

Ірина КРАВЧУК

**СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ
УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ
В УМОВАХ ЙОГО ІНТЕГРАЦІЇ ДО СВІТОВОГО РИНКУ**

Проаналізовано особливості розвитку ринку цінних паперів в Україні з урахуванням можливості його інтеграції до світового фінансового ринку. Досліджено теоретичну платформу і практичні основи розвитку ринку цінних паперів як сегменту фінансового ринку у світі і як основи інтеграції промислового і фінансового капіталів. Запропоновано заходи організаційно-нормативного та технологічного забезпечення діяльності вітчизняного ринку цінних паперів у процесі формування стратегії державної політики на ринку цінних паперів.

У сучасних умовах розвинений ринок цінних паперів - необхідний елемент ефективно функціонуючої національної економіки. Динамічний розвиток будь-якої національної економіки значною мірою залежить від ефективної участі в роботі міжнародних ринків фінансових ресурсів, активної інтеграції до діючих структур кредитного сприяння. Оптимізація розміщення капіталів, як і інших чинників виробництва у широкому їх трактуванні, є своєрідною альтернативою, заміщувачем міжнародної торгівлі товарами та послугами. Використання цінних паперів як об'єктів міжнародного інвестування дає змогу оптимізувати національні соціально- економічні сфери країн за рахунок використання можливості максимізації надходжень капіталу ззовні та мінімізації його відпливу.

Важливою ознакою функціонування ринку цінних паперів виступає базис розвитку виробничої і бізнесової діяльності в будь-якій країні, що є рецепієнтною основою для розвитку глобального фінансового ринку. Формування стратегії державної політики на вітчизняному ринку цінних паперів та побудова його ефективної організаційної структури - актуальна проблема сьогодення, оскільки участь України в процесах економічної інтеграції неможлива без використання традиційних методів фінансового інфраструктурного обслуговування інтернаціонального бізнесу.

Розвиток ринку цінних паперів в Україні має певні особливості, які зумовлені: трансформаційними процесами періоду становлення ринкової економіки; проведенням масової приватизації; визначенням основ організаційного моделювання фінансового ринку; створенням бази законодавчого регулювання та формуванням напрямів адаптації до еластичної інтеграції у європейську (світову) валютно-фінансову систему. Нерозвиненість організованого ринку цінних паперів в Україні, а також зумовлені цим його вкрай обмежені можливості функціонування як ринку капіталу змушують вітчизняні компанії пов'язувати свої плани щодо залучення інвестиційних ресурсів з виходом на високо капіталізовані зарубіжні фондові майданчики. Також існують неврегульовані питання, які потребують вивчення проблем розвитку вітчизняного ринку цінних паперів на всіх ієрархічних рівнях управління - міжнародному, державному та на рівні підприємств-реципієнтів.

Мета статті полягає у визначенні основних проблем розвитку ринку цінних паперів в Україні в умовах інтеграції до світового фінансового ринку та наданні просі

позицій щодо створення передумов локалізації ефекту інвестиційної реципієнтності у соціально-економічному просторі країни.

Результати дослідження. Проблеми функціонування системи вільного переміщення капіталів у світі та її впливу на економіку країн вивчалися у класичній політекономії, а сучасні вітчизняні і закордонні науковці продовжують її досліджувати з урахуванням умов розвитку світових процесів глобалізації. В. Є. Новіцький вважає, що стан і характер міжнародних валютно-фінансових відносин відповідають тим господарським потребам, які вони обслуговують та залежать від технічних засобів реалізації функції грошей (створення дієвого ринку цінних паперів та потужної банківської інфраструктури). Міграція фінансових ресурсів у вигляді інвестованого капіталу, як своєрідна альтернатива міжнародних товарообмінних відносин об'єктивно зменшує субстанцію міжгалузевої торгівлі. Рух фінансових ресурсів під час проведення реципієнтом активної промислової політики для розвитку реального сектору дає змогу уніфікувати рівні забезпеченості капіталами, змінювати умови міжнародної кооперації в напрямі поширення та поглиблення "адаптивних" її форм [1].

Ринок цінних паперів як сегмент фінансового ринку може функціонувати ефективно лише в умовах забезпечення його діяльності відповідними інститутами. Дж. Штігліц і Т. Хельман [2], Ж. Капріо і Дж. Хансон [3] зазначають, що лібералізація руху капіталів перестає бути оптимальною (з точки зору суспільного добробуту), коли ринкові інститути не досягли достатньої зрілості. Питання удосконалення державного регулювання потоків іноземного капіталу висвітлені у багатьох працях сучасних науковців, на думку яких ефективність організації національних фінансових ринків залежить від наступних чинників: усунення економічних деформацій, які порушують конкурентну рівновагу; захисту національної фінансової системи і реальної економіки від дестабілізуючих потоків капіталу; забезпечення незалежності грошово-кредитної та валютної політик від потоків іноземного капіталу з метою реалізації їх стимулюючого впливу на економічний розвиток; досягнення цілей економічної політики, які не можуть бути досягнуті з використанням інших засобів [4].

На основі дослідження теоретичної платформи Р. А. Майсгрева щодо "об'єктивності" та "природності" фінансової економіки в багатогранному суспільно-економічному устрої С. Рибак та Л. Лазерник наголошують на необхідності ув'язки завдань зростання вітчизняної економіки з питаннями застосування фінансових механізмів з метою окреслення найважливіших знарядь поточної макроекономічної політики в Україні [5]. Проблеми та правові аспекти регулювання діяльності учасників ринку цінних паперів в Україні розглядають В. П. Ходаківська та В. В. Беляєв, на думку яких невпорядкованість законодавчої бази щодо діяльності депозитарної системи та невизначеність прав і обов'язків реєстраторів на ринку цінних паперів призводять до гальмування технологій залучення цінних паперів у інвестиційні процеси глобального фінансового ринку [6].

Вихід національних підприємств на міжнародний ринок капіталів та їх діяльність у цій сфері на початковій стадії ускладнюються багатьма чинниками:

1. Український ринок цінних паперів дуже молодий і відносно слабо розвинутий - має місце високий рівень політичного ризику та недостатньо розвинута фінансова інфраструктура, про що говорить нечисленність незалежних реєстраторів та депозитаріїв.

2. Українські емітенти маловідомі міжнародним інвесторам, за винятком тих, які вже діють на українському ринку.

3. Лише незначна частина компаній складає фінансову звітність, що відповідає міжнародним стандартам.

4. Компанії потребують значних обсягів капіталів у пропорції до їх ринкової капіталізації.

5. Доволі незначний досвід компаній щодо фінансової діяльності на міжнародних ринках капіталу.

Такі позиції призводять до проблем знаходження ефективних

шляхів та інструментів виходу вітчизняних підприємств на ринок цінних паперів. Насамперед це стосується визначення цінних паперів, з якими українські підприємства працюватимуть на зовнішньому ринку і які можуть стати інструментальною основою інвестиційних потоків.

У світовій практиці існує сформована система обслуговування фондового ринку. Найпоширенішими похідними цінними паперами є американські депозитарні розписки (АДР) та глобальні депозитарні розписки (ГДР). АДР – це цінні папери, які дають змогу іноземним інвесторам володіти цінними паперами неамериканських компаній (похідні цінні папери), діючи через американський депозитарій. ГДР виконують ту саму функцію, що й АДР, але для європейських та американських інвесторів щодо неєвропейських та неамериканських компаній і за участю європейських та американських депозитаріїв. Депозитарні розписки мають значні переваги порівняно з основними цінними паперами: дають можливість інвесторам будь-яких країн володіти акціями у найзручніший для них спосіб; вирішують проблему слабозвинutoї фінансової інфраструктури, яка нині склалася в Україні для іноземного інвестора (бо інвестори довіряють фінансовим установам, що виступають як депозитарії та реєстратори в плані програм депозитарних розписок і виявили себе респектабельними міжнародними установами); забезпечують сплату дивідендів інвесторам у твердій валюті, запобігають появі у них валютних ризиків; роблять інвестування привабливим для іноземних інвесторів.

На формування ринку цінних паперів в Україні значний вплив має той факт, що на відміну від "американської" моделі, де банк має значні обмеження на операції з цінними паперами, в українській практиці склалася європейська модель універсального комерційного банку. Тому змішана, проміжна модель ринку цінних паперів, що стихійно обрана в Україні, призвела до того, що на ньому одночасно та з рівними правами присутні і комерційні банки, які мають усі права на операції із цінними паперами, і небанківські інститути [6].

Одна з найважливіших умов ефективної діяльності ринку цінних паперів в Україні - формування базових засад нормальної роботи суб'єктів господарювання, а саме - належного рівня взаємодії банківського і промислового капіталів. Процес їх інтеграції можна розглядати як закономірний результат розвитку суспільного виробництва в умовах ринку. При цьому банківський капітал виступає у ролі власних і залучених ресурсів, які банк використовує для кредитно-інвестиційних операцій з метою отримання прибутку. В цьому випадку його можна розглядати крізь призму грошового капіталу як відособленої форми виробничого капіталу, а його рух у рамках усього суспільного відтворення, звичайно, повинен відповідати основним стадіям руху виробничого капіталу (Г-Т...В...-Т'-Г') [7]. Природно, що безперервність відтворення за подібних обставин вимагає певного рівня інтеграції банківського і промислового капіталів у вигляді різноманітних організаційно-економічних форм взаємодії банків та підприємств. При цьому ринок цінних паперів відіграє одну з провідних ролей такої інтеграції.

В останні роки підвищився інтерес до використання інструментів фінансового ринку в розвитку бізнесу збоку вітчизняних підприємств, компаній, корпорацій, а особливості їхнього функціонування на ринку цінних паперів формуються за рахунок практичного досвіду. На наш погляд, у процесі набуття такого досвіду, менеджменту компаній доцільно вивчати закордонний досвід та історію розвитку ринку цінних паперів в Україні (з урахуванням ментальних особливостей). На міжнародних ринках капіталу існує кілька варіантів операцій з цінними паперами:

1. Закрите розміщення цінних паперів нових емісій, відоме як закрита підписка. Таке розміщення має принципові переваги, що полягають в економії коштів, відносній простоті здійснення та забезпечення обігу цінних паперів серед великих інвесторів. З особливостей цього розміщення можна виокремити: відсутність потреби задовольняти всі вимоги органів регулювання щодо розкриття інформації та звіт-

ності; зведення до мінімуму витрат на фінансових, аудиторських та юридичних консультантів, а також реєстраційних та адміністративних витрат; забезпечення доступу до всіх інвесторів, яких можуть зацікавити цінні папери перспективних компаній; зростання вартості цінних паперів; підвищення престижу компаній у вітчизняних інвесторів та конкурентів.

2. Вихід на біржу цінних паперів нових емісій може здійснюватися у вигляді відкритої підписки. Виведення на біржу цінних паперів максимально використовує можливості міжнародних ринків капіталу: забезпечує інвесторам усіх категорій можливість участі у розміщенні цінних паперів, а також брати участь у торговельних операціях з цінними паперами, створюючи максимальний рівень їхньої ліквідності; підвищує потенціал зростання вартості цінних паперів; забезпечує максимальні умови для зростання престижу компанії серед міжнародних і вітчизняних інвесторів, партнерів, конкурентів.

3. Виведення на міждилерський ринок уже випущених цінних паперів для здійснення торговельних операцій. Це один з найпростіших методів виходу на міжнародні ринки капіталу, що забезпечує переваги, які можна порівняти з перевагами закритого розміщення цінних паперів нових емісій. Цей метод дає змогу користуватися усіма принциповими перевагами структури закритого розміщення цінних паперів нових емісій, а також залучати додатковий капітал, не допускаючи при цьому зменшення частки існуючих акціонерів. При цьому не завжди необхідна сплата комісійних за гарантування розміщення, а підвищення ліквідності та зростання ціни вже існуючих цінних паперів при збереженні обсягу акціонерного капіталу робить можливим його збільшення у майбутньому з великою виручкою для емітента.

4. Виведення на біржу вже випущених цінних паперів для здійснення торговельних операцій. Цей варіант забезпечує переваги, які можна порівняти з перевагами виведення на біржу цінних паперів нових емісій. Він дає можливість залучати додатковий капітал, не допускаючи при цьому зменшення частки існуючих акціонерів; підвищувати ліквідність та ціни існуючих цінних паперів при збереженні обсягу акціонерного капіталу, що робить можливим його збільшення в майбутньому з великою виручкою для емітента; знижувати витрати на консультантів та реєстрацію порівняно з варіантом виведення на біржу цінних паперів нової емісії.

Для ефективного відтворення фінансово-промислового капіталу в розвитку економіки України необхідно проаналізувати участь банків у формуванні ринку цінних паперів. Особливість ринку банківських послуг полягає в існуванні його лише у грошовій формі та наявності прямої залежності від розвитку ринків, які він обслуговує. Банківські посередницькі послуги на ринку цінних паперів мають широкий спектр: це депозитарні послуги банку як зберігання фондових активів, купівля-продаж цінних паперів у власних інтересах і на замовлення, кліринговий облік руху цінних паперів, діяльність дилерів при організації розміщення паперів, портфельні та трастові варіанти інвестування коштів у цінні папери інших емітентів, підтримання необхідного рівня ліквідності цінних паперів на біржових та позабіржових майданчиках тощо. Банки домінують серед структур, які ведуть професійну депозитарну діяльність зберігання цінних паперів. Вони також виступають основою фінансових корпоративних структур, які за рахунок можливостей концентрації і централізації капіталів здатні фінансувати провідні галузі національної економіки.

З самого початку становлення ОВДП (з березня 1995 р.) дворівнева банківська система України забезпечила продаж державних і корпоративних цінних паперів через комерційні банки, коли НБУ був і залишається генеральним агентом Уряду при розміщенні облігаційної державної позики, а банки відіграють роль первинних дилерів, забезпечуючи динаміку вторинного ринку боргових зобов'язань. Комерційні банки були монополіями андеррайтерами державних облігацій до вересня 2000 р., коли спеціальним наказом Міністерства фінансів України до аукціонів НБУ були допущені інші (небанківські) посередники [81. Після кризи 1998 р. українські

банки змінили свої позиції на вітчизняному ринку цінних паперів, а основними передумовами цих змін були: падіння довіри до ринку ОВДП; посилення ринкової агресивності банків, яка була зорієнтована на забезпечення контролю над структурою акціонерної власності своїх і перспективних клієнтів; відсутність нормативної забезпеченості наступності операційних підойм посередництва для небанківських структур при переході до грошової приватизації.

Організація ефективного функціонування ринку цінних паперів традиційно залежить від ефективної стратегії державної політики в цій сфері, розвитку законодавчо-нормативної бази регулювання діяльності його учасників і "прозорого" державного контролю. За рівнем розвитку вітчизняний організований ринок цінних паперів істотно відстає від більшості постсоціалістичних країн Центральної та Східної Європи, Балтії, а також від Росії і Казахстану. Як наслідок, в Україні, на відміну від світової практики, неорганізований сегмент фондового ринку за обсягом товарного обігу багаторазово перевищує організований, консервуючи такі його негативні для інвесторів сторони, як "непрозорість" ціноутворення та інформаційна закритість емітентів [9].

З 2004-2005 рр. у політиці держави щодо фондового ринку окреслився курс на зміцнення позицій організованого (насамперед біржового) ринку цінних паперів, його не тільки кількісного, але й якісного зростання. Здійснено заходи законодавчого та нормативно-правового регулювання, зокрема - прийнято новий Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" і затверджено ДКЦПФР "Положення про функціонування фондових бірж", а також намічаються інші заходи щодо концентрації угод з цінними паперами.

За 2000-2006 рр. торговий обіг фондового ринку України збільшився з 39,2 млрд. до 492,8 млрд. грн. (у 12,6 разу). При цьому показник, який характеризує роль і місце фондового ринку в економіці країни (відношення його торгового обігу до ВВП), підвищився з 23 до 91,6% (майже в 4 рази). У той самий період торговий обіг організованого ринку цінних паперів зріс з 2,8 млрд. до 29,5 млрд. грн. (у 10,5 разу), а його відношення до ВВП - з 1,6 до 5,4% (у 3,4 разу). Разом з тим частка організованого ринку в загальному обсягу угод на фондовому ринку знизилася з 7,1 до 6%, а частка організованого ринку акцій у відповідному сегменті фондового ринку - з 18,5 до 3,1%. [10].

Законодавство України покладає на інституційних емітентів, які випускають акції та облігації у відкритий обіг, зобов'язання зареєструвати випуск цінних паперів та інформацію про випуск у певних державних органах, що дає можливість виконувати функцію захисту інтересів інвесторів та інших учасників ринку цінних паперів.

Висновки і пропозиції

1. При виведенні на біржу цінних паперів вітчизняних підприємств та компаній необхідно враховувати: виникнення додаткових витрат на бухгалтерські та інші консультаційні послуги; значні витрати часу для підготовки дослідження, маркетингу та проведення презентації; ймовірну необхідність викупування значного пакету акцій на ринку або ж продажу вже існуючого казначейського запасу; необхідність приділення з боку менеджменту підприємства великої уваги дослідженню та маркетингу, що дасть змогу деталізувати інформацію про потенціальних інвесторів та регламентуючі органи.

В цьому ракурсі можна використовувати [11]: 1) перед маркетинг - офіційне призначення фінансового консультанта емітента, збирання фінансової та іншої інформації для надання її інвесторам, робота емітента з аудиторськими та юридичними консультантами, попередні консультації з потенціальними інвесторами; 2) маркетинг – складання та розповсюдження проспекту емітента серед потенціальних інвесторів, зустріч представників емітента та фінансового консультанта з представниками потенціального інвестора; 3) випуск депозитних розписок-оформлення усієї необхідної документації та отримання усіх необхідних дозволів в українських

органах, які регламентують процес реалізації цінних паперів, оформлення усієї необхідної документації, а також отримання усіх необхідних дозволів у всіх фінансових центрах, де передбачається продаж цінних паперів інвесторам, сплата всіх необхідних зборів; 4) підтримання після випуску курсу випущених цінних паперів через діяльність дилерів, контактів з інвесторами.

1. У сучасних умовах розвитку фінансового ринку України перспективи вітчизняних банків мають проявлятися у сфері не спекулятивних операцій, а фінансування реального продуктивного сектору економіки. Уніфікація методів обслуговування ринків цінних паперів і універсалізація операційних можливостей банківських і небанківських посередників у споріднених сферах бізнесу істотно знижують вхідні бар'єри допуску на ринок фінансових послуг, який поступово насичується сервісними пропозиціями, що, відповідно стимулює конкуренцію і боротьбу за клієнта. З огляду на це, постійної уваги потребують такі напрями розвитку банківського посередництва, як диверсифікація пропозиції послуг у зв'язку із зростанням конкуренції, а також розробка скоординованої та адекватної попитові цінової політики.

2. Світова міграція капіталу поступово перетворюється в інституційно оформлений і керований процес. На зміни векторів інвестиційних потоків можуть впливати політичні мотиви донорів і готовність реципієнтів до прозорого контролю. Посилення динаміки приходу в Україну іноземних фінансових компаній, насамперед у банківському секторі, зростання його капіталізації може створити жорстку конкуренцію організованому ринку цінних паперів і сприятиме відпливу капіталу за кордон. Тому необхідно розробити і впровадити комплекс законодавчих та організаційно- регулятивних заходів для поліпшення ситуації на організованому ринку цінних паперів, до яких можна віднести: формування дієвої стратегії державної політики на ринку цінних паперів, створення стабільної (і законодавчо закріпленої) системи гарантій прав інвесторів і власників, створення цілісної та оптимально структурованої системи обліку прав власності, створення умов для залучення ліквідних цінних паперів і концентрації угод з цінними паперами на фондових біржах.

Література

1. *Новіцький В. Є. Міжнародна економічна діяльність України.* – К., 2003.– С. 374-376.
2. *Heilman T, Murdoch K.. Stiglitz J, Liberalization, Moral Hazard in Banking and Prudential Regulation: are Capital Requirements Enough? Washington. World Bank, 1988.*
3. *Caprio G., Hanson J. The Case for Liberalization and Some Drawbacks. Washington, World Bank, 1999.*
4. *Ariyoshi A., Habermeier K., Laurens B. Capital Controls: Country with Their Use and Liberalization. Washington, International Monetary Fund, 2000.*
5. *Рибак С., Лазерник Л. Фінансові аспекти економічного зростання в Україні // Економіка України. – 2007.—№ 3.— С. 22-32.*
6. *Ходаківська В. П., Беляєв В. В. Ринок фінансових послуг: теорія і практика. – ЦУЛ. 2002.— С. 488. 493, 561.*
7. *Дзюболок О. Інтеграція банківського та промислового капіталів та кредитні відносини//Економіка України. – 2002. – № 10. – С. 11-17.*
8. *Корнєєв В. Банківське посередництво на ринку фінансових послуг // Економіка України. – 2002. – № 6. – С. 16-24.*
9. *Назарчук М., Карпенко Л. Про деякі особливості розвитку організованого ринку цінних паперів в Україні // Економіка України. – 2005. – № 10.— С. 39-41.*
10. *Назарчук М. Середньостроковий прогноз розвитку фондового ринку України //Економіка України. – 2008. – № 2. – С. 57-62.*
11. *London Stock Exchange. Listing Rules. London Stock Exchange, 2004.*