | Середні ціни акцій на ПФТС, грн за штуку | Діапазони розбіжностей середніх цін на акції на неорганізованому ринку та ПФТС, % |
|------------------------------------------|-------------------------------------------------------|---------|-------------|------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|
|                                          | мінімальні                                            | середні | максимальні |                                          |                                                                                   |
| Укртелеком                               | 0,33                                                  | 0,76    | 2,9         | 0,9558                                   | +25,76                                                                            |
| Укрнафта                                 | 100,0                                                 | 213,21  | 433,0       | 234,1347                                 | +9,81                                                                             |
| «Стирол»                                 | 0,04                                                  | 108,26  | 155,06      | 132,236                                  | +22,14                                                                            |
| Нижньодні-провський трубопрокатний завод | 10,0                                                  | 38,16   | 56,5        | 54,96                                    | +44,03                                                                            |
| Дніпроенер-го                            | 200,0                                                 | 264,19  | 324,5       | 326,94                                   | +23,75                                                                            |
| Київенерго                               | 6,0                                                   | 6,81    | 7,91        | 7,525                                    | +10,5                                                                             |
| Центренерго                              | 0,54                                                  | 2,22    | 4,0         | 3,17                                     | +42,8                                                                             |
| «Запоріж-сталь»                          | 1,0                                                   | 12,07   | 63,32       | 5,8                                      | —51,94                                                                            |
| Донбасенер-го                            | 8,0                                                   | 17,85   | 27,2        | 26,44                                    | +47,95                                                                            |
| Західенерго                              | 0,25                                                  | 110,02  | 137,69      | 132,55                                   | +20,47                                                                            |

*Примітка:* розраховано за адміністративними даними торговців цінними паперами без урахування звітів, оприлюднених на сайті ПФТС через значні відмінності у форматі надання даних. Розбіжності у стовпчику 6 розраховуються як:

$$\text{розмір розбіжності, \%} = \frac{\text{середня ціна на неорганізованому ринку}}{\text{середня ціна на ПФТС}} \times 100 - 100.$$

У цьому матеріалі не враховується фактор часу, тому не можна відстежити динаміки укладання угод на організованому й неорганізованому сегментах ринку. Така ситуація склалася після оголошення цим емітентом наміру збільшити статутний фонд і змінити умови викупу акцій у міноритарних акціонерів). Через цю саму причину не дуже об'єктивними є всі фондові індекси, оскільки основою для їхнього розрахунку є дані про укладені угоди на ПФТС<sup>22,23,24,25,26</sup>.

Як було показано<sup>27</sup>, цю проблему можна подолати шляхом створення об'єднаної інформаційної мережі, яка б в оперативному режимі відображала всі укладені

<sup>22</sup> Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку «Про порядок подання щоквартальної інформації акціонерними товариствами та холдинговими компаніями зі значною державною часткою в статутному капіталі» №248 від 04.09.2001 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>23</sup> Драгон Капітал і «Київ Пост» випустили новий фондовий індекс // Офіційний сайт компанії «Драгон Капітал»: <http://www.dragon-capital.com/news.php?src=pr&id=9>.

<sup>24</sup> Індекс українських Blue Chips «ProU-10» // «Лігабізнесінформ»: <http://www.liga.net/finance/stock/prou10desc.html>.

<sup>25</sup> Індекс Українського фондового ринку SB-50 // Офіційний сайт компанії «Сіма Блейзер»: <http://www.sigmayer.com/ru/business/research/sb50>.

<sup>26</sup> Положення про ПФТС-індекс // Офіційний сайт ПФТС: <http://www.pfts.com/files/docs-pfts/pol-pro-index.doc>.

<sup>27</sup> *Леонов Д., Смаглюк Є.* Застосування елементів технічного аналізу до цінних паперів в умовах слабкорозвинутої інформаційної інфраструктури фондового ринку // Ринок цінних паперів України. — 2005. — № 5—6. — С. 27—34.

угоди як на неорганізованому ринку, так і на організаторах торгівлі. У цьому питанні корисним може бути досвід США, де з метою підвищення прозорості позабіржового ринку з ініціативи Комісії з цінних паперів та бірж у 1990 році було створено систему оприлюднення даних ОТСВВ<sup>28</sup> (англ. “Over-the-counter Bulletin Board” — дослівно “Дошка оголошень позабіржового ринку”). Особливістю системи є те, що в обов’язковому порядку протягом 90 секунд мають бути оприлюднені дані про укладені угоди з акціями, які не ввійшли до лістингу жодного з організаторів торгівлі.

Необхідно зауважити, що огляд законодавства змушує констатувати низькі темпи реалізації державних програм розвитку інфраструктури фондового ринку і системи його моніторингу. Зокрема ще затверджені Президентом України основні напрями розвитку фондового ринку на 2000 рік передбачали створення єдиної інформаційної бази даних щодо угод із цінними паперами<sup>29</sup>. На період 2005—2010 років основними напрямками розвитку ринку цінних паперів визначено зосередження укладання договорів купівлі-продажу цінних паперів на фондових біржах та інших організаторах торгівлі<sup>30</sup>, а одним із кроків передбачається укрупнення організаторів торгівлі шляхом встановлення вимог до мінімального обсягу виконаних угод.

Пропозиції учасників ринку та фахівців, які з 2000 року висловлювалися про підвищення прозорості ринку цінних паперів, умовно можна поділити на адміністративні та фіскальні. Зокрема було запропоновано встановити квоти на проведення угод на неорганізованому ринку, створити консолідовану біржову систему, запровадити пільговий режим оподаткування дилерів, які укладають угоди на організованому ринку, укрупнення організаторів торгівлі й переміщення основної частки організованого ринку з ГІС на фондові біржі.

Іншим напрямом, який сприятиме підвищенню поінформованості інвесторів і зацікавлених осіб, має стати запровадження обов’язкового щоквартального звітування відкритих акціонерних товариств про підсумки своєї роботи. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок”<sup>31</sup> передбачає публікацію емітентами квартальної та річної звітності у визначеному ДКЦПФР порядку. Комісія визначила<sup>32</sup>: щоквартально повинні звітувати державні акціонерні

<sup>28</sup> All about the OTCBB // Офіційний сайт ОТСВВ: <http://www.otcbb.com>.

<sup>29</sup> Указ Президента України “Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні в 2000 році» №1415/99 від 30 жовтня 1999 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>30</sup> Основні напрями розвитку фондового ринку України на 2005—2010 роки, затверджені Указом Президента України “Про рішення Ради національної безпеки і оборони України від 29 червня 2005 року “Про заходи щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні» та від 28 жовтня 2005 року “Про заходи щодо утвердження гарантій та підвищення ефективності захисту права власності в Україні» №1648/2005 від 24 листопада 2005 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>31</sup> Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок» №3480-IV від 23.02.2006 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>32</sup> Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку “Про порядок подання щоквартальної інформації акціонерними товариствами та холдинговими компаніями зі значною державною часткою в статутному капіталі» № 248 від 04.09.2001 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

товариства, холдингові компанії та дочірні підприємства, пакети акцій яких передано до статутного капіталу державних (національних) акціонерних товариств і холдингових компаній із державною часткою від 10 % у статутному капіталі, для інших акціонерних товариств передбачене подання лише річного звіту<sup>33</sup>. Ситуацію може поліпшити проект рішення ДКЦПФР<sup>34</sup>, який передбачає розширення переліку емітентів, котрі мають звітувати щоквартально. Зокрема щокварталу пропонується зобов'язати звітувати й емітентів, які здійснили відкриті розміщення облігацій підприємств, іпотечних облігацій і сертифікатів, сертифікатів фонду операцій із нерухомістю. Змінений порядок оприлюднення щоквартальної регулярної інформації та її подання до ДКЦПФР також має значно підвищити поінформованість інвесторів та інших зацікавлених осіб. Водночас залишається невирішеним питання оприлюднення результатів діяльності за квартал акціонерними товариствами, у статутному капіталі яких немає державної частки, і тих, які не випускали будь-яких інших цінних паперів.

Іншим важливим питанням є удосконалення порядку оприлюднення особливої інформації про емітента, яка на сьогодні може бути оприлюднена в одному з 10 офіційних друкованих видань органів влади України. Ситуацію можуть виправити наміри ДКЦПФР ухвалити положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів, яке б передбачало можливість безплатного розміщення такої інформації та доступу до неї, підвищення оперативності її оприлюднення шляхом застосування мережі Інтернет і створення єдиної загальнодоступної інформаційної бази даних<sup>35</sup>.

Важливим як для інвесторів, так і для державних установ є запровадження практики оголошення акціонерними товариствами про плани своєї роботи у наступні періоди. Така інформація має характер комерційної таємниці, однак її оприлюднення даватиме змогу зацікавленим особам точніше прогнозувати розміри грошових потоків компанії, її прибутки чи збитки від діяльності. Враховуючи особливий статус такої інформації, запровадження практики можливе тільки у рамках розвитку корпоративного управління.

Поряд із розвитком інформаційної інфраструктури важливе значення має формування мережі консультативних центрів для акціонерів, які могли б надавати інформацію з широкого кола питань роботи фондового ринку, зокрема щодо поточної ринкової вартості наявних у громадян цінних паперів. Створен-

---

<sup>33</sup> Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку “Про затвердження Положення про надання регулярної інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами — емітентами облігацій” №72 від 06.09.1998 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>34</sup> Рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку “Про схвалення проекту рішення Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку “Про затвердження Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів” № 717 від 01.08.2006 року // [www.rada.gov.ua](http://www.rada.gov.ua)

<sup>35</sup> Концепція розкриття інформації на фондовому ринку України. Схвалена рішенням ДКЦПФР № 570 від 13.07.2006 року // [ssmsc.gov.ua](http://ssmsc.gov.ua)

ня такої мережі сприяло б захисту інтересів акціонерів при укладанні угод із купівлі-продажу акцій та розвитку ринку послуг торгівців цінними паперами.

Проведені дослідження засвідчили, що застосування фундаментального й технічного аналізу в умовах України не завжди є ефективним через наявні об'єктивні обмеження<sup>36</sup>. Зокрема недостатній розвиток інформаційної інфраструктури ринку акцій і домінування непрозорого для інвесторів неорганізованого ринку значно ускладнює отримання достовірного прогнозу про курс акцій за допомогою інструментів технічного аналізу. Крім того, нинішні законодавчі вимоги щодо подачі до ДКЦПФР фінансової звітності емітентів акцій раз на рік і особливостей їхнього оприлюднення значно ускладнюють оцінку вартості компаній за допомогою фундаментального аналізу й проведення її коригування на основі лише минулорічних даних, які не завжди вчасно стають відомі широкому загалові.

Аналіз особливостей діяльності неорганізованого ринку свідчить про недостатню поінформованість (тобто інформаційну асиметрію) значної частини акціонерів — громадян України про поточну вартість акцій, власниками яких вони стали внаслідок масової приватизації. Прямими негативними наслідками такого явища, зокрема, є розбіжності в ціні акцій на організованому й неорганізованому ринках “у рази”, підвищені інвестиційні ризики через відсутність достовірної та актуальної інформації про фінансовий стан емітентів, неповне й несвоєчасне інформування учасників ринку про поточні тенденції, неспроможність ринку виконувати важливу функцію ціноутворення, справедливого оцінювання активів, відсутність ефективного джерела фінансових ресурсів для емітентів цінних паперів<sup>37</sup> тощо.

Підсумовуючи вищевикладене, можна дійти таких основних висновків:

- 1) аналіз засвідчує, що більша частина укладених угод на ринку акцій в цілому у грошовому вираженні припадає на акції емітентів, які внесені до лістингу хоча б одного організатора торгівлі;
- 2) наслідками інформаційної асиметрії на ринку акцій є значна різниця цін на ті самі цінні папери на організованому й неорганізованому ринках, що призводить до порушення прав і економічних інтересів власників акцій;
- 3) підвищення прозорості й ефективності ціноутворення на організованому ринку акцій можливе шляхом створення об'єднаної загальнодоступної міжбіржової інформаційної мережі з обов'язковою та швидкою реєстрацією інформації про укладені угоди;
- 4) важливим кроком у підвищенні прозорості й ефективності ринку акцій у перспективі може стати подальше об'єднання усього біржового простору в єдину систему фондових бірж;

<sup>36</sup> *Леонов Д., Смаглюк Є.* Застосування елементів технічного аналізу до цінних паперів в умовах слаборозвинутої інформаційної інфраструктури фондового ринку // Ринок цінних паперів України. — 2005. — № 5—6. — С. 27—34.

<sup>37</sup> *Румянцев С.* Вплив приватизації на фондовий ринок // Цінні папери України. — 2005. — № 25. — С. 6.

5) наявна практика оприлюднення лише річних звітів значно ускладнює аналіз фінансово-господарської діяльності й інвестиційної привабливості акціонерних товариств. Поліпшити ситуацію може запровадження обов'язкового оприлюднення щоквартальних звітів акціонерних товариств про підсумки діяльності, а також запровадження практики оприлюднення емітентами повідомлень про плани роботи на наступні періоди в єдиній загальнодоступній державній інформаційній системі у мережі Інтернет;

6) тільки ДКЦПФР сьогодні має централізовану оперативну інформацію про обсяги й вартість угод на конкретні цінні папери на організованих ринках. Самостійно отримати, ефективно й достовірно узагальнити цю інформацію в обсягах, встановлених ДКЦПФР, не в змозі жоден інституційний інвестор (інвестиційний, пенсійний фонд, страхова компанія тощо). Тому, з метою захисту інтересів споживачів фінансових послуг, єдина і загальнодоступна інформаційна система розкриття інформації ДКЦПФР повинна централізовано надавати інституційним інвесторам повну офіційну інформацію про індикативні ціни на кожен цінний папір, який має обіг на організованому ринку й відповідає визначеним ДКЦПФР вимогам “ринковості”.