

УДК 336.76.07(045)

Олександр СЬОМЧЕНКОВ

ЛІСТИНГ В УКРАЇНІ: НОВАЦІЇ, ПРОБЛЕМИ ТА УДОСКОНАЛЕННЯ

Визначено сутність лістингу і зацікавленість організаторів торгівлі, емітентів та інвесторів у ефективному функціонуванні механізму допуску цінних паперів на біржовий ринок. Проведено критичний аналіз біржових списків українських бірж, визначено недоліки їх формування. Опрацьовані новації НКЦПФР у формуванні біржових списків, обґрунтовано критичне зниження кількості акцій у реєстрах в найближчій перспективі та визначені проблеми, які постануть перед усіма учасниками ринку у випадку реалізації прогнозів. Запропоновано активізувати роботу у напрямку створення багатосторонніх торговельних систем, які дозволять мінімізувати негативні наслідки запровадження нових лістингових вимог, а також обґрунтовано пропозиції щодо покращення інформаційного супроводу лістингового процесу.

***Ключові слова:** лістинг, біржовий реєстр, організатори торгівлі, цінні папери, емітенти, інвестори, багатосторонні торговельні системи.*

Александр СЕМЧЕНКОВ

Листинг в Украине: новации, проблемы и усовершенствования

Определена сущность листинга и заинтересованность организаторов торговли, эмитентов и инвесторов в эффективном функционировании механизма допуска ценных бумаг на биржевой рынок. Проведен критический анализ списков украинских бирж, определены недостатки их формирования. Детально изучены новации НКЦБФР в формировании биржевых списков, обосновано критическое снижение количества акций в реестрах в ближайшей перспективе и определены проблемы, которые необходимо решать участникам рынка в случае реализации прогнозов. Предложено активизировать работу в направлении создания многосторонних торговых систем, которые позволят минимизировать негативные последствия введения новых листинговых требований, а также обоснованы предложения по улучшению информационного сопровождения листингового процесса.

***Ключевые слова:** листинг, биржевой реестр, организаторы торговли, ценные бумаги, эмитенты, инвесторы, многосторонние торговые системы*

Olexandr SJOMCHENKOV

Listing in Ukraine: innovations, problems and improvements

***Introduction.** Listing is an important factor that paves the way for favorable development of stock trade, listing information is used to characterize the stock exchange activity and market data.*

Purpose. *Evaluating outcomes of the listing process in Ukraine, with the focus on developments of the year 2015, makes it possible to spot the problems confronting stock market community with regard to stock market register formation as well as to substantiate proposals as to optimization of functioning of an organized segment of the country's stock market.*

Results. *Before 2015 the quantity of securities in the stock exchange registers in Ukraine increased. Analysis of the registers show: a) overstating of the quantity of register and listing tools ignoring cross listing and cross access. b) domination of state and corporate bonds in state registers as well as depository certificates of NBU. c) insignificant part of tools that enhance attention of potential investors and the main bearers of listing advantages-shares. In 2015 NS-SMC activated countermeasures against companies with evidences of fictitious nature. As a result trade operations with securities of 99 emitters were stopped. In 2014 the total volume of stock exchange operations of 6 companies from this list was estimated as 8421.21 million UAH, which made 34,4% of the whole stock exchange trade. With register lustration in the background the Commission took a decision to make listing requirements stricter. Most of the new requirements that take effect in 2016 were borrowed from international practice but they are too harsh for Ukrainian reality because according to different estimates in stock exchange registers will still remain from 2 up to 20 issuers.*

Conclusion. *Critical decrease of shares in stock exchange registers is a negative occurrence because a) international experience shows importance of shares in operation and development of orderly trade. b) shares concentrate a great deal of market's liquidity, a traditional alternative for investors. c) number of enterprises that develop programs to enter the stock market will decrease. d) national standards of management will not approximate the patterns without a great number of shares e) national stock market figures will deteriorate and it can become a restraining factor to obtain resources for the market. Negative consequences of new listing requirements can be minimized by creation of multilateral trading facilities (MTF).*

Keywords: *listing; stock exchange register; securities market operators; shares; emitters; investors; multilateral trading facilities.*

JEL Classification: G 100, G 280, K 220.

Постановка проблеми. Лістинг є засадничим процесом організації діяльності фондових бірж, базою для інформаційного супроводу функціонування національних ринків цінних паперів, орієнтиром для розвитку бізнесу, тому будь-які події, пов'язані з його впорядкуванням, викликають резонанс у фінансових колах. Такі події відбулися у 2015 р. в Україні, а саме очищення біржових реєстрів від компаній з ознаками фіктивності та внесення змін у "Положення про функціонування фондових бірж" в частині регламенту лістингу. Реформування

національного лістингового процесу є очікуваним і певною мірою закономірним кроком, проте ефективність перетворень залежить від вчасного виявлення та розв'язання проблем, що їх супроводжуватимуть.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Лістинговій проблематиці, як засадничому процесу біржової діяльності на фондовому ринку, присвячено багато праць іноземних та вітчизняних науковців. Вчені С. Віс та К. Мурман досліджували вплив лістингу на діяльність компаній, К. Гладчук розглядала вплив подвійного лістингу на

активізацію українського ринку IPO, Н. Сетореллі та С. Перістіані вивчали зв'язок крос-лістингу і вартості фірми, І. Краснова досліджувала стан фондового ринку України та обґрунтовувала перспективи його розвитку, І. Ройко акцентував увагу на результатах лістингового процесу в контексті оцінки ринкової капіталізації біржового ринку акцій України. Проте події 2015 р., що внесли суттєві корективи у функціонування українського фондового ринку, в тому числі у лістинговий процес, не отримали належної уваги з боку наукової спільноти.

Метою статті є аналіз результатів лістингового процесу в Україні, визначення проблем, які супроводжують формування біржових реєстрів, та обґрунтування пропозицій щодо оптимізації функціонування організованого сегмента фондового ринку країни.

Виклад основного матеріалу дослідження. Випуск фондових інструментів є тривалим та витратним процесом, тому розпочинати роботу в цьому напрямку емітенти будуть, розраховуючи на високу ймовірність досягнення бажаного результату. Для ринку важливо, щоб коло потенційних емітентів було надзвичайно широким, тому що в кінцевому результаті досягнути мети через низку об'єктивних та суб'єктивних обставин зможуть не всі. Для завантаженості ринку пропозиція має перевищувати попит, що у підсумку забезпечить конкуренцію між реципієнтами ресурсів та стимулюватиме попит. Таким чином, якісна пропозиція має позитивно впливати на розвиток попиту, а з позиції фінансового ринку – на розширення фондового ринку як конкурентного сегмента фінансового середовища.

За таких умов необачними є висловлювання голови НКЦПФР Т. Хромаєва, який у вересні 2015 р. стверджував, що пріоритетом діяльності Комісії на поточному етапі є “пошук балансу між попитом і пропозицією”, а також про необхідність орієнтування про-

позиції на “невеликий” попит [1]. Формування рівноваги між попитом і пропозицією є функцією ринку, а Комісія має працювати над розвитком конкуренції, причому концентруючи зусилля на формуванні пропозиції. Підтверджується пріоритетність напрямку і незначною кількістю емітентів, представлених на ринку своїми цінними паперами, що відповідають вимогам лістингу (за словами Т. Хромаєва – це держава в особі Міністерства фінансів та “декілька компаній” [1]).

Лістинг є сукупністю процедур з експертизи цінних паперів (їх емітентів), за результатами яких фондові інструменти, як правило, розподіляються на три групи. Для включення інструментів у перші дві групи, вони мають відповідати регламентованим вимогам (за принципом: чим вище лістинговий рівень – тим вище вимоги). Типові вимоги лістингу стосуються ринкової капіталізації емітента (оціночного значення показника), якості корпоративного управління компанією, інформаційного супроводу її діяльності та ринкових характеристик цінних паперів емітента. В Україні за рахунок цінних паперів, що пройшли лістинг та включені у перші дві групи, формують “біржовий реєстр” (“складова біржового списку, що містить інформацію щодо лістингових цінних паперів” [2]). Відповідно біржові списки включають як лістингові папери, так і допущені до торгів (тобто позалістингові).

Лістингові процедури проводять спеціалізовані підрозділи біржі на підставі заяви та пакета документів, здебільшого заявником виступає емітент. В Україні лістинг ґрунтується на підходах, апробованих міжнародною практикою: правила визначають організатори торгівлі на підставі норм діючого законодавства. В “Положенні про функціонування фондових бірж” встановлення лістингових процедур і делістингу, а також допуску до торгів віднесено до функцій фондової біржі [2, Р. I, п. 4]. Про-

відна роль бірж в лістинговому процесі визначається їх зацікавленістю у формуванні кон'юнктури, насамперед, в частині якісної пропозиції. Біржова репутація ґрунтується на компаніях, представлених на майданчиках, що дозволяє визначити їх як "відкриті, ексклюзивні клуби", які об'єднують стабільних та надійних емітентів.

Проведення лістингової процедури та поточний контроль за дотриманням вимог щодо перебування інструментів у списках є платними. Так, на Українській біржі плата за проведення лістингової експертизи становить на 15.10.2015 р. із включенням цінного паперу як до біржового реєстру, так і біржового списку становила 500 грн. (без ПДВ), щорічний внесок за проведення поточного контролю за відповідністю інструментів вимогам теж дорівнював 500 грн. Для порівняння: мінімальна плата за допуск на AIM (міжнародний альтернативний майданчик Лондонської фондової біржі для невеликих та зростаючих компаній з капіталізацією до 5 млн. фунтів, кількість компаній понад 3600) становить 6720 фунтів, щорічний фіксований внесок – 5350 фунтів [3]; розмір винагороди за включення акцій до третього рівня списку ("некотирувальна" частина) на Московській біржі становить 20000 руб., а щорічний внесок з підтримки таких акцій – 60000 руб.

Приклад AIM є показовим, оскільки цей майданчик не є головним ринком LSE, тобто визначається як "другий біржовий ешелон", відповідно передбачає використання м'якших лістингових вимог, ніж на головному ринку. Папери, допущені до торгівлі на AIM, не потрапляють в офіційний список LSE. Європейський парламент та Рада ЄС не виключає регулювання діяльності таких ринкових сегментів та контроль за ними з боку визнаних державних органів (п. 23 вступних положень Директиви 2001/34/ЄС [4]). В Україні біржі теж можуть створювати альтернативні майданчики з допуском

позалістингових акцій "нових інвестиційно привабливих компаній з метою розвитку середнього бізнесу в Україні" [2, Р. IV, п. 5]. Отже, процедура допуску до торгів, яка заснована на подібних лістингу принципах, застосовується і на спеціальних майданчиках, які згідно з Директивою 2004/39/ЄС віднесено до багатосторонніх торговельних систем – БТС (MTF – multilateral trading facility)[5]. Допуск інструментів до торгівлі є одним з регулюючих аспектів, спільних для класичних бірж та БТС. Інтегрування БТС у загальну систему фондових бірж дозволяє розглядати допуск до торгів на такі майданчики, як початковий етап виведення інструментів на головні ринки.

Основна мета лістингу збігається з метою Директиви 2001/34/ЄС та полягає у "забезпеченні достатньої інформації для інвесторів" (п. 21 вступних положень), що є провідним елементом захисту донорів ресурсу на фондовому ринку та позитивно впливає на зростання їх довіри до ринку. Проте некоректно обмежувати переваги лістингу тільки однією групою ринкових суб'єктів. Незважаючи на фінансові витрати, прийняття тягаря додаткових нормативних вимог і зобов'язань щодо дотримання стандартів корпоративного управління, можливі організаційні реформації й адміністративні проблеми, емітенти в результаті вдалого проходження лістингу отримують:

- іміджеві переваги через визнання біржовими експертами особливих характеристик цінних паперів та емітента, його спроможність дотримуватися високих ринкових стандартів;
- доступ до нових джерел фінансування, що розширюють перспективи бізнесу, в тому числі за рахунок збільшення кількості потенційних інвесторів та типів фінансування;
- ефективне ціноутворення на інструменти, емітовані компанією, наявність ін-

- формації щодо публічної вартості компанії або вихідних даних для її визначення;
- додаткову увагу аналітиків з високою ймовірністю використання інформації по емітенту, його цінним паперам у різноманітних галузевих оглядах та звітах;
 - розширення спектра адміністративних інструментів управління бізнес-процесами.

Торговельні майданчики через процедуру лістингу створюють пул найбільш якісних та надійних фондових інструментів, який є основою концентрації ліквідності, дає змогу підвищувати ефективність заходів, спрямованих на впорядкування торгівлі. Біржі зацікавлені в розширенні переліку представлених емітентів, що дотримуються вимог лістингу, оскільки це сприяє збільшенню попиту на ринку. Фондові біржі використовують лістингову інформацію для характеристики результатів власної діяльності та формування відповідного іміджу серед потенційних клієнтів. Доповнюється біржова функціональність лістингу широким використанням інформації за реєстровими інструментами при розрахунку характеристичних показників діяльності організаторів торгівлі, серед яких особливо відзначимо індекси. Кошки фондових індексів переважно формуються за рахунок

інструментів, що пройшли лістинг. Включення нелістингових цінних паперів може визначатися методологією індексу або станом фондового ринку. Наприклад, на початок IV кварталу 2015 р. з 20 акцій списку Індексу ПФТС тільки 10 пройшли лістинг за II рівнем, що пояснюється відсутністю достатньої кількості лістингових акцій на біржі (17), галузевою структурою емітентів лістингових інструментів (5 із 17 є комерційними банками), іншими причинами.

Загальна кількість лістингових компаній є традиційним показником, який використовують аналітики для характеристики стану національних фінансових ринків, що охоплює усі вітчизняні компанії, цінні папери яких пройшли лістинг станом на кінець року, без врахування інститутів спільного інвестування. Також інформація за лістинговими інструментами використовується при розрахунку капіталізації ринку та показників, пов'язаних з цим індикатором. Таким чином, лістингові процедури формують інформативну базу для розрахунку показників, які у свою чергу сприяють підвищенню інформованості усіх зацікавлених про стан фондового ринку.

Динаміка та якісний склад біржових списків українських організаторів торгівлі показана у табл. 1.

Таблиця 1

Кількість цінних паперів, включених до біржових списків українських бірж у 2007–2014 рр. (шт.)*

Дата	I рівень лістингу	II рівень лістингу	Позалістингові	Разом
31.12.2007 р.	18	159	1812	1989
31.12.2008 р.	15	252	1900	2167
31.12.2009 р.	16	274	1182	1472
31.12.2010 р.	146	247	1127	1520
31.12.2011 р.	194	318	1684	2196
31.12.2012 р.	274	407	2282	2963
31.12.2013 р.	377	497	2643	3571
31.12.2014 р.	568	482	2595	3645

* Побудовано на основі: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>

Аналіз показників таблиці дозволяє зробити оптимістичні висновки про нарощення як загальної кількості цінних паперів, що можуть бути предметом купівлі-продажу на організованому сегменті ринку, так і лістингових інструментів. Станом на початок 2015 р. біржами допущено до торгів 3645 цінних паперів, з них у біржові реєстри включено 1050. Проте в плані критичного сприйняття показників відзначимо наступне. По-перше, кількість як лістингових, так і допущених до торгів цінних паперів за даними НКЦПФР є завищеною, оскільки розраховується шляхом додавання даних, отриманих від усіх організаторів торгівлі, без врахування крос-лістингу. Для доведення твердження станом на 4.09.2015 р. були розкриті біржові списки трьох фондових бірж – Перспектива, ПФТС та УБ, які відіграли визначальну роль у формуванні підсумкових результатів таблиці. Так, на кінець 2014 р. у списках цих бірж перебувало 2853 цінних папери (тобто 78,3% паперів загальних біржових списків), з яких за I рівнем лістингу – 568, II рівнем – 325 та позалістингових – 1960 (100%, 67,4% та 75,5% від відповідних показників таблиці). За 9 місяців 2015 р. загальна кількість інструментів у списках трьох бірж скоротилася до 2279, з яких 606 паперів мали I рівень лістингу, 172 – II рівень, а 1501 були визнані позалістинговими. В результаті порівняння списків було встановлено, що фактична кількість інструментів становила 1695 (на 584 менше, ніж декларовано), в тому числі 312 – I рівня лістингу, 164 – II та 1219 – позалістингових. Показовими в цьому випадку є прості акції ПАТ “Мотор Січ”, які на Українській біржі були включені до котирувального списку I рівня лістингу, на ПФТС – до II рівня, а на Перспективі їх визнали позалістинговими.

Друге критичне зауваження стосується складу лістингових інструментів. Із загальної кількості інструментів I рівня лістингу по трьох біржах (312 цінних паперів) 264 є облі-

гаціями внутрішньої державної позики, 47 – депозитними сертифікатами НБУ і тільки один інструмент – прості акції ПАТ “Мотор Січ”. Із 164 цінних паперів II рівня лістингу 94 випуски є облігаціями підприємств, 25 – інвестиційними сертифікатами, 21 – акціями корпоративних інвестиційних фондів (КІФ), 21 – простими акціями та 3 – облігаціями місцевих позик. Біржові реєстри українських бірж станом на 8.09.2015 р. включали акції 41 емітента, відмінних від акцій КІФ, з яких 8 інструментів перебували у подвійному внутрішньому лістингу. Акції 5-ти емітентів можна вважати умовно лістинговими, оскільки остання ціна зафіксована на біржі їх лістингу (УМФБ) у лютому 2015 р. Біржові реєстри трьох площадок взагалі не містили акцій (УМВБ, Іннекс та СЄФБ).

Відповідно, третє зауваження пов'язано із незначною кількістю акцій, що тривалий час мають статус лістингових, оскільки саме ці інструменти згідно зі світовою практикою є предметом підвищеної уваги потенційної інвесторів, а також основними носіями переваг лістингу для емітентів. Тільки у липні 2015 р. низкою рішень НКЦПФР було зупинено торгівлю лістинговими акціями 43 емітентів¹, в серпні процедуру делістингу пройшли ще понад 25 інструментів, а на 3.09.2015 р. загальна кількість емітентів, за цінними паперами яких було призупинено торги, склала 99.

Однією з цілей, які переслідували чиновники від НКЦПФР, стало “очищення” вітчизняного ринку від недобросовісних емітентів. Серед ТОП-10 емітентів, акції яких користувалися найбільшим “попитом” на вітчизняному біржовому ринку в 2014 р., п'ять, а саме ПАТ “Ост-інвест”,

¹НКЦПФР: динаміка капіталізації лістингових компаній фондового ринку України [Електронний ресурс] / НКЦПФР. – Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/press/news/nkcpfr_dinamika_kapitalizaciy_listingovikh_kompanij_fondovogo_rinku_ukrayini. – Назва з екрану. – Дата звернення: 08.09.2015.

ПАТ “Компанія Астра Лайн”, ПАТ “Сило-ві електронні прилади управління”, ПАТ “ВО “Промтехмонтаж”, ПАТ “НК “Ойл Сіті”, мають багато спільних характеристик²: 1) юридична адреса (49051, м. Дніпропетровськ, вул. Винокурова, буд. 5); 2) один з основних видів діяльності (код за КВЕД 64.99 “Надання інших фінансових послуг (крім страхування та пенсійного забезпечення”); 3) біржа котирування акцій (ПФБ); 4) надзвичайно велике співвідношення ринкової та балансової вартості акцій (на кінець 2014 р. відповідно 175,34; 27,98; 194,67; 151,79; 55,14); 5) рентабельність власного капіталу (від 0,001% до 0,01% у 2014 р.); 6) делістинг акцій у липні 2015; 7) мала середня кількість працівників (3–6 осіб у 2014 році). Доповнює перелік установ-емітентів із ТОП-10, акції яких були виключені з біржового реєстру (КМФБ) в середині 2015 р., ПАТ “Південна генеруюча компанія” (м. Одеса), 99,03% активів якої сформовано за рахунок “Інших фінансових інвестицій” та отриманих векселів, із середньою кількістю працівників – 2 особи. Загальний обсяг біржових операцій з акціями вищезазначених компаній у 2014 р. становив 8421,43 млн. грн., тобто 34,4% загального обсягу біржової торгівлі акціями, що дозволяє стверджувати про вагомому частку операцій “неринкового” характеру та незадовільну якість звітної інформації НКЦПФР.

На тлі реєстрової люстрації НКЦПФР прийняла рішення про підвищення лістингових вимог. Згідно з нормативами, які набувають чинності з 2016 р., для включення акцій у біржовий реєстр (за II рівнем лістингу) необхідно, щоб емітент існував не менше як три роки, його власний капітал був не менше 400 млн. грн., середнє значення його ринкової капіталізації становило не менше 100

² Аналогічні характеристики мають сім емітентів з ТОП-20 за капіталізацією на кінець 2014 року: вищезгадане ПАТ «Код Інвест», а також ПАТ «АВК-Фінанс», ПАТ «ФК «Трійка інвест», ПАТ «ЛФС Сервіс», ПАТ «Трейд ойл», ПАТ «Укрфарм-інвест», ПАТ «Праймбудінвестгруп»

млн. грн., а мінімальне значення показника free-float – 10%. Крім того, введено нормативи щодо мінімального розміру річного чистого доходу на рівні 400 млн. грн., кількісного складу акціонерів (не менше 200 осіб), вимогу відносно наявності посади корпоративного секретаря в емітента та аудиторських перевірок незалежним зовнішнім аудитором відповідно до міжнародних стандартів за два роки, а також емітентіві рекомендовано дотримуватися принципів корпоративного управління [6]. Для включення акцій у біржові реєстри за I рівнем лістингу до емітента висуваються більш жорсткі вимоги за переважною більшістю вищезазначених норм.

Більшість із зазначених лістингових норм фактично запозичені з міжнародної практики, зокрема це стосується корпоративного управління та інформаційного забезпечення інвесторів, а також вимог з кількості паперів у вільному обігу (у п. 5, ст. 48 Директиви 2001/34 free-float у 25% визнано оптимальним рівнем [4]). Проте для українських реалій більшість вимог є надзвичайно жорсткими.

Рішення Комісії щодо призупинення обігу інструментів та запровадження нових вимог лістингу одного спрямування (впорядкування реєстрів), проте принципово відмінні за характером впливу на ринок. Вилучення акцій з реєстрів є заходом оперативного впливу на ринок, належить до прямих методів регулювання, підвищення вимог щодо лістингу – опосередковане регулювання через встановлення нових правил для усіх учасників біржових відносин, має підпорядковуватися загальній стратегії реформування національного фондового ринку. Тому процедура прийняття та інформаційний супровід таких рішень суттєво відрізняється. Усвідомлюючи можливі наслідки Рішення № 1217, можна передбачити дискусії, які супроводжували його прийняття, з розглядом усіх аргументів “за” та “проти”, проте вивчен-

ня думок експертів дозволяє стверджувати про відсутність загального стратегічного підпорядкування. У цьому аспекті особливо відзначимо обов'язкове перебування у біржових реєстрах акцій усіх публічних акціонерних товариств, що набуває чинності з січня 2018 року.

В результаті запровадження нових лістингових норм в реєстрах залишаться за різними оцінками від 2 до 20 акцій [7], про 10–15 емітентів стверджує і Т. Хромаєв [8]. І проблема не стільки в кількості лістингових компаній, а у тому, що регулятор прагне використати лістингові процедури, як один з механізмів оптимізації організаційно-правової структури українського бізнесу. Перша група проблемних утворень передбачає індивідуальний підхід, оскільки задля досягнення основної мети своєї діяльності фіктивні підприємства будуть мімікрувати, дотримуючись нормативних вимог, а виведення їх з ринку передбачає системний моніторинг з виявленням неправомірних форматів діяльності та їх ліквідацію. Друга група товариств була сформована через приведення у відповідність статусу цих утворень до норм Закону “Про акціонерні

товариства”, тобто навіть ЗАТ з кількістю співвласників більше 100 осіб могли бути реорганізовані тільки у публічні АТ [9, абз. 2, п. 1, ст. 5]. Отже, для відновлення “статускво” для товариств другої групи достатньо скасувати кількісне обмеження акціонерів та спростити процедуру перереєстрації з публічних на приватні, правове підґрунтя таких дій вже закладено (з 1.05.2016 р. кількісне обмеження скасовується). Таким чином, для позбавлення публічного статусу господарюючих суб'єктів і першої, і другої групи використовувати лістингові обмеження не раціонально.

Лістингові нововведення актуалізують цілу низку, хоч і пов'язаних між собою, але відмінних за змістом проблем, що супроводжуватимуть функціонування фондового ринку України, серед яких відзначимо наступні.

1) Акції є основним інструментом біржової торгівлі, виступають локомотивом біржової діяльності та розвитку. Згідно зі звітами WFE у 2014 р. вартість біржових угод, предметом яких були акції, досягла 80,9 трлн. дол. США, що у 3,7 раза більше вартості угод за облігаціями та у 5,9 раза більше ніж вартість угод з ETFs (рис. 1).



Рис. 1. Обсяги біржової торгівлі основними цінними паперами з географічним поділом у 2014 році (трлн. дол. США)*

* Побудовано на основі: www.world-exchanges.org.

При цьому відзначимо два важливі нюанси: а) акції та фондові індекси, засновані на акціях, входять до складу основних базових активів біржових фондів; б) вартість угод з акціями на 27,33% менше ніж вартість угод з облігаціями тільки в зоні Європа-Ближній Схід-Африка, що є додатковим підтвердженням боргового характеру, передусім Європейських ринків, та обґрунтуванням доцільності концентрації зусиль саме на розвитку пайового сегмента національних ринків в регіоні.

Таким чином, світовий досвід підтверджує визначальну роль акцій у функціонуванні організованої торгівлі, розвитку ринкових взаємозв'язків і технологій, засвідчує вплив інструментів на формування фінансової стабільності майданчиків та інших суб'єктів ринкової інфраструктури.

Оцінка економічної системи України з позиції потреб суб'єктів господарювання у фінансових ресурсах, її порівняння з ін-

шими економічними системами дозволяє стверджувати про середньострокову потребу в біржовому обігу акцій щонайменше 300-400 емітентів.

2) Акції сприяють розвитку кон'юнктури фондового ринку. В частині попиту акції концентрують значну частину ліквідності, оскільки вони є традиційною альтернативою для дрібних та інституційних інвесторів, інструментом з підвищеною увагою для спекулянтів. За даними ОЕСР, станом на кінець 2012 р. акції та інша участь в капіталі інституційних інвесторів становили 36,88% усіх фінансових активів цих установ, причому левову частку показника сформували саме акції, як більш ліквідний компонент цієї статті активів (рис. 2).

Акції та інша участь в капіталі інвестиційних фондів оцінювалася в 12,6 трлн. дол. США (39,53% активів), а страхових компаній і пенсійних фондів – 17,5 трлн. дол. США (35,17% активів). В структурі фі-

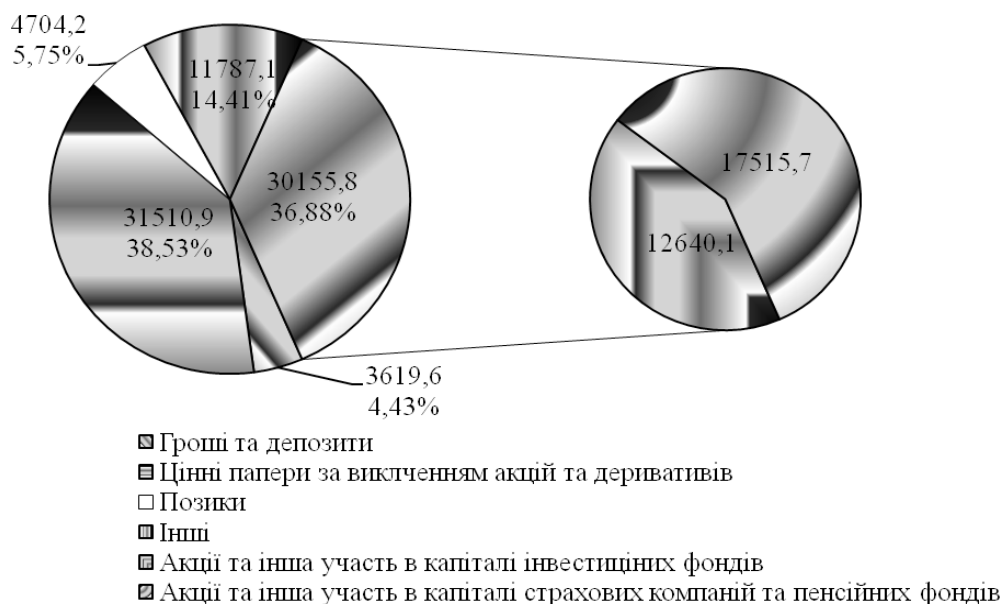


Рис. 2. Структура фінансових активів інституційних інвесторів в країнах-членах ОЕСР станом на кінець 2012 р. (млрд. дол. США)

* Побудовано на основі [11].

нансових активів українських інституційних інвесторів на ту ж дату акції становили тільки 24,91%, при цьому в портфелях страхових компаній і пенсійних фондів частка інструментів перевищувала 59%. Таким чином, скорочення переліку лістингових компаній в Україні супроводжуватиметься реструктуруванням портфелів інституційних інвесторів зі зменшенням в них частки акцій, а очікуваний у майбутньому розвиток даної групи інвесторів не буде забезпечено необхідною кількістю пайових інвестиційних альтернатив. Сподівання українських чиновників на збільшення обсягів інвестування вітчизняними інституційними інвесторами у державні облігації та частковому заміщенні цими інструментами акцій в портфелях зазначеної групи інвесторів можуть не виправдатись. Аналітики "The McKinsey Global Institute", констатуючи суттєве зростання з 2007–2008 рр. суверенних боргів у світі, попереджають про наростання ризиків роботи з цими активами та стверджують про необхідність пошуку інструментів для впорядкування таких боргів, а їх реструктуризація в будь-якій країні завдасть "важких втрат вітчизняними банкам, пенсійним фондам та іншим місцевим інвесторам, що може негативно позначитися на пенсіонерах та широких верствах населення" [11, 98]. Наведені твердження стосуються переважно більшої частини країн світу, в тому числі й України.

3) Жорсткі лістингові вимоги суттєво обмежують кількість підприємств, які розроблятимуть програми виходу на фондовий ринок. Присутність на фондовому ринку вимагає від емітентів значних витрат, які мають бути компенсовані, відповідно, усвідомлення низької ймовірності компенсації таких витрат сьогодні трансформується у обмежену пропозицію акцій, як у середньо-, так і довгостроковій перспективі. Отже, в результаті "очистки" на національному фондовому ринку залишиться незначна кількість емітентів, які сприйма-

тимуть його як джерело ресурсів. Концентрація попиту на обмеженому лістинговому наборі акцій може супроводжуватися ризиками швидкого зростання цін на такі активи без адекватних змін в діяльності емітентів з формуванням "мильних бульбашок".

4) Розвиток корпоративного управління, який визначено одним із пріоритетних напрямків діяльності Комісії на найближчу перспективу, наближення національних стандартів управління бізнесом в Україні до взірцевих без значної кількості біржових акцій не може відбутися, оскільки сфера застосування нововведень буде обмежена незначною кількістю реєстрових компаній, серед яких будуть і такі, що імітуватимуть процес. Крім того, впровадження нових управлінських підходів супроводжуватиметься додатковими витратами, які мають покриватися економічними перевагами присутності емітентів на фондовому ринку.

5) Біржовий ринок акцій генерує інформацію, яка використовується в процесі прийняття рішень як внутрішніми, так і зовнішніми інвесторами. Серед індикаторів, які характеризують стан національного фондового ринку і всієї економічної системи, особливо відзначимо фондові індекси, кількість національних лістингових компаній, капіталізація лістингових компаній, співвідношення капіталізації лістингових компаній та ВВП. І якщо фондові індекси протягом двох років можна адаптувати до зменшення кількості реєстрових компаній, зміни їх галузевої структури та інших трансформацій, втрачаючи в репрезентативності цього показника, то інші індикатори, які й сьогодні значно нижче бажаного рівня, просто обваляться.

Програмні документи НКЦПФР та інтерв'ю керівника Комісії підтверджують прихильність чиновників загальним рекомендаціям фахівців McKinsey Global Institute, сформульованим наприкінці 2011 р. Основні положення рекомендацій для

ринків, що розвиваються, включають підвищення прозорості емітентів, розвиток механізмів захисту міноритарних акціонерів, підвищення рівня інвестиційної культури зі створенням підґрунтя інвестування в акціонерний капітал, сприяння діяльності інституційних інвесторів, розширення спектра інвестиційних альтернатив для домашніх господарств та підвищення лістингових вимог [12, 9]. Проте сумніви викликає інтерпретація вітчизняними фахівцями останньої рекомендації, а також висновку іноземних дослідників щодо неспроможності протягом поточного десятиріччя попиту на акції задовольнити потреби корпорацій на ринках, що розвиваються [12, 7]. Підвищення лістингових вимог, яке закріплено у Рішенні НКЦПФР № 1217, є надмірним, особливо в частині вимог до капіталу емітентів, а дисбаланс між попитом і пропозицією на ринку акцій не дозволяє стверджувати Т. Хромаєву про те, що “найближчі п’ять років на них (акції – авт.) попиту не буде” [13]. С.Є. Шишков ще на початку поточного десятиріччя, посилаючись на результати дослідження оптимальності лістингових критеріїв, проведеного компанією Wilshire Consulting, стверджував, що “підвищена жорсткість критеріїв лістингу на біржах ринків, що розвиваються, далеко не завжди означає високу ефективність цих критеріїв”, а мала кількість національних лістингових компаній є підтвердженням неоптимальності таких критеріїв [14, 8]. Крім того, співробітники McKinsey Global Institute відзначали необхідність створення в країнах, що розвиваються, умов для вкорінення “культури інвестування в акціонерний капітал” [12, 9], що неможливо при незначній кількості лістингових акцій.

Лістингові вимоги мають враховувати потреби економічної системи, адекватно відображати умови функціонування бізнесу. Тому в сучасній Україні світові стандарти

мають бути орієнтиром поступового розвитку, важливим елементом якого мають стати БТС. Допуск акцій до такого сегмента згідно з “Положенням про функціонування фондових бірж” відбувається при існуванні їх емітента (з ринковою капіталізацією не менше 20 млн. грн. та кількістю акціонерів у 50 і більше осіб) не менше року, крім того емітент має проходити щорічну аудиторську перевірку відповідно до міжнародних стандартів аудиту (п. 5, Р. IV). Дотримання принципів корпоративного управління і міжнародних стандартів складання фінансової звітності для таких емітентів є рекомендаційною нормою. Де-юре акції допущені до обігу на такому сегменті мають отримати статус позалістингових.

Згідно з п. 1 ст. 43 Директиви 2001/34/ЕС ринкова капіталізація компанії при допуску до біржової торгівлі її акцій із включенням в офіційний список (official listing) має становити 1 млн. євро, а в п. 2 цієї ж статті передбачена можливість недотримання п. 1 за умови впевненості у позитивних ринкових перспективах таких акцій. Таким чином, можна припустити, що вимога стосовно капіталізації емітента при допуску його акцій на альтернативні майданчики в Україні формувалися з орієнтиром на європейські правила. Потенційні списки допуску на БТС можуть мінімізувати негативні наслідки переходу до нових лістингових вимог, в тому числі через наділення особливим статусом найбільш ліквідних акцій з таких списків. Проте інформація щодо програми створення таких майданчиків в Україні відсутня.

Концепція створення БТС має бути розроблена й оприлюднена найближчим часом. Ключовими положеннями документа повинні стати: визнання БТС альтернативними майданчиками в межах діючих фондових бірж; вимоги до біржі, яка забезпечить функціонування системи (в контексті концентрації фондової ліквідності таких організаторів торгівлі має бути не більше двох); права ор-

ганізаторів торгівлі щодо відмови у допуску акцій (виключення інструментів зі списків) та їх зобов'язання стосовно контролю за діяльністю емітентів; деталізація вимог до емітентів; механізми захисту інвесторів.

В умовах посилення лістингових вимог БТС-платформи дозволять частково вирішити вищезазначені проблеми, зокрема в частині відновлення стимулювання розвитку корпоративного управління, інформаційного супроводу функціонування фондового ринку, формування інвестиційних альтернатив. Крім того, майданчики дозволять:

- менеджерам і власникам нелістингових компаній зробити усвідомлений вибір між перереєстрацією з ПАТ в інші організаційно-правові форми та виведенням власних акцій на альтернативні ринки;
- забезпечити вихід на фондовий ринок представникам середнього бізнесу, в тому числі й через IPO;
- активізувати діяльності в країні фондів “private equity”, для яких фондовий ринок є ключовим компонентом реалізації інвестиційних програм;
- створити умови для використання технологій сквиз-аут (squeeze out) та селлаут (sell out), ефективність реалізації яких залежить від наявності ринкової ціни на акції, а відповідно передбачає широке представництво емітентів на торгових майданчиках тощо.

Організація альтернативної до класичної біржової торгівлі шляхом створення БТС є не тільки кроком в напрямку приведення національних стандартів фондової справи у відповідність до взірцевої світової практики, а й фактором гармонізації розвитку українського фондового ринку. Цей механізм дозволяє в еволюційний спосіб здійснити переведення діючої системи допуску акцій на організований ринок на якісно новий рівень, основні параметри якого

визначено нормативними документами та заявами керівництва НКЦПФР.

На окрему увагу заслуговує інформаційний супровід лістингового процесу в українській статистиці. Як зазначалося вище, у звітах НКЦПФР подається інформація про кількість лістингових цінних паперів. В міжнародній статистиці сфера застосування цього показника є обмеженою, на відміну від “кількості вітчизняних лістингових компаній”, який є принциповою характеристикою ринку акцій та входить до групи основних індикаторів, що характеризують стан національних фінансових систем. Обидва показники покликані визначити масив досяжних інвесторам на ринку “якісних” інвестиційних альтернатив, але останній виконує це завдання краще. Наприклад, акції й облігації одного емітента розглядати як повноцінні інвестиційні альтернативи, зважаючи на єдине джерело доходів за інструментами та незначні відмінності у розмірі несистематичного ризику, не можна. Таким чином, у звітах НКЦПФР інформацію про кількість лістингових цінних паперів необхідно доповнити даними про кількість емітентів, цінні папери яких включено у біржові реєстри.

Висновки. Лістинг є сукупністю процедур з експертизи цінних паперів, за результатами яких фондові біржі формують пул найбільш якісних та надійних фондових інструментів, що концентрує ринкову ліквідність, дозволяє підвищувати ефективність заходів, спрямованих на впорядкування торгівлі. Лістинг є ключовим механізмом формування ринкової кон'юнктури, що ґрунтується на формалізації вимог до біржових інструментів. У свою чергу, існування стандартів, яким мають відповідати емітенти, забезпечує еволюцію цієї групи ринкових учасників. Незважаючи на уніфікацію лістингових вимог, в різних країнах світу зберігається національна специфіка лістингового процесу, що враховує потреби

економічних систем, адекватно відображає умови функціонування бізнесу. Нові лістингові вимоги, регламентовані НКЦПФР, можна визначити як надзвичайно жорсткі, а в результаті їх впровадження у біржових реєстрах вітчизняних організаторів торгівлі залишиться орієнтовно двадцять акцій, що негативно позначиться на усьому організованому сегменті українського фондового ринку. Важливим елементом відновлення поступового розвитку фондової системи України мають стати багатосторонні торговельні системи, як альтернативні майданчики в межах діючих фондових бірж країни.

Література

1. Хромаєв: всі наші біржі економічно неспроможні [Електронний ресурс] / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – Режим доступу : http://www.nssmc.gov.ua/press/publications/khromaehv_vsi_nashi_birzhi_ekonomichno_nespromozni.
2. Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 22.11.2012 р. №1688 в редакції від 22.09.2015 р.
3. Stock Market Listing [Electronic resource] / ACCA. – Access mode : <http://www.accaglobal.com/za/en/business-finance/types-finance/stock-market.html>.
4. Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities: Directive, European Parliament, Council of the European Union, 28.05.2001.
5. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC: Directive, European Parliament, Council of the European Union, 21.04.2004.
6. Про затвердження змін до Положення про функціонування фондових бірж: Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06.08.2015 р. №1217, зареєстровано у Міністерстві юстиції України 26.08.2015 р. за № 1030/27475.
7. Поллок М. Зачистка фондового ринка выльется в обвал украинских акций [Электронный ресурс] / Марк Поллок // Вести, Новости бизнеса, 15 сентября 2015 г. – Режим доступа : <http://business.vesti-ukr.com/114984-zachistka-fondovogo-rynka-vyletsja-v-obval-ukrainskih-akcij>.
8. В январе с фондового рынка исчезнут все “голубые фишки” [Электронный ресурс] / Телеграф, 18 сентября 2015 г. – Режим доступа : <http://telegraf.com.ua/biznes/ekonomika/2073156-s-fondovogo-ryinka-ukrainyi-ischeznut-vse-golubye-fishki.html>.
9. Про акціонерні товариства: Закон України від 17.09.2008 р. №514-VI.
10. OECD Institutional Investors Statistics [Electronic resource] / OECDiLibrary. – Access mode : http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/data/oecd-institutional-investors-statistics_instinv-data-en.
11. Debt and (not much) deleveraging [Electronic resource] / McKinsey Global Institute; McKinsey & Company. – February 2015. – Access mode : <file:///C:/Users/User/Downloads/MGI%20Debt%20and%20not%20much%20deleveragingFullreport-February2015.pdf>.
12. The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape [Electronic resource] / McKinsey Global Institute; McKinsey & Company. – December 2011. – Access mode : file:///C:/Users/User/Downloads/MGI_Emerging_equity_gap_Full_report.pdf.
13. Тимур Хромаєв: Лишение лицензии возможно в отношении каждой биржи [Электронный ресурс] / Лига. Финансы, 14.08.2015 г. – Режим доступа : <http://finance.liga.net/stock/2015/8/14/interview/44518.htm>.
14. Шишков С.Є. Модернізація підходів до лістингових вимог в Україні з метою диверсу-

фікації напрямів інвестування для інституційних інвесторів [Електронний ресурс] / Фондова біржа “Перспектива”. – Режим доступу : fbp.com.ua/Doc/18062011.ppt.

References

1. Khromaiev: vsi nashi birzhi ekonomichno nespromozhni [Khromaiev: all our exchange economically untenable]. (n.d.). NKTsPFR – NSSMC Available at: http://www.nssmc.gov.ua/press/publications/khromaehv_vsi_nashi_birzhi_ekonomichno_nespromozhni.
2. Rishennia NKTsPFR pro zatverdzhennia Polozhennia pro funktsionuvannia fondovykh birzh №1688 vid 22.11.2012 r. [The act of the National commission on securities and stock market On ratification of the functioning of stock exchanges]. (2015, September 22) [in Ukrainian].
3. Stock Market Listing [Electronic resource] / ACCA. – Available at: <http://www.accaglobal.com/za/en/business-finance/types-finance/stock-market.html>.
4. Directive 2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admission of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities: Directive, European Parliament, Council of the European Union, 28.05.2001.
5. Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC: Directive, European Parliament, Council of the European Union, 21.04.2004.
6. Rishennia NKTsPFR Pro zatverdzhennia zmin do Polozhennia pro funktsionuvannia fondovykh birzh №1217 vid 06.08.2015 r. [The act of the National Commission on Securities and Stock Market On Amendments to the Regulation on the functioning of stock exchanges]. (2015, August, 6) [in Ukrainian].
7. Pollok, M. (2015). Zachistka fondovogo rynku vyiletsya v obval ukrainskikh akcii [Scraping the stock market will result in the collapse of the Ukrainian shares]. Vesti 15. Available at: <http://business.vesti-ukr.com/114984-zachistka-fondovogo-rynka-vyletsja-v-obval-ukrainskikh-akcij>.
8. V yanvare s fondovogo rynku ischeznut vse “golubie fishki” [In January, the stock market will disappear all the “blue chips”]. Telegraf – Telegraph, 2015, September 18. Available at: <http://telegraf.com.ua/biznes/ekonomika/2073156-s-fondovogo-ryinka-ukrainyi-ischeznut-vse-golubie-fishki.html>.
9. Zakon Ukrainy Pro aktsioneri tovarystva: 17 ver. 2008 roku №514-VI [Law of Ukraine on Joint Stock Companies] (2008, September, 17) [in Ukrainian].
10. OECD Institutional Investors Statistics. OECDiLibrary. – Available at: http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/data/oecd-institutional-investors-statistics_instinv-data-en.
11. Debt and (not much) deleveraging / McKinsey Global Institute; McKinsey & Company. – February 2015. Available at: <file:///C:/Users/User/Downloads/MGI%20Debt%20and%20not%20much%20deleveragingFullreportFebruary2015.pdf>.
12. The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape / McKinsey Global Institute; McKinsey & Company. – December 2011. – Available at: file:///C:/Users/User/Downloads/MGI_Emerging_equity_gap_Full_report.pdf.
13. Timur Khromaiev: Lishenie litsenzii vozmozhno v otnoshenii kazhdoy birzhi [Timur Khromaiev: possible withdrawal of the license for each Exchange]. (2015, August, 14). Liga. Finansy – Liga. Finance. Available at: <http://finance.liga.net/stock/2015/8/14/interview/44518.htm>.
14. Shyshkov, S. Ye. (n.d.). Modernizatsiia pidkhodiv do listyngovykh vymog v Ukraini z metoiu dyversyfikatsii napriamiv investuvannia dlia instytutsiinykh investoriv [Modernization approaches to listing requirements in Ukraine to diversify areas of investment for institutional investors]. Fondova birzha “Perspektyva” - Stock Exchange “Perspektyva”. Available at: fbp.com.ua/Doc/18062011.ppt.