

*А. М. Желіхівська,
аспірант кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту,
Київський національний університет ім. Т.Г. Шевченка*

ВИЗНАЧЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ІНСТИТУТІВ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Обґрунтовано поняття ефективності функціонування інститутів інфраструктури фондового ринку України. Здійснено аналіз структури професійних учасників фондового ринку, а також висвітлено ряд проблем і недоліків розвитку інфраструктури ринку цінних паперів та виокремлено основні завдання та перспективні напрямки розвитку.

The concept of effectiveness functioning of infrastructure participants of securities market is grounded. The analysis of structure of securities market professional participants is carried out, also the row of problems and failure of infrastructure development is reflected in article and basic tasks and perspective directions of development are selected.

ВСТУП

Тенденції розвитку сучасних трансформаційних процесів вимагають конкретного уявлення та розуміння тих процесів, що відбуваються на ринку цінних паперів. Ефективність останнього залежить від ступеня розвитку та можливостей його інститутів. Тому задля прискорення розвитку економіки України потрібно створити умови для її модернізації на основі адекватного використання можливостей інститутів ринку цінних паперів. Та на даному етапі фондовий ринок України працює в умовах закритості і непрозорості, що насамперед є ознаками структурних диспропорцій у його функціонуванні.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Дослідженням даної проблеми займалися багато вчених. Однак загалом не було сформовано єдиного підходу до розуміння, визначення та необхідності розвитку можливостей інститутів інфраструктури фондового ринку, оскільки їх ефективність залежить саме від них.

Зокрема, серед вітчизняних вчених, що приділяли увагу проблемі інституційної ефективності ринку цінних паперів, можна виділити: Ватаманюк З.Г., Федосов В.М., Опарін В.М., Львовичкін С.В., Кравченко О., Мендрул О., Оскольський В. та багато інших.

ПОСТАНОВКА ЗАДАЧІ

Завданням статті є визначення інституційної ефективності ринку цінних паперів, її якісних складових, а також загальних проблем розвитку інфраструктури фондового ринку України.

РЕЗУЛЬТАТИ

Інфраструктура фінансового ринку покликана забезпечувати можливість реалізації економічних інтересів суб'єктів економіки, сприяти координації усіх їхніх економічних дій, допомагати їм інтегруватися у світовий економічний та фінансовий простір. Фінансова інфраструктура може розглядатися у двох вимірах: по-перше, враховуючи забезпечувальну роль фінансів відносно економіки, у їх розумінні як вихідних, основоположних і домінуючих складових економічної інфраструктури, по-друге — як сукупність різних елементів, що забезпечують функціонування фінансів як суспільного інституту, в організаційному їх наповненні [1].

Організаційна фінансова інфраструктура являє собою сукупність відповідних структур, що забезпечують функціонування фінансів й управління ними, та включає три складові: управлінську, інституційну й обслуговуючу [1].

Управлінська фінансова інфраструктура представлена сукупністю фінансових органів, на які покладено функції оперативного управління у сфері державних фінансів і регуляторної діяльності щодо інституцій фінансового й страхового ринків і ринку фінансових послуг, а також фінансовими службами галузевих міністерств, відомств, підприємств, організацій і установ.

Інституційна фінансова інфраструктура — це сукупність фінансових інституцій, які функціонують на фінансовому й ринку фінансових послуг, виконуючи функції з мобілізації, переміщення й інвестування грошових ресурсів.

Обслуговуюча фінансова інфраструктура включає суб'єкти, одні з яких виконують функції організаційних посередників на фінансовому ринку (біржі, брокерські й дилерські контори тощо), інші — допоміжні функції на ринку цінних паперів (реєстратори, депозитарії, клірингові центри та ін.). До неї належать також юридичні особи, які, не будучи фінансовими за змістом своєї діяльності, надають послуги різним суб'єктам у сфері фінансової діяльності (аудиторські й консалтингові фірми, інформаційні, рейтингові та аналітичні агенції, ріелтерські контори, бюро кредитних історій тощо).

Суб'єкти організаційної фінансової інфраструктури виконують свої функції, використовуючи сукупність різноманітних фінансових інструментів. Результативність і ефективність їх діяльності багато в чому залежить від дієвості, надійності, передбачуваності й керованості використання цих інструментів. Фінансовий інструментарій постійно розвивається у частині як удосконалення діючих інструментів, так і запровадження нових їх видів.

У складі інституційної фінансової інфраструктури можна виділити три сегменти — страховий, кредитний ринок й ринок цінних паперів (фондовий) [1]. Усі вони об'єднані спільним полем діяльності (фінансовий сектор економіки), при цьому по-різному пов'язані з нинішньою кризою як у світовому, так і в національному масштабах. Це зумовлюється специфікою і спрямуванням діяльності кожного з них, а також різним характером послуг, які вони надають. Якщо інституції кредитного й фондового ринків безпосередньо забезпечують рух фінансових потоків в економіці, то страхування — насамперед надання фінансового захисту від певних подій.

Складною є ситуація на українському фондовому ринку. На значних проблемах у його функціонуванні, насамперед структурних диспропорціях, наголошують багато дослідників. Зауважимо, що головною проблемою є закритість і непрозорість даного ринку. Якщо раніше це можна було пояснити його формуванням заново у зв'язку з переходом до нових ринкових відносин, а на початковій стадії функціонування — націленість на розв'язання завдань приватизації, то наразі відсутність прогресу в посиленні його транспарентності є неприйнятною для економіки й суспільства.

Фондовий ринок України, як й інших країн світу, негативного реагує на загострення економічної кризи і насамперед зниженням інвестиційної активності. Можна стверджувати, що суб'єкти його інституційної інфраструктури відчутно постраждали і можуть ще більше постраждати внаслідок зменшення як обсягів операцій з цінними паперами, так і їхньої дохідності. Це у свою чергу негативно позначиться на суб'єктах підприємництва, для яких ускладнюється доступ до ресурсів. При цьому зазначимо, що фондовий ринок на відміну від банківської системи і страхування може набагато сильніше впливати на кризові процеси, провокуючи й загострюючи їх. І чим розвиненішим і потужнішим він є, тим сильнішим може бути цей вплив.

Середовище діяльності на ринку цінних паперів формується за рахунок функціонування емітентів, інвесторів, інфраструктурних учасників, а також потенційних конкурентів серед зазначених суб'єктів ринку. Сукупний вплив на учасників визначає потенціал гранич-

ного прибутку в даній сфері діяльності, який вимірюється в показниках довгострокової віддачі від інвестованого капіталу. Тому, на нашу думку, доречно розглянути рівень ефективності функціонування інститутів інфраструктури ринку цінних паперів та здійснити це на основі системи якісних показників діяльності всіх суб'єктів ринку, що відображає результативність інституційних чинників його функціонування.

Ефективність функціонування інститутів інфраструктури ринку цінних паперів є комплексним відображенням кінцевих результатів використання фінансових ресурсів інвесторів для задоволення потреб усіх учасників зазначеного ринку. На рівень ефективності функціонування інститутів інфраструктури ринку цінних паперів, з урахуванням ступеня розвитку макроекономічного та інституційного середовища, на наш погляд, впливає: обрана модель формування ринку цінних паперів, на основі якої визначаються найвпливовіші учасники; рівень конкуренції між суб'єктами ринку; ступінь його інформаційної прозорості. Дані чинники знаходяться у тісній взаємодії та взаємозалежності. Отож, розглянемо детальніше кожен з них [2].

Існує декілька базових підходів щодо функціонування ринку цінних паперів, вибір яких визначальним чином впливає на ефективність усього фінансового сектору економіки країни. Ці підходи пов'язані з двома варіантами ведення ринкового господарювання у фінансовій сфері — англо-американська (ринково-орієнтована модель) та японо-німецька (банківсько-орієнтована модель). Вітчизняні фахівці обґрунтовують різні підходи до визначення моделі українського ринку, іноземні інвестори пропонують концептуальні засади моделей, запроваджених у їхніх країнах. Головне розмежування стосується рівня централізації ринку. На практиці у більшості країн має місце еkleктичне поєднання елементів різних систем [2].

Ринок цінних паперів України має специфічні риси, що визначають його національну модель. А саме: пріоритет первинного ринку, що обумовлено приватизацією як джерелом появи цінних паперів та бажанням їх продати за неможливості знайти покупця. Це спричиняє неефективність цінних паперів, головна функція яких зводиться до перерозподілу власності, а не до залучення інвестицій в економіку.

Серед специфічних рис слід також відмітити значну частку акціонерного ринку та обмеженість інших видів фінансових інструментів; невеликі обсяги та пізню емісію державних і муніципальних боргових цінних паперів.

З огляду на всі особливості вітчизняного ринку цінних паперів, можна зробити висновок про те, що в Україні пріоритетною стає німецько-японська модель, яка передбачає формування інвестиційних ресурсів переважно за рахунок кредитів комерційних банків. Такий стан речей відповідає сучасним потребам підприємств та можливостям фінансової системи, адже ресурси комерційних банків є наразі більшими, ніж ресурси ринку цінних паперів. Водночас варто зазначити, що перспективи стабільного розвитку економіки пов'язані з фінансуванням через механізми ринку цінних паперів. Одним з головних недоліків на сучасному етапі є неповне використання його інвестиційного потенціалу.

Другим вагомим чинником впливу на ефективність

є стан конкуренції між його учасниками. Конкурентне середовище на ринку цінних паперів формується за рахунок діяльності на ньому різноманітних учасників, сукупний вплив яких визначає потенціал граничного прибутку в цій сфері (потенціал прибутковості вимірюється в показниках довгострокової віддачі від інвестованого капіталу).

Відповідно до напрямків діяльності на ринку цінних паперів України, на нашу думку, доцільно виокремити такі види конкуренції між його учасниками:

- за обсяги здійснення інвестиційних операцій, за перерозподіл наявних та набуття нових функцій на зазначеному ринку;

- за залучення фінансових ресурсів потенційних інвесторів;

- за сфери діяльності фінансових брокерів і дилерів, якими найчастіше виступають комерційні банки;

- за обсяги послуг з інвестиційного консультування;

- за здійснення функцій інфраструктурних учасників ринку цінних паперів.

Конкуренція за обсяги здійснення інвестиційних операцій стосується, головним чином, торговців цінними паперами, які належать до фінансових посередників. Якщо оцінювати ринок за видами торговців цінними паперами в Україні, то він з 2003 року є монополізованим "чистими торговцями". За станом на 01 жовтня 2008 року, ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку — діяльності з торгівлі цінними паперами отримали 815 суб'єктів підприємницької діяльності. "Чисті торговці" цінними паперами виконали 83,84 % від загальної кількості виконаних договорів [4].

Конкуренція за залучення фінансових ресурсів потенційних інвесторів поширена між емітентами цінних паперів. Цей вид конкуренції проявляється, насамперед, під час випуску цінних паперів. Саме здатність емітента зацікавити інвестора проявляється в процесі конкуренції між ними. З діяльності емітентів України впливає, що такі відносини відповідають характеристиці недосконалої конкуренції. В цій сфері можлива як цінова, так і нецінова конкуренція (інвестиційна привабливість, стабільність емітента, реклама, досвід діяльності). Для подальшого розвитку конкурентних відносин на ринку цінних паперів доцільно створити передумови (організаційні та регулятивні) для більшого поширення похідних та муніципальних цінних паперів.

Конкуренція між комерційними банками як фінансовими брокерами і дилерами на ринку цінних паперів проявляється під час виконання біржових угод з цінни-

ми паперами, а саме коли комерційні банки здійснюють комісійну (брокерську) або комерційну (дилерську) діяльність.

Вітчизняні банки-дилери купують цінні папери від свого імені, але за рахунок клієнтів, до того ж законодавчо не закріплений чіткий обов'язок продавати (купувати) цінні папери з портфеля банку на вимогу клієнта, натомість існують лише наміри здійснювати такі операції. Разом з тим комісійна діяльність банків України відповідає зарубіжним стандартам і здійснюється брокерською конторою банку, яка на підставі угоди з біржою щодо проведення біржових операцій отримує брокерське місце. Відносини між клієнтом і брокерською конторою оформлюються договором про обслуговування на біржі.

Як інфраструктурні учасники ринку цінних паперів комерційні банки здійснюють депозитарну діяльність, виступаючи депозитарієм та зберігачем цінних паперів; розрахунково-клірингове обслуговування своїх клієнтів; діяльність із ведення реєстрів власників іменних цінних паперів; інформаційне обслуговування учасників ринку цінних паперів. Частка комерційних банків на ринку реєстраційних послуг є невеликою (до 15%), але їх особливе місце серед реєстраторів зберігається завдяки адекватному програмному забезпеченню та широким можливостям залучення клієнтів. Особливого значення це набуває для великих банків, які, незважаючи на незначні прибутки від реєстраційних послуг, пропонують їх клієнтам, намагаючись забезпечити повний комплекс послуг на ринку цінних паперів. Тому у перспективі комерційні банки можуть стати найактивнішими учасниками зазначеного ринку, серйозним конкурентом для інших інвестиційних інститутів.

Конкуренція за здійснення функцій інфраструктурних учасників ринку цінних паперів поширена серед реєстраторів, депозитаріїв, розрахунково-клірингових установ, бірж та агенств з розвитку інфраструктури. Ринок реєстраторських послуг в Україні слід вважати конкурентним, оскільки на ньому створено рівні умови для функціонування реєстраторів, можлива як цінова, так і нецінова конкуренція, що ґрунтується на рекламі, стабільності та популярності того чи іншого реєстратора.

Діяльність з організації торгівлі та вітчизняному ринку цінних паперів є монополізованою з боку фондової біржі ПФТС, частка якої у загальному обсязі укладених угод серед організаторів торгівлі протягом 2004—2007 років відповідно становила 74,66, 88,22, 96,35 та 87,54% [5]. Важливо відмітити, що за своїми

технологічними можливостями вона перевершує всі фондові біржі, які забезпечують її програмно-технічними й інформаційними комплексами [2].

Також аналіз структури професійних учасників фондового ринку свідчить, що у 2007 р. їх кількість збільшилася порівняно з 2003 р. на 21,5 %. При цьому основний приріст професійних учасників фондового ринку було забезпечено за рахунок збільшення кількості компаній із управління та зберігачів (табл 1).

З урахуванням суміщення певних

Таблиця 1. Основні професійні учасники фондового ринку України у 2003—2007 рр.

| Професійні учасники | Кількість, од. | | | | |
|--|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
| Торговці цінними паперами | 871 | 780 | 795 | 805 | 779 |
| Зберігачі | 122 | 140 | 161 | 180 | 214 |
| Реєстратори | 364 | 371 | 361 | 354 | 372 |
| Компанії з управління активами | 32 | 91 | 159 | 224 | 326 |
| Депозитарій | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| Кліринговий депозитарій | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| Організатори торгівлі на ринку цінних паперів Фондові біржі та ТІС | 10 | 10 | 10 | 10 | 9 |
| Усього | 1401 | 1394 | 1488 | 1576 | 1703 |

Джерело: за даними ДКЦПФР. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

видів професійної діяльності окремими професійними учасниками ринку цінних паперів їх кількість за станом на 31.12.2007 становила 1453:

а) 214 учасників — торговці-зберігачі, в тому числі 109 банків;

б) 33 учасники — торговці-зберігачі-реєстратори, в тому числі 26 банків;

в) 1 депозитарій має ліцензію на розрахунково-клірингову діяльність та 2 депозитарії мають ліцензію на депозитарну діяльність.

Загальна кількість професійних учасників фондового ринку порівняно з 2006 роком збільшилася на 8 % (127 учасників) [4].

Таким чином, доходимо висновку, що, незважаючи на позитивну динаміку розвитку ринку цінних паперів протягом останніх років, його сучасний стан ще не відповідає потребам економіки країни, й однією із причин цього є недосконалість законодавчої бази щодо регулювання діяльності з цінними паперами. Зокрема, чинна нормативна база не передбачає можливості створення центрального депозитарію.

У національній депозитарній системі досі зберігається паралельне функціонування двох підходів до ведення обліку прав власності. Відсутність досконалої депозитарної системи породжує й інші проблеми функціонування інфраструктури фондового ринку, в тому числі домінування неорганізованого ринку цінних паперів і непрозорість операцій на фондовому ринку.

Структура фондового ринку України на сьогоднішній день є досить строкатою, що не дає змоги професійним учасникам розв'язати оперативні і стратегічні проблеми його розвитку: поліпшувати матеріально-технічне забезпечення, підвищувати рівень корпоративного управління, вдосконалювати процедури моніторингу торговельної діяльності й виявлення регулятором порушень тощо.

Наслідком структурної незбалансованості фондового ринку, а також його недостатньої розвиненості є наявність низки проблем. Це недосконала організація діяльності депозитарно-клірингової системи, що спричиняє дублювання функцій зберігачів і реєстраторів, відсутність повноцінного центрального депозитарію, низький рівень прозорості ринку внаслідок недостатнього розкриття інформації його професійними учасниками й регулятором, домінування позабіржового ринку [3].

Третім чинником, що визначає рівень ефективності ринку цінних паперів, є його інформаційна прозорість. Основна мета цієї установи — організація "зустрічі" власників капіталу та його споживачів. Український ринок цінних паперів є досить привабливим, але на сучасному етапі розвитку характеризується такими рисами, як спекулятивність, а також наявність цільових інвесторів, що мають за мету досягнення повного контролю над конкретним рентабельним підприємством за рахунок придбання контрольного пакета його акцій. Традиційні ознаки розвинутого ринку цінних паперів, зокрема присутність на ньому іноземних пенсійних фондів, пайових і венчурних фондів та інших інституційних інвесторів, тільки з'являються. Поки що в Україні недостатньо розвинуте інформаційне поле, ринок цінних паперів залишається малопрозорим або прозорим тільки на папері.

Розглянувши усі чинники, що визначають рівень ефективного функціонування інститутів вітчизняного ринку цінних паперів, можна зробити такі висновки: модель ринку цінних паперів України вимагає удосконалення в напрямку врахування національних особливостей функціонування основних та інфраструктурних учасників; існує нагальна потреба у впровадженні додаткових засобів регулювання шляхом внесення відповідних змін у чинне законодавство, яке регламентує розвиток інформаційної прозорості ринку цінних паперів, а також у поліпшенні конкурентного середовища, що сприятиме частковому розв'язанню проблеми його прозорості.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження з визначення ефективності функціонування інститутів інфраструктури фондового ринку України дає змогу зробити висновок про його недостатню ефективність через наявність ряду невирішених питань.

Виходячи з того що головним завданням поточного моменту є визначення орієнтирів державної політики на національному ринку цінних паперів, вважаємо за доцільне звернути увагу на формування системи його ефективного регулювання, розбудову інфраструктури та системи розкриття інформації.

Основними завданнями та перспективними напрямами розвитку можна виділити:

- підвищення якості розкриття інформації та зміцнення довіри до фінансових установ;
- створення центрального депозитарію цінних паперів;
- проведення приватизації через фондові біржі;
- посилення контролю й регулювання діяльності фінансових установ із боку держави;
- внесення відповідних змін у чинне законодавство, яке регламентує розвиток інформаційної прозорості ринку цінних паперів;
- створення Єдиної біржової фондової системи з подальшим входженням у відповідні міжнародні структури.

Вирішення цих та ще багатьох інших завдань та проблем сприятиме розбудові фондового ринку загалом та зокрема розвитку його інфраструктурних елементів, від яких і залежить ефективність функціонування національного ринку цінних паперів, а також підвищення привабливості для інвесторів.

Література:

1. Федосов В.М., Опарін В.М., Львовчкін С.В. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку // Фінанси України. — 2008. — № 12. — С. 3—21.
2. Ватаманюк З.Г., Баула О.В. Інституційна ефективність ринку цінних паперів в Україні // Фінанси України. — 2008. — № 3. — С. 101—110.
3. Науменкова С.В., Міщенко С.В. Інституційний розвиток фінансового сектору України // Фінанси України. — 2008. — № 7. — С. 53—71.
4. <http://www.ssmc.gov.ua>.
5. <http://www.pfts.com>.

Стаття надійшла до редакції 08.06.2009 р.