

Микола ГАПОНЮК

СЦЕНАРІЇ РОЗВИТКУ БІРЖОВОГО СЕГМЕНТА РИНКУ КОРПОРАТИВНИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

Проаналізовано сучасний стан біржового сегмента ринку цінних паперів України, розглянуто його головні проблеми з точки зору корпоративного сектору. Обґрунтовано подальші сценарії розвитку організованого ринку цінних паперів під впливом економічних реформ в Україні та тенденцій глобального ринку капіталів.

Питання активізації біржової торгівлі цінними паперами залишаються одними із найактуальніших протягом усього періоду існування вітчизняного ринку капіталів. Проте навіть розуміння необхідності змін у біржовому сегменті основними гравцями ринку та державою не сприяє реалізації необхідних реформ, а одночасне функціонування 10 організаторів торгівлі свідчить виключно про фрагментарність організованого ринку.

Ця ситуація суттєво пригнічує економічний потенціал, насамперед, сегмента сек'юритизованих корпоративних фінансових інструментів. Загальновідомо, що саме публічна корпорація, порівняно з іншими організаційно-правовими формами підприємництва, здатна якомога повно використати можливості залучення капіталу через розміщення фінансових інструментів на фондовій біржі. Водночас в економіці України протягом тривалого часу існує певний парадокс – домінування корпоративної форми за виробничими показниками не поєднується з активними процесами розбудови біржового ринку. Більше того, вітчизняні акціонерні товариства у власній політиці управління структурою капіталу переважно орієнтуються на внутрішні джерела фінансування та кредити банків.

На наш погляд, потенціал такої ідеології корпоративного розвитку може бути лише в короткостроковому періоді, і для вітчизняних акціонерних товариств на сучасному етапі, фактично, вичерпується. Саме вказані фактори і визначають актуальність досліджень, спрямованих на розробку сценаріїв активізації біржового ринку цінних паперів в Україні.

Питання щодо ролі фондових бірж в економіці, в т. ч. – в політиці управління структурою капіталу акціонерних товариств досліджували В. Антонов, Б. Данилишин, О. Мозговий, С. Майоров, Г. Назарова, Є. Панченко, М. Солодкий, О. Сохацька, С. Степанчук, В. Суторміна, Н. Ткаченко, Ю. Уманців та ін.

Разом з тим, згадані автори у своїх роботах доволі часто акцентують увагу на реформуванні біржової торгівлі в Україні виключно з позиції самих організаторів торгівлі або держави. На нашу думку, активний розвиток біржового сегмента можливий виключно за умови зростання зацікавленості в організованій торгівлі безпосередньо з боку емітентів цінних паперів – крупних вітчизняних корпорацій.

Мета статті – проаналізувати ймовірні сценарії розвитку біржової торгівлі корпоративними цінними паперами в Україні та обґрунтувати заходи, спрямовані на її активізацію.

Аналіз поглядів сучасних вчених на питання ефективності біржового ринку цінних паперів в Україні показує, що усі вони, без винятку, визнають його недостатню роль в інвестиційних процесах, разом з тим, думки щодо причин такого становища та можливостей подолання суттєво різняться.

Так, Б. Данилишин вважає, що визначальним моментом у фактичному провалі реформ біржового сегмента є абсолютно необґрунтоване копіювання учасниками ринку та регуляторами американської моделі побудови фондового ринку та лобізм подібного напрямку розвитку з боку потужних учасників вітчизняного фондового ринку [1].

К. Іванова відзначає, що основні проблеми вітчизняного фондового ринку в цілому, та його біржового сегмента зокрема, полягають у надмірному рівні залежності від тенденцій глобальних фондових ринків [2]. В підсумку, більшість вчених стоять на тих позиціях, що без становлення ефективно функціонуючого біржового ринку цінних паперів неможливо говорити про стійкий розвиток національної економіки. Разом з тим, необхідно розуміти, що існує значний вплив макроекономічних процесів на функціонування будь-яких інституцій на ринку капіталів.

Зважаючи на високу нестабільність української економіки, фондовий ринок України постійно перебуває в зоні ризику через можливий швидкий відтік капіталу, і це повною мірою впливає на діяльність вітчизняних фондових бірж (рис. 1).

Якщо орієнтуватися на найбільш загальні показники розвитку організованого сектору фондового ринку України, є підстави для висновків щодо існування тенденції до зростання його ролі в торгівлі різноманітними фінансовими інструментами протягом 2010–2011 рр.

По-перше, протягом вказаного періоду частка організованого ринку в загальному обсязі торгів коливалася в межах 10–13%, тоді як у 2009 р. вона становила лише 4,5%.

По-друге, абсолютне зростання обсягів торгівлі на організованому ринку за 2010–2011 рр. склало 199,34 млрд. грн., що відображає позитивні зрушення як в економіці, так і у функціонуванні основних елементів фінансової інфраструктури – фондових бірж.

По-третє, спостерігається значний рівень залежності організованого сегмента фондового ринку від макроекономічних тенденцій – зокрема, у 2008–2009 рр. відбулося значне падіння показників біржово-

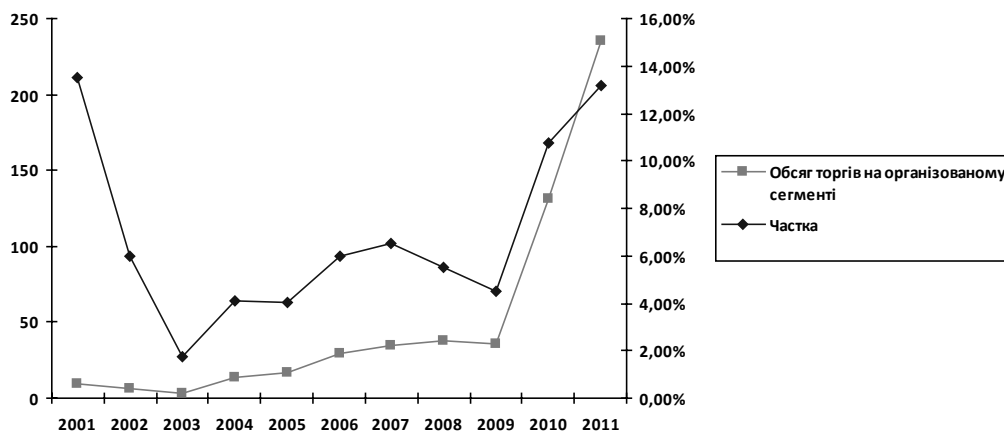


Рис. 1. Місце біржового сегмента в обігу капіталу на фінансовому ринку України*

* Складено на основі [3].

го ринку у відповідь на несприятливі тенденції у вітчизняній економіці.

Разом з тим, позитивний рух показників, на нашу думку, не є свідченням докорінних змін у торгівлі фінансовими інструментами в Україні. Роль біржового сегмента з погляду середньострокового горизонту оцінки залишається вкрай низькою, його структура – сегментарною, а структура фінансових інструментів характеризується значними диспропорціями не на користь корпоративного сектору [4, 5, 6].

На цьому моменті акцентуємо окрему увагу. Для абсолютної більшості західних бірж природною є ситуація, коли більшість лістингових цінних паперів випускають провідні корпорації [7, 8, 9]. Фактично, створюється певний логічний ланцюг “корпорація – ринок капіталів – фондова біржа”, функціонування якого має надзвичайно важливе значення і для корпоративного сектору, і для економіки країни в цілому.

У вітчизняних реаліях такі зв'язки між різними учасниками ринку капіталів порушуються [10, 11]. Найбільш яскраво це проявляється в ході аналізу біржових списків організаторів торгівлі в Україні (рис. 2).

Підкреслимо, що, на наш погляд, різке зростання кількості цінних паперів за I рівнем

лістингу, яке відбулося у 2010–2011 рр., пояснюється, насамперед, внесенням до біржових списків значної кількості облігацій внутрішньої державної позики. Вважаємо, що подібна ситуація виглядає певною мірою штучною, і тільки опосередковано свідчить про зростання “якісних” характеристик біржової торгівлі фінансовими інструментами в Україні.

Зрозуміло, що в умовах зростання дефіциту ресурсів у 2008–2009 рр. та в посткризовий період держава об'єктивно була змушена активізувати власну діяльність на ринку внутрішніх запозичень [12, 13]. Проте недостатній обсяг вільних ресурсів на ринку України часто визначає значне погіршення умов залучення капіталу приватними емітентами в періоди зростання емісії державних цінних паперів. Насамперед, це стосується ринку корпоративних облігацій, обсяги якого в цей період знизилися в кілька разів.

Звернемо увагу також на наступний факт – слабе представництво в котирувальних списках за I рівнем лістингу інших фінансових інструментів (наприклад, акцій та облігацій підприємств). Подібну ситуацію можна розглядати з кількох точок зору:

– з одного боку, вона свідчить про низьку інвестиційну якість більшості корпора-

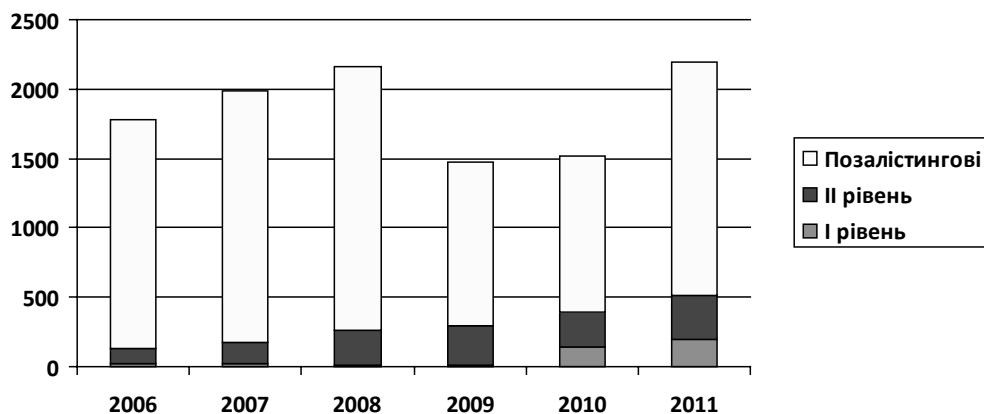


Рис. 2. Структура біржових списків в Україні за рівнями лістингу організаторів торгівлі у 2006–2011 рр.*

* Складено на основі [3].

тивних цінних паперів в Україні, відсутність попиту на них з боку інвесторів;

– по-друге, характеризує низьку зацікавленість емітентів у обігу цінних паперів власного випуску на біржах, тобто, корпорації не підтверджують свій публічний статус відповідною стратегією управління;

– по-третє, різкі коливання обсягів торгів свідчать про надзвичайно високий рівень залежності тенденцій вітчизняного фондового ринку від тенденцій, що притаманні глобальному ринку капіталів.

Таким чином, можна зробити цілком обґрунтований висновок, що для вітчизняних акціонерних товариств біржова торгівля не забезпечує реалізації функцій ціноутворення та інформаційного забезпечення для акціонерних товариств. Публічні корпорації не зацікавлені у лістингу власних цінних паперів, оскільки відчувають переваги від реалізації існуючих стратегій розвитку, орієнтованих на використання “квазівідкритого” статусу.

Така тенденція підтверджується й аналізом структури біржової торгівлі в Україні в розрізі окремих фінансових інструментів: у 2011 р. частка акцій та облігацій підприємств, порівняно з 2010 р., навіть знизилася, насамперед, за рахунок суттєвого зниження показників торгівлі акціями (табл. 1).

В цілому, слід зазначити, що в структурі біржової торгівлі фінансовими інструментами відсутні стійкі тенденції – спостерігається значна волатильність показників,

а торгівля окремими фінансовими інструментами має мінімальні показники (наприклад, похідними цінними паперами у 2007–2011 рр.). Привертає увагу значне погіршення на біржовому ринку корпоративних облігацій у 2009–2010 рр. Загалом, облігації фактично втратили статус реальної альтернативи банківському кредитуванню.

Вказана ситуація опосередковано свідчить і про незначну ємність вітчизняного біржового ринку капіталів – поява кількох інвестиційно привабливих інструментів або вихід на ринок крупних торговців цінними паперами здатна суттєвим чином змінити інструментарну структуру торгів на біржах. Особливо помітні такі коливання у випадках зниження зацікавленості з боку нерезидентів до вкладання у цінні папери вітчизняних емітентів.

При цьому біржовий фондовий ринок в Україні є значною мірою фрагментарним. В період 2003–2012 рр. на українському фондовому ринку функціонувало щонайменше 9 організаторів торгівлі (у 2007 р.), в інших роках існувало 10 і більше організаторів торгівлі. До 2009 р. вони були представлені фондовими біржами і торгівельно-інформаційними системами, проте зміни в законодавстві призвели до зникнення останнього виду організаторів торгівлі – нині в Україні мають право функціонувати виключно фондові біржі. Проте за допомогою виключно альтернативних заходів державі так і не вдалося подолати фрагментарність біржового ринку.

Таблиця 1

Корпоративні цінні папери в структурі біржової торгівлі в Україні у 2007–2011 рр., млрд. грн.*

Вид фінансового інструменту	Роки				
	2007	2008	2009	2010	2011
Акції	13,61	11,82	13,54	52,71	79,22
	38,72%	31,30%	37,60%	40,15%	33,65%
Облігації підприємств	17,36	16,61	7,07	6,71	21,42
	49,39%	43,99%	19,63%	5,11%	9,10%

* Складено на основі [3].

Протягом тривалого періоду часу тільки фондовій біржі “ПТФС” вдавалося зберігати лідируючі позиції за показником обсягів торгів у структурі організованого ринку. При цьому у 2005–2008 рр. домінування вказаного організатора торгівлі було майже абсолютним – на цьому майданчику відбувалося 85–90% угод. Починаючи з 2009 р., ситуація кардинально змінюється – на ринку більшу частину торгів концентрують 3 організатори торгівлі ВБ “ПФТС”, ФБ “Перспектива”, Українська біржа – на яких відбувається 90–96% угод. Показники діяльності інших фондових бірж переважно свідчать про певну “штучність” процесів обігу капіталу, що відбуваються на них.

Описані характеристики визначають значне відставання біржового сегмента ринку капіталів України навіть порівняно з ринками, які теж є “новими”. Дані табл. 2 певною мірою симптоматичні з точки зору аналізу біржового сегмента ринку корпоративних цінних паперів України. З їх допомогою можна зробити однозначний висновок про доцільність кардинального реформування біржового ринку в Україні.

Подальший розвиток біржового сегмента ринку цінних паперів в Україні залежатиме від тенденцій, що притаманні світовим фондовим ринкам. Як показав досвід

2006–2008 рр., міжнародні фондові майданчики на сучасному етапі розглядаються в якості прямої альтернативи випуску цінних паперів в Україні. Навіть якщо зважати на той факт, що у 2012 р. багато вітчизняних емітентів відмовилися від розміщення власних цінних паперів на світовому ринку, перспективи посилення тенденцій у трансграничному русі капіталів – обнадійливі. Вони обумовлені здебільшого кількісними та якісними параметрами біржового ринку України (табл. 2).

Відповідно до проведеного аналізу, можна зробити наступні висновки щодо подальших сценаріїв розвитку біржового ринку корпоративних цінних паперів в Україні.

1. Перший передбачає збереження існуючої ситуації з високою фрагментацією біржового ринку цінних паперів в Україні та повільною і поступовою концентрацією торгів на провідних організаторах за рахунок зникнення найменш ефективних фондових бірж. У випадку реалізації другого сценарію, за рахунок синхронних дій держави та крупних гравців ринку вдасться швидко сконцентрувати торгівлю фінансовими інструментами на одному-двох організаторах торгівлі.

2. Ймовірність розвитку подій за другим сценарієм є набагато меншою, порівняно з

Таблиця 2

Кількісні показники розвитку фондового ринку України та окремих національних ринків станом на кінець 2011 р.*

№ з.п.	Ринок	Капіталізація, млрд. дол. США	Кількість лістингових емітентів, од.
1	NYSE Euronext (US)	11795,6	2 308
2	Tokyo SE Group	3325,4	2291
3	Deutsche Borse	1184,5	746
4	London SE Group	3 266, 4	2 886
5	Luxembourg SE	67 627,4	298
6	Warsaw SE	138,2	777
7	Україна	22,4	128 ¹

* Складено на основі [14].

еволюційним поступом біржового сегмента. З нашої точки зору, для такого висновку існує кілька вагомих підстав: по-перше, як доводить український досвід, будь-які спроби досягти концентрації за рахунок виключно адміністративних заходів не дають бажаного ефекту; по-друге, революційна трансформація біржового ринку може потенційно призвести до дисбалансу інтересів, що, відповідно, посилить їх спротив такому розвитку подій.

3. За будь-яких сценаріїв розвитку, ефективність діяльності організаторів торгівлі, як суб'єктів інфраструктури в Україні, залежатиме від еволюції стратегічних підходів у корпоративному фінансовому менеджменті. Тільки зацікавленість провідних вітчизняних корпорацій у забезпеченні ефективного вторинного ринку власних цінних паперів (насамперед, акцій) створить передумови для зростання ліквідності та ємності біржового ринку.

Подібний розвиток подій схематично можна зобразити наступним чином (рис. 3).

Такий сценарій розвитку є найбільш привабливим як з точки зору держави, так і з погляду самих учасників ринку. Тільки отримання суттєвих переваг публічними корпораціями у сфері залучення капіталу над іншими організаційно-правовими формами підприємництва здатне порушити існуючі диспропорції на рівні "корпорації – біржовий ринок". "Насичення" біржового сегмента інвестиційно привабливими фінансовими інструментами об'єктивно сприятиме консолідації фондових бірж, адже емітенти будуть зацікавлені у таких процесах. Помітну роль може відігравати і держава, насамперед, за рахунок посилення вимог до діяльності організаторів торгівлі та жорсткого контролю за їх дотриманням.

Література

1. Данилишин Б. Економіка України: життя після кризи? // Дзеркало тижня. – 2009. – № 1.
2. Іванова К. В. Стан фондового ринку в період світової фінансової кризи і його подальший розвиток // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 4. – С. 172–178.

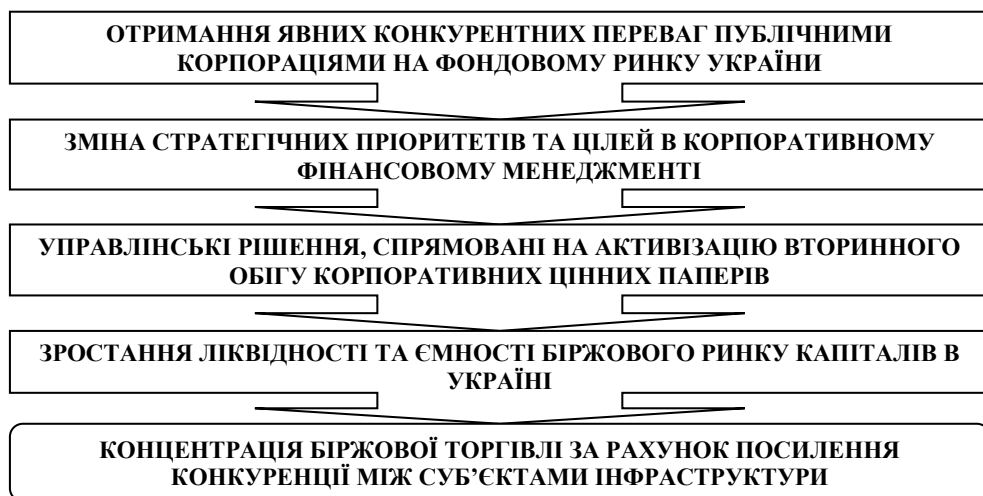


Рис. 3. Вплив парадигми корпоративних фінансів на еволюцію біржового сегмента ринку капіталів*

* Розроблено автором.

3. Звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2011 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/activities/annual>.

4. Бобров Є. А. Аналіз діяльності неконтрольованих інвестиційних схем // *Фінанси України*. – 2013. – № 4. – С. 98–105.

5. Діба М. І., Майорова Т. В. Теоретико-методологічні засади дослідження інвестиційного процесу у фінансовій науці // *Фінанси України*. – 2013. – № 2. – С. 103–109.

6. Коваленко Ю. М. Фінансовий ринок і ринок фінансових послуг: сутність, сегменти, суб'єкти // *Фінанси України*. – 2013. – № 1. – С. 101–112.

7. Годовой отчёт за 2013 год. К более прочному и стабильному глобальному продъёму / *Международный валютный фонд*. – 87 с.

8. *Financial Services. Securing a bright future China's insurance sector and the evolution of bancassurance*. – 2012. – 39 p.

9. Gupta Shivani, Dr. Ajay Jain, Anubha. *A a new Feasible Strategy in Banking & Insurance*

Sector moving fast in India // International Journal of Research in IT & Management. – 2012. – Volume 2. – Issue 2. – February. – P. 771–780.

10. Чемодуров О. Розвиток фондового ринку в умовах кризи // *Вісник Національного банку України*. – 2010. – № 12. – С. 10–18.

11. Науменкова С. Нові тенденції в механізмі регулювання фінансового сектору // *Вісник Національного банку України*. – 2011. – № 12. – С. 4–10.

12. Дубихвіст О., Лановий В. Якісне оновлення державних фондових інструментів – передумова подолання проблеми ліквідності ринку облігацій // *Вісник Національного банку України*. – 2012. – № 1. – С. 3–21.

13. Азаренкова Г., Шкодїна І. Основні тенденції розвитку фондового ринку в посткризовий період // *Вісник Національного банку України*. – 2012. – № 2. – С. 3–21.

14. *World Federation of Exchanges Annual Statistic Reports [Електронний ресурс]*. – Режим доступу: <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?action=document&menu=27> [сайт].