



О. О. Товкун,

студентка 4-го курсу Київського національного економічного університету,
факультет міжнародної економіки та менеджменту

НАПРЯМИ ІНТЕГРАЦІЇ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ У СВІТОВІ РИНКИ КАПІТАЛІВ

У статті досліджуються сутність та причини функціонування фондового ринку як складової фінансової системи національної економіки; розглядається вплив світового ринку на розвиток окремих європейських країн; порівнюються особливості фондових ринків найрозвинутіших держав Європи; аналізуються сучасний стан та етапи розвитку українського ринку цінних паперів, пропонуються шляхи його вдосконалення і напрями інтеграції у світові та, передовсім, європейські ринки капіталів.

Ключові слова: фондовий ринок, цінні папери, валютно-фінансова інтеграція, інтернаціоналізація ринків, європейські ринки капіталів.

А. А. Товкун

НАПРАВЛЕННЯ ІНТЕГРАЦІЇ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ В МИРОВЫЕ РЫНКИ КАПИТАЛОВ

В статье исследуются сущность и причины функционирования фондового рынка как составной части финансовой системы национальной экономики; рассматривается влияние мирового рынка на развитие отдельных европейских стран; сравниваются особенности фондовых рынков наиболее развитых государств Европы; анализируются современное состояние и этапы развития украинского рынка ценных бумаг, предлагаются пути его совершенствования и направления интеграции в мировые и, прежде всего, европейские рынки капиталов.

Ключевые слова: фондовый рынок, ценные бумаги, валютно-финансовая интеграция, интернационализация рынков, европейские рынки капиталов.

O. O. Tovkun

SUGGESTED WAYS OF INTEGRATION OF THE UKRAINIAN SECURITIES MARKET INTO THE WORLD CAPITAL MARKETS

In the article, the essence and reasons of functioning of the securities market as a component of the financial system of national economy and the influence of the world market on the development of particular European countries are investigated; the features of the securities markets of the most developed European countries are compared; the current condition and stages of development of the Ukrainian market of securities, ways of its perfection and directions of integration into world's and primarily European capital markets, are suggested.

Key words: securities market, stocks, monetary and financial integration, globalisation of markets, Euro-currency market.

Постановка проблеми. У другій половині 20-го століття однією з найвизначніших тенденцій розвитку світової фінансової системи стала валютно-фінансова інтеграція. В умовах глобалізації та посилення конкуренції жодна країна не спроможна досягти економічного і соціального зростання самостійно, перебуваючи в економічній ізоляції від решти світу. Невіддільною рисою останніх десятиліть 20-го та початку 21-го століття стало помітне зростання ролі фінансових ринків у розвинутих країнах, а також їх поява у країнах із перехідною економікою. Найбільш динамічного розвитку набув такий сегмент світового фінансового ринку, як ринок цінних паперів. Для багатьох провідних українських компаній сьогодні став актуальним вихід на міжнародні ринки капіталу, особливо враховуючи обмеженість пропозиції інвестиційних ресурсів на внутрішньому українському ринку. Для цього необхідно прискорити процес інтеграції фондового ринку України у структуру світового ринку капіталу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам глобалізації та інтернаціоналізації фондових ринків країн світу присвячено багато робіт, у яких автори досліджували процес становлення і розвитку світових ринків капіталів, аналізували інтеграційні процеси між ними, формували моделі їх майбутнього розширення. Проблематикою створення ефективної системи функціонування світового фондового ринку займалися такі європейські та американські автори, як Ф. Фабоззі, Г. Бірман, Л. Дж. Гейтман, Б. Койлі, С. Шмідт, С. Шманн, Дж. Фрідман та ін. Серед вітчизняних авторів, які досліджували перспективи інтеграції ринку цінних паперів України у світові ринки, слід відзначити М. Алексєєва, Я. Міркина, О. Мозгового, Н. Мещерову, В. Осольського, В. Суторміну. Проте недостатньо висвітленими залишаються такі питання, як шляхи підвищення зацікавленості іноземних інвесторів у цінних паперах українських компаній, а також підвищення ефективності організаційних механізмів інтеграції українського фондового ринку.

Метою цієї роботи є висвітлити головні тенденції розвитку європейських фондових ринків, їх сучасний стан та процес інтеграції, у якому вони активно задіяні; охарактеризувати нинішній стан, проблеми і перспективи українського ринку цінних паперів та запропонувати шляхи його зближення зі світовим фондовим ринком.

Основні результати дослідження. Сучасні корпорації виходять на ринок цінних паперів із декількох причин. Основною метою випуску акцій є фінансування злиття чи поглинання. Останнє відбувається через заміну акцій компаній, які поглинаються, акціями компаній, що поглинають, а потім активно виходять на первинний ринок, здійснюючи емісію цінних паперів. Другою причиною для емісії може бути необхідність зменшення частки запозиченого капіталу в сукупному капіталі корпорацій. Вони регулюють структуру свого капіталу за допомогою емісії, заміщуючи новими акціями свої боргові зобов'язання. Третя можлива мета випуску акцій – це фінансування інвестицій у виробничу діяльність. Така необхідність викликана появою у високотехнологічних галузях великої кількості нових компаній, які використовують венчурний капітал [1]. Особливо це стосується технологій, спрямованих на захист навколишнього середовища. За даними компанії *Ernst & Young Venture Insights*, рівень венчурних інвестицій у чисті технології у світі швидко зростає. У 2003 р. він складав 1,6% усіх світових інвестицій, а у 2008 р. – уже 11%. На середину 2008 р. по всьому світу налічувалося 549 приватних підприємств, які використовували венчурний капітал у цій галузі, із сукупною капіталізацією \$8,9 млрд. [2]. Проте слід зазначити, що джерелом венчурного капіталу є, зазвичай, кошти інституційних інвесторів, які володіють великими активами і можуть ризикнути їх частиною. Для більшості малих фірм у традиційних галузях економіки реальних можливостей досягти таких розмірів, які б дозволили здійснити емісію, майже немає. Таким чином, емісія нових акцій на сучасних ринках цінних паперів є невеликою і не завжди спрямована на мобілізацію вільних грошових ресурсів для фінансування економіки, як це відбувалося на початкових етапах становлення світового ринку цінних паперів. У структурі останнього зменшується масштаб первинного ринку, який поступово втрачає свою роль регулятора інвестицій і економіки у цілому.

Особливістю фондових ринків розвинутих країн є розміщення цінних паперів через посередників, у ролі яких виступають інвестиційні банки. Разом із компанією-емітентом вони визначають умови емісії, у тому числі суму капіталу, строки та умови, і здійснюють безпосереднє розміщення цінних паперів.

Залежно від небанківського або банківського характеру фінансових посередників, виділяють три моделі фондового ринку. Небанківська модель є найбільш характерною для США. За цієї моделі посередниками виступають небанківські компанії, які працюють із цінними паперами. У Німеччині превалює банківська модель, де роль посередників відіграють банки. Третя модель – змішана. Вона найбільшою мірою притаманна Японії. Посередниками тут виступають як банки, так і небанківські установи [4].

Основною тенденцією розвитку світового валютного ринку залишається валютно-фінансова інтеграція фінансових систем. Особливо яскраво ця тенденція виявляється у країнах Європейського Союзу, де введення спільної валюти – євро – дало поштовх до стрімкого

зближення економік, а відтак і поступового зрощування фондових ринків європейських країн. При цьому в кожній країні ринок цінних паперів має свої унікальні риси та особливості розвитку.

У Німеччині організацією торгівлі на фондовому ринку традиційно займаються фондові біржі. Німецька біржа проводить операції на ринку цінних паперів уже близько 400 років. Сьогодні вона є інтернаціональним провайдером і забезпечує інвесторам та компаніям-емітентам швидкий і комфортний доступ до світових ринків капіталу. Спектр біржових продуктів та послуг, які вона пропонує, варіює від торгівлі цінними паперами і деривативами до операцій системи електронних торгів, платежів та забезпечення ринковою інформацією. Фондові біржі діють у Франкфурті, Ганновері, Бремені, Штуттгарті, Дюссельдорфі, Гамбургу і Берліні. Електронні торги здійснюються через систему *Xetra*, вперше представлена в листопаді 1997 р. Таким чином, німецька біржа *Deutsche Borse AG* розпочала новий етап в історії фондових бірж. Сьогодні учасники фондового ринку в більш ніж 20 країнах Європи здійснюють свою діяльність саме через систему *Xetra*. Із її застосуванням продається і купується 90% капіталу компаній, які входять до індексу *DAX (Deutsche Aktien Index)*. Усі німецькі індекси базуються на цінах *Xetra*. Акції 10 266 німецьких та зарубіжних компаній входять у лістинг Франкфуртської фондової біржі [5].

Окрім акцій, в обігу перебувають облигації, іпотечні облигації, дебентури (облигації акціонерних компаній) і варанти. Станом на 31 грудня 2009 р. на Франкфуртській біржі постійно оберталося близько 219 665 цінних паперів із фіксованим доходом та 181 321 варіант. Щоправда, у 2009 р. у зв'язку із світовою фінансовою кризою підприємство звітувало про скорочення обороту на 16%, проте вже на початку 2010 р. фондова біржа *Deutsche Borse AG* оголосила про намір збільшити свої витрати на підвищення активності на 50% порівняно з попереднім роком, тобто на 100 млн. євро [5].

Високоєфективна біржа повинна мати у своєму розпорядженні й високоєфективну систему розрахунків. Для цього 1 січня 2000 р. організації *Deutsche Borse Clearing* і *Luxemburgs Cedel* утворили *Clearstream International* – найбільшу розрахункову організацію в Європі, де зберігаються акції на суму понад 10,3 трлн. євро, а кількість угод на грудень 2009 р. складала 2,64 мільйони щомісяця [6].

У 1998 р. німецька біржа деривативів *DTB* та швейцарська біржа *Swiss Soffex* об'єдналися, утворивши *Eurex*. Сьогодні це – найбільша у світі біржова організація з торгівлі деривативами. Вже у 2000 р. більш ніж 450 мільйонів контрактів було продано та куплено



Рис. 1. Структура лістингу Франкфуртської фондової біржі на початок 2010 року

Джерело: За даними офіційного сайту ФФБ *Deutsche Boerse AG*, 26.02.2010 р.

через неї. На цій біржі оберталися 90% деривативів, виражених у індексах *Dow Jones STOXX*. У січні 2010 р. 10,8 мільйонів контрактів змінили власників через *Eurex* (у січні 2009 р. їх число сягало 10,5 мільйонів) [7].

Важливу інформацію про функціонування та стан різних сегментів німецької біржі містять індекси. Торги на німецьких ринках ілюструються цілим сімейством індексів: *DAX (MDAX, HDAX, CDAX, VDAX, SDAX), SMAX, NEMAX 50, STOXX* та ін.

До основного індексу *DAX 30* входять 30 німецьких компаній із найбільшою капіталізацією, які діють у основних галузях промисловості. Це такі підприємства, як *BMW, Deutsche Bank, Deutsche Borse, Deutsche Lufthansa, Deutsche Post, Deutsche Telekom, Henkel, Siemens, ThyssenKrupp, Volkswagen Group* та ін.

Для економіки **Швейцарії** фондовий ринок є джерелом фінансування відтворення національного капіталу, а також важливою складовою фінансово-кредитної системи. Проте основна роль ринку цінних паперів у Швейцарії полягає у виконанні міжнародних функцій. Більше половини акцій і майже третина облігацій на ньому є іноземними. Фондовий ринок цієї країни підпорядкований монопольним банкам, які виступають як посередники між іноземними позичальниками та кредиторами. Усі операції здійснюються через представників цих банків. Останні також регулюють такі параметри, як, наприклад, порядок емісії. Водночас, державне регулювання ринку майже відсутнє. На позабіржовому ринку діє близько 120 маклерських фірм, але слід зазначити, що частка позабіржових операцій у структурі торгів є відносно невеликою. Існує як касовий ринок, так і ринок строкових операцій.

Спочатку у Швейцарії налічувалося сім фондових бірж, найбільшими з яких були Цюрихська, Базельська і Женевська. У 1995 р. останні об'єдналися, утворивши так звану Швейцарську біржу – *Swiss Exchange (SWX)*. Нині це одна із найбільших європейських торговельних платформ, де здійснюється торгівля акціями та деривативами. Починаючи з 1996 року, усі торги ведуться в електронній формі. Основний швейцарський фондовий індекс – *SMI (Swiss Market Index)* – відображає котирування акцій 20 найбільших компаній, на які припадає 85% сукупної капіталізації ринку. До індексу *SMI* входять такі компанії, як *Logitech, Nestle, Credit Suisse, Swatch group, Siemens, Hoffman – La Roche* та ін.

Історія фондового ринку **України** як незалежної держави почалася тоді, коли у країні стартував процес приватизації. У Законі України «Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку» від 22.09.1995 р. зазначено: «Приватизація повинна стати одним з основних джерел появи в країні цінних паперів у процесі розвитку фондового ринку. В ході масової приватизації має утворитися найширший прошарок акціонерів, а підприємства, що були державною власністю, повинні використовувати вільні фінансові ресурси фондового ринку, знявши з держави тягар фінансової підтримки».

Передувати формуванню більш об'ємного ринку цінних паперів має перетворення великих і середніх державних підприємств у відкриті акціонерні товариства. В свою чергу, в процесі приватизації мають ширше використовуватися можливості інфраструктури фондового ринку (розміщення акцій через фондові біржі, залучення до поширення акцій торговців цінними паперами тощо)» [9].

Нині на фондовому ринку України обертаються акції, державні та муніципальні облігації внутрішньої позики, облігації зовнішньої позики, облігації підприємств, інвестиційні й ощадні сертифікати, державні та компенсаційні сертифікати, казначейські зобов'язання, житлові чеки.

Згідно із чинним українським законодавством, учасниками фондового ринку є індивідуальні та інвестиційні інвестори, емітенти і професійні учасники ринку. Останніх можна поділити на комерційні банки та небанківські установи. Комерційних банків, які мають право здійснювати діяльність на ринку цінних паперів, налічується близько 150, небанківських установ – близько 550. До останніх належать фінансові посередники, торговці цінними паперами, компанії з управління активами, фондові біржі, а також структури, які забезпечують розрахунки та облік прав власності. Нині в Україні зареєстровано 10 фондових бірж: Фондова біржа ПФТС, ВАТ «Українська біржа», ЗАТ «Українська фондова біржа», ЗАТ «Фондова біржа «Іннекс», ЗАТ «Українська Міжнародна Фондова Біржа» (УМФБ), ЗАТ «Українська Міжбанківська Валютна Біржа» (УМВБ), ЗАТ «Придністровська фондова біржа», фондова біржа «Перспектива» та дочірнє підприємство Асоціації «Південноукраїнська торговельно-інформаційна система» – «Південь-сервер».

Найбільшим торговельним майданчиком цінних паперів України є фондова біржа ПФТС («Перша Фондова Торговельна Система»). Торги на ній відбуваються в електронній формі з 11:00 до 17:00 за київським часом. Учасниками торгів є як приватні підприємства, так і державні органи, наприклад Фонд державного майна України. На ПФТС обертаються акції, облігації підприємств, облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик, облігації місцевих позик, казначейські зобов'язання України, ощадні й інвестиційні сертифікати та інші види цінних паперів. На ПФТС укладаються угоди тільки із тими цінними паперами, що входять до її лістингу. Торговельна система ПФТС поділяється на дві частини: «Ринок котирувань» та «Ринок заявок». За результатами торгів розраховується індекс ПФТС, який являє собою відсоток росту середньозважених цін акцій «індексного кошика» відносно базового періоду. До індексу входять такі українські компанії, як Західенерго, Дніпроенерго, Донбасенерго, Київенерго, Укрнафта, концерн «Стирол», Азовсталь, Райффайзен Банк Аваль, Сумське машинобудівне НФО ім. Фрунзе, ІНТЕРПАЙП Нижньодніпровський трубопрокатний завод та ін. Ці компанії мають найвищі показники капіталізації серед українських підприємств.

У 1997 р. Міжнародна фінансова корпорація (*IFC*) оголосила про включення України в систему індексів *IFC*. Вона визнала індекс ПФТС і використовує його для моніторингу внутрішнього стану українського фондового ринку.

Таким чином, український ринок цінних паперів має всі передумови для подальшого динамічного розвитку. Проте невирішеним залишається ряд проблем, а саме:

- недооцінка потенціалу та ролі фондового ринку у структурі фінансової системи;
- значне переважає неорганізованого ринку над організованим, що викликає недовіру іноземних інвесторів;
- велика кількість «одноденних компаній», які створюються під одну або декілька операцій з метою відмивання коштів і являють собою баласт ринку;

- політична нестабільність, що гальмує приплив іноземних інвестицій;
- низькі темпи гармонізації законодавчої бази із міжнародним законодавством;
- недостатній рівень розвитку вітчизняних інвестиційних інвесторів;
- неефективність механізму реєстрації та допуску на ринок емітентів, бюрократизм дворівневої процедури отримання ліцензії;
- недостатня увага з боку ДКЦПФР і УІРФР до питання розробки стратегії інтеграції фондового ринку України до світових фондових ринків.

Система реєстру власників іменних цінних паперів сьогодні є технологічно перевантаженою. Останню кризу, пов'язану із необхідністю перереєстрації, вона пережила у 2002 році. Фахівці вказують на ймовірність повторення такої ситуації, якщо не буде внесено зміни до Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів» щодо врегулювання функцій реєстраторів. Пропускна здатність цієї системи повинна підвищитися, щоб відповідати потребам ринку, які зростають.

Сьогодні індекс ПФТС не відбиває повною мірою реального стану ринку, що зумовлено низкою причин, а саме: функціонування українського фондового ринку у відриві від реального сектору економіки, значний ступінь тінізації економіки, недостатня прозорість обліку в бек-офісах, наявність численних махінацій. Останнє можна подолати шляхом посилення нагляду за діяльністю учасників ринку та запровадження суворих санкцій до порушників, аж до позбавлення ліцензій.

Водночас, необхідно спростити процедуру отримання ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку, при цьому залишаючи вимоги до заявників на неї достатньо жорсткими для запобігання реєстрації «одноденних» компаній-емітентів.

Окрім того, потрібно внести зміни до Закону «Про оподаткування прибутку підприємств». Податкова система повинна стимулювати діяльність підприємств, а не лише контролювати її. Податкове стимулювання дасть змогу підвищити платоспроможність ринку.

Важливо також вирішити проблему забезпечення біржі відповідними програмними продуктами для проведення торгів. Сьогодні достатньо прогресивною можна назвати систему електронних торгів Української фондової біржі – СЕЛТ, яка діє в режимах подвійного та одностороннього аукціону. Проте інші системи, які реально застосовуються на українському ринку, є або морально застарілими, або не відповідають українському законодавству. Наприклад, російський капітал, значною мірою представлений на українських фондових біржах, приносить із собою свою технологію ведення торгівлі й відповідний програмний продукт. Але в українському законодавстві не враховане таке поняття, як центральний контрагент. Згідно із діючими законами, біржа не може сама виступати в ролі центрального контрагенту. Проте для більшості зарубіжних фондових майданчиків його використання є загальноприйнятим. Це надає такі переваги, як, наприклад, перехід до анонімності угод, спрощення документообігу торговця, полегшення фінансового моніторингу. Фактично, Українська фондова біржа вже здійснює операції із використанням центрального контрагенту, але необхідно закріпити такий механізм законодавчо. Так само слід докладно описати умови та правила Інтернет-трейдингу, значення якого

для українських торговців цінними паперами стрімко зростає.

З питань інтеграції до світових фондових ринків Україна може звернутися по консультацію до Європейського Комітету з цінних паперів та Комітету Європейських регуляторів із цінних паперів. Розбудовуючи стратегію інтеграції українського фондового ринку до світових ринків капіталів, нам слід брати до уваги такі міжнародні стандарти: обсяг угод на організованому ринку повинен становити не менш як 30% ВВП країни, ринкова капіталізація – близько 60%, номінальна капіталізація – у межах 80% ВВП.

Висновки. Український фондовий ринок має необхідні передумови для інтеграції у світові ринки капіталів. В Україні є потужні підприємства-емітенти із динамічно зростаючою капіталізацією, розвиваються системи електронної торгівлі. На ринку цінних паперів України створені всі елементи інфраструктури, притаманні фондовим ринкам розвинутих країн. Геополітичне та геоекономічне положення є важливою умовою для ефективного співробітництва з Росією, країнами Балтійського та Чорноморського регіонів, а також Середньої Азії. Фактор співпраці є одним із ключових, оскільки сьогодні основною рисою розвитку ринку капіталу є його інтернаціоналізація. Зокрема, фондовий ринок набуває характеру всесвітнього ресурсу капіталів, що супроводжується гармонізацією національних законодавств країн світу, приведенням їх до єдиних міжнародних стандартів, стандартизацією діяльності операторів ринку та фінансових інструментів. Україна має адаптуватися до нових міжнародних стандартів, викликів і тенденцій у цій сфері. На це й повинна бути спрямована вітчизняна законотворча політика.

Література

1. Портфельне інвестування: Навч. посібник / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://buklib.net/component/option,com_jbook/task/view/Itemid,99999999/catid,145/id,4980/
2. Офіційний сайт компанії Ernst & Young [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ey.com/RU/ru/Newsroom/News-releases/Press-Release---20-11-2008>
3. *Оларін В. М.* Фінанси (Загальна теорія): Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 2002. – 240 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://buklib.net/component/option,com_jbook/task/view/Itemid,99999999/catid,100/id,1531/
4. *Мороз А. М.* Банківські операції [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ecolib.com.ua/article.php?book=1&article=48>
5. Офіційний сайт німецької фондової біржі Deutsche Borse AG [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://deutscheboerse.com/dbag/dispatch/de/notescontent/gdb_navigation/home/INTEGRATE/mr_pressreleases?notesDoc=9B682F65FCA85219C12576CC006B4800&newstitle=deutscheboerseveroeffentlichv&location=home
6. Офіційний сайт розрахункової організації Clearstream [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.clearstream.com/ci/dispatch/en/listcontent/ci_nav/news/30_Press/46_2010/Content_Files/2010/press_100115.htm
7. Офіційний сайт біржової організації Eurex [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.eurexchange.com/about/press/press_671_en.html
8. Офіційний сайт Swiss Exchange біржової компанії Swiss Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.six-swiss-exchange.com/indices/security_info_de.html?id=CH0009980894CHF9

Стаття надійшла до редакції 16 квітня 2010 року