

Терещенко Г.М.,

кандидат економічних наук,
старший науковий співробітник
відділу фінансових ринків та послуг
Науково-дослідного фінансового інституту
при Міністерстві фінансів України

ПРОБЛЕМИ СТАНОВЛЕННЯ ТА НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

У статті наголошується на винятковій ролі ринку цінних паперів щодо залучення та перерозподілу вільних фінансових ресурсів в економіці, а також досліджено проблеми становлення та напрями удосконалення функціонування ринку цінних паперів в Україні.

The author accentuates the exceptional role of the securities market for attracting and redistributing free financial resources in economy and also investigates the problems of forming and directions of improving the securities market in Ukraine.

Стратегічним напрямом на шляху залучення в господарський обіг вільних грошових ресурсів інвесторів є подальший розвиток ринку цінних паперів та залучення за допомогою його інструментів інвестицій у реальний сектор економіки.

Справді, за обмежених можливостей самофінансування підприємств (відсутність прибутку, накопичень, знецінення амортизаційних відрахувань) проблемою розширеного відтворення стає передусім відсутність зовнішніх джерел інвестиційних ресурсів. У ситуації, що склалася, прискорення розвитку ринку цінних паперів, за допомогою якого можуть бути забезпечені умови для залучення інвестицій на підприємства, має розглядатися як один із реальних шляхів подолання інвестиційного спаду та спрямування значних фінансових ресурсів у промисловість.

Питання розвитку ринку цінних паперів розглядають у своїх працях чимало знаних учених: В.В. Корнєєв, О.М. Мозговий, О.Г. Мендрул, В.В. Оскольський та інші. Втім, на жаль, і нині актуальними залишаються дослідження у сфері розвитку ефективно функціонуючого ринку цінних паперів.

Оздоровлення економіки України потребує переміщення значних капіталів у пріоритетні галузі виробництва. Структурно-інноваційна перебудова економіки потребує створення сприятливого інвестиційного клімату, становлення національного фондового ринку.

На сьогодні пріоритетними в економіці є галузі високих технологій: програмне забезпечення, засоби інформації та комунікацій, біотехнології, генна інженерія тощо. Наприклад, у США 60 % усього обсягу щорічних інвестицій в економіку (близько 450 млрд дол.) спрямовується в компанії, що пов'язані з інформаційними технологіями¹. Операції на фондовому ринку стали каталізатором науково-тех-

¹ Доронин І.Г. Мировой финансовый рынок — на пороге XXI века // Деньги и кредит. — 2000. — № 5. — С. 54—56.

нічного прогресу в реальному секторі, які, в свою чергу, забезпечують зростання продуктивності праці. Попитом на фондовому ринку користуються передусім акції компаній, пов'язаних з Інтернет-технологіями, які розроблюють сучасні засоби комунікацій, програми із забезпечення інформаційних систем, а також компаній таких напрямів, як біотехнологія, фармацевтика, генна інженерія тощо. Нові напрями діяльності творять нову економіку XXI століття, підґрунтям якої є інформаційні технології, електронна торгівля та банківське обслуговування, електронні комунікаційні системи. Вони сприяють підвищенню динаміки економічного розвитку, надають економіці гнучкості та послаблюють її залежність від кон'юнктури світового ринку сировинних ресурсів.

Україна має величезний науково-промисловий потенціал. У нашій державі є такі галузі, як літакобудівна, космічна, військово-промислова, автомобілебудівна, суднобудівна тощо. Проте слід зазначити, що на сучасному етапі український ринок цінних паперів не є показником стану розвитку економіки чи окремої її галузі. Для розвитку ринку цінних паперів як механізму залучення інвестицій у галузі високих технологій потрібна державна підтримка, підвищення ролі держави не у створенні зайвої регулятивної структури, а у сприянні розвитку інвестиційної складової ринку цінних паперів. Розвиток інвестиційної складової ринку цінних паперів потребує також розвитку саме вторинного ринку.

Треба зважати на те, що фондовий ринок як механізм переміщення коштів від інвесторів до емітентів сприятиме ринковому перерозподілу капіталів і спрямуванню їх у сфери найефективнішого використання. Фондовий ринок є важливим елементом мобілізації національних заощаджень та трансформації їх в інвестиційні ресурси. Сьогодні, взявши курс на відкриту ринкову економіку, Україна не має кращої альтернативи з іншими механізмами, як створити умови для формування ефективного ринку цінних паперів. Ключовим завданням фондового ринку має стати забезпечення гнучкого міжгалузевого перерозподілу інвестиційних ресурсів, максимально можливого припливу внутрішніх та іноземних інвестицій на підприємства.

Нагальним завданням на шляху формування ефективного ринку цінних паперів, як на думку автора, так і на думку багатьох економістів, є вдосконалення законодавчої бази. Зволікання з урегулюванням законодавчої бази — це затримка розвитку нормальних корпоративних відносин у країні зокрема та фондового ринку в цілому. Неодноразово науковці та практики фондового ринку підкреслювали важливість залучення коштів індивідуальних та інституційних інвесторів на ринок цінних паперів. Проте інвестиції в цінні папери на практиці виявляються абсолютно незахищеними. Тому передусім необхідно на законодавчому рівні захистити приватні інвестиції та вжити заходів щодо запобігання маніпулюванню на ринку цінних паперів. Так, слід визначити види маніпулювань на ринку цінних паперів, запровадити поняття “дозволеного маніпулювання”, як це зроблено в США, зокрема стосовно стабілізації вторинного ринку².

² Терещенко Г.М. Вплив асиметричності інформації на розвиток ринку цінних паперів // Наукові праці НДФІ. — 2007. — Випуск 1 (№ 38). — С. 56—62.

Для поліпшення стану фондового ринку України та підтримання його фінансової безпеки потрібно підвищити роль держави на фондовому ринку. Одним з основних елементів державного регулювання ринку цінних паперів є контроль за діяльністю емітентів, професійних учасників ринку, фондових бірж та самоврядних організацій, спрямованих на виявлення й своєчасне попередження порушень законодавства на ринку цінних паперів.

Зауважимо, що однією з основних проблем є законодавча неврегульованість питань корпоративного управління в акціонерних товариствах. Повсякчас виявляються численні порушення прав акціонерів щодо розподілу додатково випущених акцій, щодо прав акціонерів в управлінні акціонерним товариством тощо. Об'єктивно корпоративне управління є безперервним процесом узгодження інтересів і подолання суперечностей, що виникають. Втім, ці процеси мають бути чітко регламентовані.

За оцінкою Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, найтипівшими порушеннями вимог чинного законодавства, які були допущені суб'єктами фондового ринку, для емітентів є: nereєстрація або несвоєчасна реєстрація в ДКЦПФР інформації про емісію акцій; непублікування у пресі інформації про свою діяльність; внесення змін до статуту без затвердження на загальних зборах; порушення термінів та порядку відкритої передплати на акції; викуплені акції в акціонерів протягом року не реалізуються і не анулюються. На нашу думку, такі правопорушення на фондовому ринку мають місце через брак ділової етики, нерозвиненість саморегулювання та недосконалість державного регулювання ринку цінних паперів.

Сфера корпоративних взаємовідносин — складний, багатовекторний процес зіткнення економічних інтересів. Розв'язання проблеми корпоративного управління полягає насамперед у прийнятті Закону “Про акціонерні товариства”, який би регулював діяльність акціонерних товариств, захищав права дрібних власників цінних паперів. Водночас існує досвід розробки Кодексу корпоративного управління — спроба створити механізм регулювання корпоративними відносинами. Втім, на жаль, прийняття цього документа не розв'язало багатьох проблем корпоративного управління.

Права інвесторів порушуються вже на першому етапі набуття ними прав власності на акції. Незалежні реєстратори, незважаючи на звернення громадян, не дають їм виписки та не включають до реєстру акціонерів, що засвідчує право власності на частку капіталу акціонерного товариства та надає право на участь в його регулюванні. Акціонерів тримають в інформаційному вакуумі щодо термінів, місць проведення та порядку денного загальних зборів підприємств.

Порушуються права акціонерів, що володіють понад 10 % акцій товариства, а саме не включаються до порядку денного порушені ними питання. Чиняться перешкоди щодо скликання позачергових зборів на вимогу акціонерів, які володіють понад 20 % акцій товариства. Має місце перевищення правлінням акціонерних товариств своїх повноважень.

Під час перевірок звернень громадян до ДКЦПФР щодо захисту їхніх законних прав були виявлені факти фальсифікації під час реєстрації акціонерів та їх представників. Можна погодитися з твердженням, що ведення реєстру акціонерів є одним з інструментів регулювання ринку цінних паперів. Реєстрація акцій потрібна насамперед для того, щоб гарантувати права власників на володіння відповідною часткою в капіталі акціонерного товариства. Штучно затягується реєстрація та перереєстрація прав власності на цінні папери. Обмежується доступ до інформації з реєстру, хоча теоретично право на одержання цієї інформації має будь-хто з акціонерів.

З огляду на вищезазначене для захисту прав інвесторів передусім необхідне: по-перше, строге дотримання законодавства, вимог регулятора та стандартів ділової етики з боку професійних учасників ринку цінних паперів;

по-друге, врегулювання конфліктів інтересів, зокрема через розподіл повноважень на законодавчому рівні;

по-третє, захист інвестора від маніпулювань цінами на фондовому ринку (як було зауважено, законодавчо визначити види маніпулювань) та використання інсайдерської інформації.

Але розв'язати окреслені проблеми захисту прав акціонерів можна тільки шляхом запровадження системи фінансової відповідальності (штрафів) щодо порушників, професійних учасників ринку цінних паперів (реєстраторів, емітентів, брокерів тощо). ДКЦПФР має повноваження та досвід стягнення штрафів, проте вони надто незначущі порівняно з прибутками, які одержують порушники.

Для порівняння зауважимо, що у провідних розвинених країнах використання службової (інсайдерської) інформації в особистих цілях переслідується в карно-адміністративному порядку. У США для осіб, що зловживають службовою інформацією при укладанні угод з цінними паперами, передбачені штрафи у розмірі в 1 млн дол. (для юридичних осіб 2,5 млн дол.) або ув'язнення терміном до 10 років. У Великобританії — штраф у необмеженій сумі або ув'язнення до 7 років. У Франції — штраф до 10 млн франків або ув'язнення від 2 місяців до 2 років³.

Запровадження суворих санкцій для порушників є необхідним кроком. Саме професійні учасники ринку цінних паперів користуються довірою дрібних інвесторів, тому їхні дії держава має жорстко регулювати.

На наш погляд, необхідно:

по-перше, розширити можливості впливу ДКЦПФР на професійних учасників ринку цінних паперів через заборону діяльності, заморожування рахунків, стягнення штрафів тощо. Реакція на правопорушення повинна бути миттєвою, а справи, які не належать до компетенції ДКЦПФР, мають передаватися до органів прокуратури або вирішуватися в судовому порядку.

³ Рынок ценных бумаг: шаг России в информационное общество / Под ред. Н.Т. Клещева. — М.: Экономика, 1997. — 559 с.

По-друге, зважаючи на досвід зарубіжних країн, як з розвиненою, так і з перехідною економікою, необхідно збільшити суми штрафів, які накладаються за порушення законодавства про цінні папери, а також відпрацювати механізм їх стягнення.

По-третє, необхідно запобігати порушенням законодавства з боку посадових осіб, які користуються своїм службовим становищем у власних інтересах.

Одна з головних проблем регулювання ринку цінних паперів в Україні полягає у строках створення регулятора ринку. Вивчаючи досвід регулювання ринку цінних паперів у країнах з перехідною економікою, зокрема Польщі, можна наголосити на головному — це строк створення Комісії з цінних паперів та бірж, яку утворено водночас з Варшавською фондовою біржею. Тобто вдалося уникнути ситуації, коли ринок є, але на ньому немає регулятора, що сталося в Україні (1991 року було створено Українську фондову біржу, а 1995-го — ДКЦПФР). У Польщі спочатку було створено регулятор, а потім усі учасники були змушені функціонувати за чітко встановленими правилами, що дало можливість майже одразу висунути високі вимоги до ринку. Розвинене правове регулювання, в свою чергу, сприяло залученню інвестицій в польську економіку.

Так, для України втрачено багато часу, проте можливо виправити кризовий стан на фондовому ринку за допомогою прийняття вищезгаданих законів, розширення повноважень ДКЦПФР, а також примусивши учасників ринку працювати за чітко встановленими правилами з дотриманням чинного законодавства, а до порушників застосовувати суворі санкції.

Досвід розвинених країн переконує, що кращого ринкового механізму розподілу капіталу, ніж ринок цінних паперів, не існує. У країнах з розвиненою економікою перерозподіл коштів на ринку цінних паперів здійснюється насамперед через фондову біржу або інші організовані ринки. В Україні на сучасному етапі організовані ринки цінних паперів занадто слабкі й нерозвинені. Передусім це низька капіталізація та ліквідність цього сегмента фондового ринку. На наш погляд, розв'язанням цих проблем може стати централізація організованих ринків в Україні, а також обов'язковість укладання всіх угод купівлі-продажу цінних паперів тільки на організованих ринках, що водночас забезпечить і більшу його прозорість.

Проблема прозорості ринку тісно пов'язана з його можливістю виконувати функції забезпечення фінансового розвитку (економічного зростання). З огляду на це привертає увагу питання розвитку біржового та позабіржового ринків передусім як механізмів ринкового ціноутворення, формування реальної ціни капіталу.

На нашу думку, механізм ціноутворення, визначення доходності цінних паперів на українському ринку цінних паперів украй спотворений. Встановлення цін, зокрема на акції, не відповідає реальному співвідношенню попиту та пропозиції, а також інших чинників, що впливають на ціноутворення. Низька доходність цінних паперів українських емітентів і неможливість застосувати традицій-

ні методи визначення дохідності та дисконтування ще більше спотворюють дію ринкового механізму⁴.

Також слід зауважити, що розрахунок фондових індексів в Україні має формальний характер і не слугує інформативною базою для визначення стану ринку та економіки в цілому. Так, на відміну від фондових індексів розвинених ринків жоден з українських не враховує дохідності цінних паперів, а також розміри дивідендів⁵.

Не можна залишити поза увагою розвиток ринку похідних цінних паперів. Одним із механізмів фондового ринку, за допомогою якого можливе розв'язання проблем, з якими стикається фінансова система, є розвиток сегмента, пов'язаного з обігом похідних цінних паперів, так званих деривативів. Розвиток похідних фінансових інструментів передусім має забезпечити більшу стабільність фондового ринку, його передбачуваність, а отже, більшу прогнозованість. Завдяки прогнозованості зменшаться ризики, що супроводжують інвестування через механізм фондового ринку, тобто зменшиться й ціна позикового капіталу. Як зазначав Й. Шумпетер⁶, складовим елементом цієї ціни є своєрідна премія за ризик, яку вимагають власники капіталу, надаючи його в розпорядження суб'єктів господарювання.

На ринках деривативів здійснюються у великих обсягах операції, які мають спекулятивний характер і становлять загрозу дестабілізації процесів на фондовому ринку. Своєчасна розробка відповідних нормативів щодо регулювання цих ринків, які б враховували накопичений досвід розвинених ринків та ринків, що розвиваються, є необхідною умовою використання їх механізмів для хеджування ризиків.

Суттєвою проблемою у сфері гарантування безпеки українського фондового ринку є те, що вітчизняні підприємства не мають правдивої ринкової вартості, їх ціну дуже занижено. Недооцінка акцій, що дуже часто має місце за наших умов, може відбуватися внаслідок їх відсутності на фондовому ринку, політики інформаційної замкненості.

При цьому реальна загроза фінансовій безпеці держави полягає в тому, що в умовах певної бюджетної кризи уряд позбувається конкурентоспроможних підприємств, які залишилися у державній власності, аби поповнити скарбницю доходами від їх продажу. Під час приватизації держава дедалі більше втрачає контроль над колишніми державними підприємствами, які мають стратегічне значення для країни, та важелі впливу на нових власників, що переслідують власні інтереси та інтереси своїх держав. У багатьох науковців викликає занепокоєння те, що державний корпоративний сектор в Україні має тенденцію до швид-

⁴ Терещенко Г.М. До питання ринкового регулювання руху цінних паперів // Фінанси України. — 2006. — № 12. — С. 79—87.

⁵ Терещенко Г.М. Фондові індекси як індикатори стану ринку цінних паперів // Наукові праці НДФІ. — 2002. — Випуск 4 (19). — С. 91—98.

⁶ Шумпетер Й. Теория экономического развития. — М.: Прогресс, 1982.

кого зниження потенціалу впливу на макроекономічну ситуацію через стихійний продаж пакетів акцій, які належать державі.

В Україні діяльність держави у напрямі державних корпоративних прав характеризується відсутністю чіткої концепції, яка визначила б місце державного корпоративного сектору в економічній структурі країни, а також стратегію його розвитку. Використання корпоративних прав відіграє важливу роль у фінансовій діяльності. Це важіль здійснення контролю за емітентом з боку інвесторів, визначення напрямів дивідендної політики, забезпечення капіталізації вкладень, проведення спекулятивних операцій на фінансовому ринку.

На думку багатьох вчених, доцільним було б використання зарубіжного досвіду щодо впровадження такого виду цінних паперів, як “золота акція”. Цей вид цінних паперів з’явився в період приватизації у Великобританії. Питання впливу на діяльність акціонерних товариств є вкрай важливим. В Україні вже давно точаться дискусії про необхідність впровадження в акціонерні відносини “золотої акції”.

Досвід розвинених країн свідчить про те, що “золоті акції” — досить поширене явище. Використовується цей вид цінних паперів передусім для підвищення ефективності економіки у процесі приватизації. “Золота акція” дає уряду право зберігати за собою одну акцію, яка не голосує, що дає змогу заборонити подальший продаж основного капіталу або реорганізацію підприємства. Маючи “золоту акцію”, держава завжди буде готова втрутитися в галузь, яка працює неефективно, але при цьому має стратегічне значення для країни.

Держава повинна створити довгострокову концепцію щодо розвитку ринку цінних паперів, має знайти шляхи до поєднання ресурсів держави і приватного сектору з метою його формування, а також впорядкувати низку найважливіших нормативно-правових актів.

З огляду на вищевикладене нагальними завданнями є:

по-перше, стабілізація законодавчої бази, створення системи захисту прав інвесторів шляхом впровадження системи відповідальності учасників ринку цінних паперів, запровадження фінансових (штрафних) санкцій у разі невиконання останніми зобов’язань перед інвесторами. Таким чином, надати державні гарантії збереження коштів дрібних власників цінних паперів. Обмеження маніпуляцій на ринку цінних паперів та використання інсайдерської інформації.

По-друге, захист державних інтересів на ринку цінних паперів шляхом обмеження доступу нерезидентів та впровадження такого виду цінних паперів, як “золота акція”, що дасть змогу державі контролювати великі, прибуткові підприємства, зокрема ті, які мають стратегічне значення для країни.

По-третє, життя заходів щодо централізації та організованості фондового ринку: заборона укладати угоди купівлі-продажу цінних паперів на неорганізованому ринку, що підвищить ліквідність ринку цінних паперів, збільшить капіталізацію усіх структур останнього та зробить його діяльність прозорішою.

По-четверте, поліпшення якості професійної діяльності на ньому, підвищення рівня компетентності фахівців на ринку цінних паперів, розвиток і посилен-

ня системи регулювання і нагляду за діяльністю професійних учасників цього ринку, створення системи збирання й розкриття інформації про професійних учасників ринку цінних паперів, підвищення конкурентоспроможності українських професійних учасників ринку цінних паперів порівняно із зарубіжними фінансовими інститутами.

По-п'яте, підвищення рівня компетентності населення з питань фондового ринку, що сприятиме залученню вільних фінансових ресурсів домашніх господарств.

По-шосте, визначення концептуальних засад політики розвитку ринку цінних паперів в Україні та реалізації державних інтересів на ньому.

Без розв'язання цих проблем формування дієздатного та ефективного ринку цінних паперів неможливе. Перспективи подальшого розвитку українського ринку цінних паперів багато в чому залежать від правильного визначення його ролі в інвестиційному процесі, процесі фінансового розвитку країни. Взаємозалежність та взаємозумовленість фондового ринку й інвестиційного процесу в міру збільшення обсягів емісії цінних паперів та поліпшення інфраструктури їх обігу, безумовно, проявлятимуться дедалі чіткіше. З огляду на це актуальним стає завдання органічного поєднання якісних характеристик фондового ринку, який формується, із розвитком підрозділів виробництва.

Сьогодні безперечно одне: коли в Україні ринок перебуває ще в стадії становлення, у тому числі й фондовий, коли ще не створені надійні інституційні правила поведінки його учасників, потрібні жорсткі обмеження діяльності та законодавча врегульованість на ринку цінних паперів з урахуванням досвіду розвинених країн та національної специфіки.