

УДК 336.763

Гапонюк М.А.
*кандидат економічних наук, професор кафедри фінансів
Київського національного економічного університету
імені Вадима Гетьмана*

ІНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

Стаття присвячена дослідженню особливостей функціонування інфраструктури фондового ринку в Україні. Охарактеризовано основних фінансових посередників, які працюють на цьому ринку. Автор показує, що український ринок корпоративних емісій є висококонцентрованим. Це звужує перспективи розвитку андеррайтингової діяльності. У статті відзначається, що враховуючи незначні обсяги торгів на вітчизняному ринку, велике число брокерів не потрібне. Кількість брокерських компаній була пов'язана із суттєвою часткою кептивних компаній. Можна зробити припущення, що ринок поступово очищується від них. Автор говорить про те, що в Україні існує значна кількість організаторів торгівлі. Вона є надлишковою та не відповідає рівню розвитку вітчизняного ринку. Доцільним є концентрація торгів на одному майданчику для зменшення фрагментарності та підвищення ліквідності торгів. Разом із тим, відбувається процес вдосконалення інфраструктури. Одним із проявів цього є реформування депозитарної системи.

Ключові слова: акції, андеррайтер, біржа, брокер, корпорація, фондовий ринок.

Гапонюк М.А. ИНФРАСТРУКТУРА ФОНДОВОГО РЫНКА В УКРАИНЕ

Статья посвящена исследованию особенностей функционирования инфраструктуры фондового рынка в Украине. Охарактеризованы основные финансовые посредники, работающие на этом рынке. Автор показывает, что украинский рынок корпоративных эмиссий является высококонцентрированным. Это сужает перспективы развития андеррайтинговой деятельности. В статье отмечается, что, учитывая незначительные объемы торгов на отечественном рынке, большое число брокеров не нужно. Количество брокерских компаний была связано с существенной долей технических компаний. Можно предположить, что рынок постепенно очищается от них. Автор говорит о том, что в Украине существует значительное количество организаторов торговли. Оно является избыточным и не соответствует уровню развития отечественного рынка. Целесообразной является концентрация торгов на одной площадке для уменьшения фрагментарности и повышения ликвидности торгов. Вместе с тем, происходит процесс совершенствования инфраструктуры. Одним из проявлений этого является реформирование депозитарной системы.

Ключевые слова: акции, андеррайтер, биржа, брокер, корпорация, фондовый рынок.

Haronyuk M.A. STOCK MARKET INFRASTRUCTURE IN UKRAINE

This article is about the infrastructure of the stock market in Ukraine. It plays a major role in the process of obtaining the necessary capital by corporations. As a result, it may impede or accelerate the economic development of the country. The author shows the features of financial infrastructure. The article outlines the main problems of stock market infrastructure in Ukraine. In general, the IPO market is very small and underdeveloped in Ukraine. Those corporations that want to raise funds try to do it abroad. As a result, underwriting market is almost absent. The number of brokers was very high in Ukraine. Most of them were created to provide services for the parent company or some financial group exclusively. Their amount shrank during the previous five years. Concentration of the stock exchanges will allow to decrease fragmentation and increase liquidity on the market.

Keywords: shares, underwriter, stock exchange, broker, corporation, stock market.

Постановка проблеми. Однією з основних умов ефективної діяльності корпорацій виступає наявність доступу до фінансових ресурсів, необхідних для їх розвитку. Окрім власне ресурсів, необхідною є наявність відлагодженого механізму трансферу ресурсів від тих, у кого є їх надлишок, до тих, хто відчуває їх нестачу. Цю функцію виконує інфраструктура фондового ринку. Саме тому від ефективності її діяльності залежить і можливість корпорацій вільно залучати необхідні кошти. Пошук та вирішення проблем у цій сфері стимулюватиме інвестування та пришвидшить економічний розвиток країни.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Питання функціонування інфраструктури фондового ринку розглядались рядом зарубіжних та вітчизняних вчених, серед яких можна виділити А. Лейсона та Н. Тріфта [1], М. Боссон, М. Махаджан, М. Захір [2], Р. Лі [3], В. Федосов, В. Опарін, С. Львовичкін [4; 5], І. Лютий [6] та багато інших.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується стаття. Хоча в роботах зарубіжних та вітчизняних учених досліджено різноманітні аспекти функціонування фінансової інфраструктури, більш детального вивчення потребують особливості та проблеми інфраструктури фондового ринку в Україні на сучасному етапі її розвитку.

Формулювання мети і завдання дослідження. Метою дослідження є дослідження особливостей функціонування інфраструктури фондового ринку в Україні. Для досягнення мети було поставлено такі завдання: аналіз діяльності основних елементів інфраструктури фондового ринку; виявлення проблем функціонування інфраструктури фондового ринку в Україні.

Виклад основного матеріалу дослідження. Діяльність корпорацій на фондовому ринку значною мірою залежить від ступеню розвитку його інфраструктури. Це стосується як залучення коштів на пайовому та борговому ринку, так і вкладення тимчасово вільних ресурсів. У обох випадках корпорація користується послугами широкого кола фінансових посередників (рис. 1).

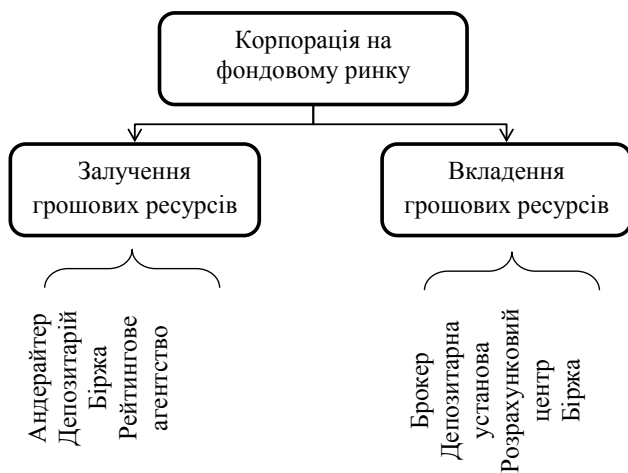


Рис. 1. Співпраця корпорацій з основними елементами інфраструктури фондового ринку

Джерело: побудовано автором

Для залучення коштів на фондовому ринку корпорації здійснюють розміщення власних цінних паперів – акцій та облігацій. Розрізняють первинне розміщення акцій (англ. initial public offering, IPO)

та подальші вторинні. Набагато більш складним із них в організаційному плані є первинне. Компанії можуть самостійно займатись цим процесом, якщо вони є лідерами у своїх галузях та добре знайі серед потенційних інвесторів. Проте зазвичай вони користуються послугами андеррайтера.

Андеррайтером називають фінансового посередника, який допомагає компанії здійснювати емісію цінних паперів, управляючи процесом їх випуску та розподілу. У випадку з первинним розміщенням його роль може бути досить значною. На першому етапі зазвичай проводиться due diligence – всебічний аналіз діяльності компанії. Він включає в себе оцінку ризиків (ринкових, кредитних, операційних та інших), активів та фінансового стану компанії, її положення на ринках продукції та сировини тощо. За результатами такої перевірки визначаються основні генератори прибутку та зайві активи, а також робляться висновки щодо оптимізації структури та діяльності компанії для максимізації її ринкової вартості.

Після due diligence та підготовки до продажу частини компанії проводиться road show – презентація корпорації перед потенційними інвесторами. Проводиться ряд зустрічей за участі менеджменту та представників андеррайтера, на яких інформація щодо перспектив діяльності підприємства поширюється серед максимально можливого числа зацікавлених осіб.

Наступним етапом є безпосереднє розміщення акцій. Існує кілька можливих варіантів співпраці андеррайтера та емітента на цьому етапі. Андеррайтер може зобов'язатись розмістити весь обсяг випуску акцій за певною ціною. Якщо він не знайде покупця на ринку, то сам викуповує нерозміщені цінні папери. Такий метод називають твердим зобов'язанням (англ. firm commitment). Інший варіант – метод кращих зусиль (англ. best efforts). В такому випадку андеррайтер зобов'язується зробити все від нього залежне для максимального розміщення акцій, проте не гарантує повного продажу всього випуску. Окрім наведених вище крайніх варіантів може використовуватись широке коло проміжних. Вибір того чи іншого варіанту залежить від впевненості емітента у популярності акцій, а також суми, яку він згоден заплатити за послуги андеррайтера.

Надзвичайно важливим і складним завданням, яке повинен вирішити андеррайтер, є визначення ціни, за якою буде відбуватись розміщення. Зазвичай для цього формується книга заявок. Зацікавлені інвестори надсилають пропозиції ціни, за якою вони згодні придбати акції, а також їх кількість. На основі аналізу отриманих заявок андеррайтер розраховує таку ціну, яка дозволить розмістити весь випуск.

Негативним є як заниження, так і завищення ціни розміщення. Якщо вартість акцій буде заниженою, то корпорація недоотримає кошти, а додаткові ресурси зазвичай виступають основною метою здійснення емісії. Якщо ж ціна буде завищеною, то невдовзі після розміщення відбудеться її падіння. Це може бути негативним сигналом для інвесторів, довіра яких до цінних паперів компанії знизиться. У подальшому таке падіння може ускладнити наступні залучення коштів на фінансовому ринку. Окрім того, воно зменшить цінність акцій як застави в тому випадку, якщо корпорація вирішить взяти кредит у банку. Також падіння знизить цінність акцій як стимулу для працівників компанії.

Залежно від умов договору, укладеного з андеррайтером, він може продовжити співпрацю з емітентом і

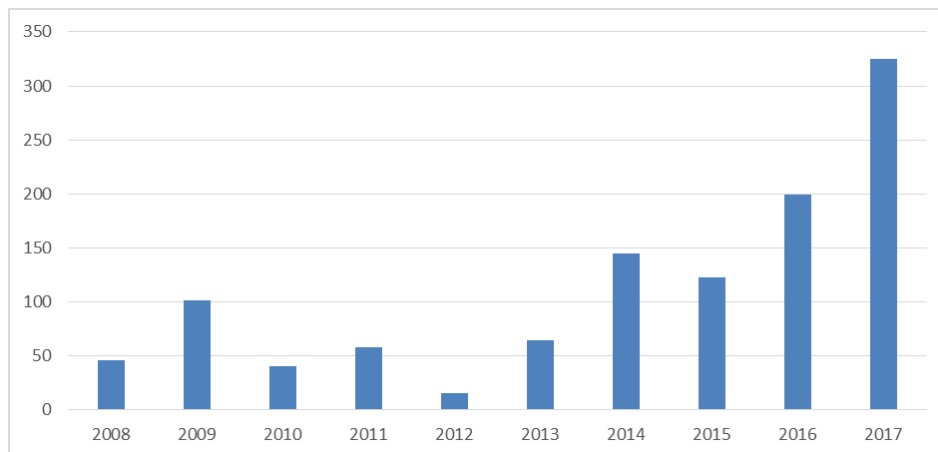


Рис. 2. Обсяг зареєстрованих випусків акцій в Україні у 2008–2017 роках, млрд грн

Джерело: побудовано за даними НКЦПФР [7]

після проведеного розміщення. Наприклад, андеррайтер може взяти на себе зобов'язання підтримувати курс акцій впродовж певного терміну в наперед визначеному коридорі. Передусім це є корисним для того, щоб не допустити падіння акцій. Враховуючи те, що практично всі бажаючі інвестори вже задовольнили свій попит, якщо власники акцій вирішать їх продати, то відсутність покупців може призвести до значного зниження ціни. За таких умов андеррайтер викупає акції на ринку та продає їх тоді, коли курс підніметься вище. По суті, він починає виконувати функції маркет-мейкера.

Подальші вторинні розміщення цінних паперів є набагато простішими. Акції уже обертаються на ринку та мають рівноважну ціну. Зазвичай послуги андеррайтера в таких випадках є зайвими.

Обсяг зареєстрованих випусків акцій в Україні за останні роки показував різнонаправлену динаміку (рис. 2). Пік у 2009 році можна пояснити певною «інерційністю» процесу розміщення акцій. Так як він займає тривалий час, то реалізація рішень щодо емісії здійснювалась вже після початку фінансової кризи. У подальшому обсяги розміщення акцій значно впали, досягнувши мінімуму в 15,84 млрд грн у 2012 році. Проте після цього почалося відновлення обсягів розміщень, які досягли 325 млрд грн у 2017 році.

Разом із тим, варто зауважити, що в основному це були «технічні» розміщення. Так, 70,77 % від загального обсягу зареєстрованих випусків акцій складає частка Укрзалізниці (табл. 1). При цьому дане розміщення ставило на меті не залучення коштів, а корпоративізацію компанії. Всього ж на п'ять найбільших розміщень припадає майже 93% від їх загального обсягу. Якщо врахувати той факт, що кількість акціонерних товариств в Україні перевищує 14,7 тисяч (станом на початок 2018 року), то такі дані свідчать про значну концентрацію на ринку корпоративних емісій. Це значно звужує перспективи розвитку андеррайтингової діяльності.

Обслуговуванням обігу та зберіганням випущених цінних паперів займається депозитарна система. Законодавство України визначає, що депозитарна система – це сукупність її учасників та правовідносин між ними щодо ведення обліку цінних паперів, прав на цінні папери і прав за цінними паперами та їх обмежень, що встановлюються в системі депозитарного обліку цінних паперів, у тому числі внаслідок проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів [8]. Закон «Про депозитарну систему України» було прийнято 6 липня 2012 року. До його

Таблиця 1
Найбільші випуски акцій у 2017 році

№	Назва емітента	Обсяг випуску, млрд грн	Частка у загальному обсязі емісій, %
1	ПАТ «Українська залізниця»	229,9	70,77
2	ПАТ «Комерційний банк "ПриватБанк"»	38,6	11,87
3	ТОВ «Державний ощадний банк України»	14,6	4,50
4	ПАТ «Акціонерний комерційний промислово-інвестиційний банк»	10,3	3,17
5	ПАТ «Державний експортно-імпорتنний банк України»	7,7	2,38
Всього:		301,1	92,69

Джерело: звіт НКЦПФР [7]

прийняття інфраструктурними учасниками депозитарної системи були депозитарії, зберігачі та реєстратори. Зберігачі займалися обслуговуванням цінних паперів у бездокументарній формі, реєстратори – в документарній.

Обслуговуванням рахунків фізичних та юридичних осіб мають займатись депозитарні установи, які замінюють зберігачів та реєстраторів. Депозитарною установою є юридична особа, що утворюється та функціонує у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю і яка в установленому порядку отримала ліцензію на провадження депозитарної діяльності депозитарної установи. Її статутний капітал має бути не менше 7 млн грн, окрім того, для провадження своєї діяльності депозитарна установа повинна мати належне обладнання, зокрема комп'ютерну техніку з відповідним програмним забезпеченням, окремі канали зв'язку, приміщення відповідно до встановлених НКЦПФР вимог [8].

Центральний депозитарій забезпечує формування та функціонування системи депозитарного обліку цінних паперів та веде депозитарний облік всіх корпоративних емісійних цінних паперів.

Окрім Центрального депозитарію, на базі ПрАТ «ВДЦП» було створено Розрахунковий центр. Виключною компетенцією Розрахункового центру є проведення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інстру-

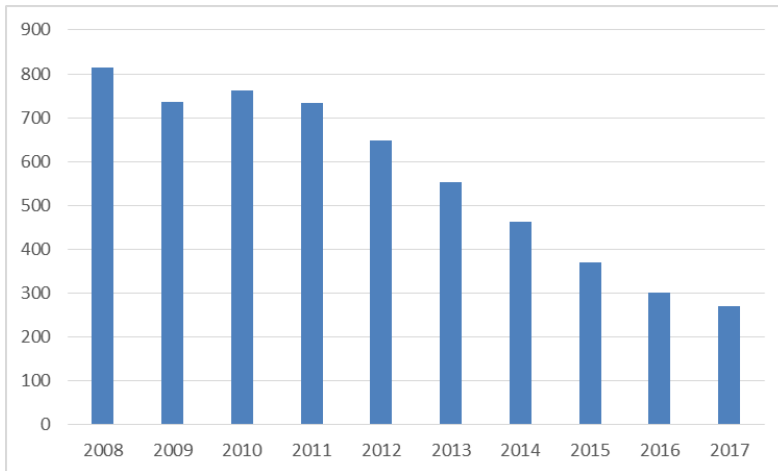


Рис. 3. Кількість торговців цінними паперами в Україні в 2008–2017 рр., станом на кінець року

Джерело: побудовано за даними НКЦПФР [7]

ментів, вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати». Розрахунковий центр забезпечує виплату доходу за цінними паперами, номінальної вартості при погашенні цінних паперів та при здійсненні емітентом інших корпоративних операцій, у тому числі за тими цінними паперами, що розміщені та обертаються за межами України [8].

Корпорації можуть продавати та купувати свої або чужі акції на фондовому ринку. Операції з чужими цінними паперами використовуються з метою інвестування тимчасово вільних коштів, для формування та зміни певної корпоративної холдингової структури, а також при угодах злиттів та поглинань. Операції з власними акціями слугують для отримання додаткових коштів або зміни кількості акцій у вільному обігу (англ. free float). Наприклад, якщо у компанії достатньо вільних коштів, а курс акцій низький, то вона може здійснити зворотній викуп акцій з метою зменшення суми виплачуваних власникам цінних паперів дивідендів. Як у випадку торгівлі власними акціями, так і чужими, корпорація має скористатись послугами брокера.

Брокер є фінансовим посередником, який здійснює операції з цінними паперами на замовлення та за кошти клієнта. Його винагородою є брокерська комісія. Брокери виконують дві базові функції – безпосередньо укладання угод та аналітична підтримка прийняття рішень.

Укладати угоди на біржі може тільки обмежене коло осіб – її члени. За право укладати угоди на біржі її члени сплачують вступний внесок. Окрім того, до них можуть висуватись інші вимоги. Наприклад, щоб стати членом Нью-Йоркської біржі потрібно поручительство ще двох дійсних членів. Такі вхідні бар'єри покликані обмежити доступ до торгів непрофесійних учасників. Юридичний статус членів біржі є різним у різних юрисдикціях: це можуть бути лише фізичні особи, лише юридичні або ж ті й інші. В Україні ліцензію брокера може отримати тільки юридична особа.

Брокери можуть здійснювати аналіз ринкової ситуації та надавати поради клієнтам. З одного боку, професійні учасники ринку зазвичай володіють ширшою інформацією, а тому можуть приймати більш зважені рішення. Проте ситуація інформаційної асиметрії

(ситуація, коли одна сторона угоди володіє більшим обсягом інформації, ніж інша) загострює агентську проблему, що проявляється у зловживаннях зі сторони брокерів. Дослідження показують, що фінансові аналітики набагато частіше схильні давати сприятливі прогнози щодо росту ціни акцій. Як мінімум, вони схильються до рекомендації «утримувати», і майже ніколи не радять продавати цінні папери. Окрім того, на ринку трапляються випадки прямого шахрайства. Наприклад, торговці можуть скупити сміттєві (цінні папери з низьким інвестиційним потенціалом та високими ризиками) акції компанії та рекомендувати їх до купівлі клієнтам. Після зростання курсу торговець продає свій пакет за набагато вищою ціною, яка, як правило, невдовзі значно падає. Клієнти залишаються з дешевими неліквідними цінними паперами, втративши значні суми коштів. Така схема носить назву «pump&dump».

Кількість брокерів в Україні можна оцінити за загальним числом торговців цінними паперами. Як правило, кожен із них отримує ліцензію на здійснення брокерської діяльності. Впродовж досліджуваного періоду їх кількість зменшувалась все більшими темпами (рис. 3). Враховуючи незначні обсяги торгів на вітчизняному ринку, можна відзначити, що велике число брокерів українському ринку не потрібне. Кількість брокерських компаній була пов'язана зі значною часткою кептивних компаній. Можна зробити припущення, що ринок поступово очищується від них.

Ядром організованої торгівлі цінними паперами виступають біржі. Вони є організаційно оформленим ринком із чіткими правилами здійснення торгів. Загалом в Україні на 2017 рік торгівля здійснювалась на 7-и фондових біржах. Проте на більшості із них обсяги торгів є дуже низькими. Лідерами у 2017 році були біржі «Перспектива», ПФТС та Українська біржа (табл. 2). Загалом можна відзначити, що така кількість організаторів торгівлі є надлишковою та не відповідає рівню розвитку вітчизняного ринку. Доцільним є концентрація торгів на одному майданчику для зменшення фрагментарності та підвищення ліквідності торгів.

Таблиця 2
Обсяг торгів на біржах в Україні в 2017 році

Організатор торгівлі	Обсяг торгів, млн грн	Частка у загальному обсязі торгів
Перспектива	127 410	61,91%
ПФТС	64 338	31,26%
УБ	13 412	6,52%
Універсальна	399	0,19%
Іннекс	145	0,07%
КМФБ	82	0,04%
УФБ	1	0,00%
Усього	205 787	100,00%

Джерело: складено за даними НКЦПФР [7]

Ще одним важливим елементом інфраструктури фінансового ринку є рейтингові агентства. Рейтингове агентство – це юридична особа, яка надає професійні послуги на ринку цінних паперів та спеціалізується на визначенні кредитних рейтингів та наданні інформаційно-аналітичних послуг, пов'язаних із забезпеченням діяльності з визначення кредитних

рейтингів. Рейтингова оцінка цінних паперів емітента характеризує його спроможність своєчасно та у повному обсязі обслуговувати зобов'язання за цінними паперами.

Рейтингова оцінка може присвоюватись акціям корпорацій та обов'язково повинна визначатись для корпоративних облігацій. В Україні обов'язкове рейтингування можуть здійснювати деякі міжнародні рейтингові агентства та уповноважені вітчизняні. Уповноваженим рейтинговим агентством є таке, що перемогло у конкурсі НКЦПФР.

Висновки і перспективи подальших досліджень. Отже, ефективність роботи корпорацій значною мірою залежить від діяльності інфраструктури фінансового ринку. Вона покликана забезпечувати безперешкодний процес як залучення необхідних коштів, так і розміщення тимчасово вільних ресурсів. За роки незалежності в Україні була сформована необхідна інфраструктура, проте в її діяльності існує ряд проблем. Передусім варто відзначити фрагментарність вітчизняного ринку, що призводить до зменшення ліквідності цінних паперів та надає можливості маніпулювати їх вартістю. Разом із тим, відбувається процес вдосконалення інфраструктури, одним із проявів якого є реформування депозитарної системи.

В подальшому вартим уваги є дослідження шляхів вдосконалення інфраструктури фондового ринку в Україні та формування відповідних рекомендацій.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Leyshon A., Nigel T. Access to financial services and financial infrastructure withdrawal: problems and policies. *Area*. 1994. P. 268–275.
2. Bossone, M., Mahajan, M., & Zahir, M. Financial infrastructure, group interests, and capital accumulation: Theory, evidence, and policy. *International Monetary Fund*. No. 3–24. 2003.
3. Lee, R. *Running the World's Markets: The Governance of Financial Infrastructure*. Princeton University Press, 2010.
4. Федосов В.М., Опарін В.М., Львовчкін С.В. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку. *Фінанси України*. № 12. 2008. С. 3–21.
5. Опарін В.М. Модернізація фінансової інфраструктури як основа забезпечення стабільності національної економіки. *Ефективна економіка*. № 5. 2015.
6. Лютий І.О. Фінансова інфраструктура: інноваційний підхід до дослідження фінансів. *Фінанси України*. № 4. 2017. С. 121–125.
7. Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/reports/>.
8. Закон України «Про депозитарну систему України». Офіційний сайт Верховної Ради України. URL: <https://zakon.help/law/5178-VI/>.

Haponiyk M.A.

*Candidate of Economic Sciences, Professor
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman*

STOCK MARKET INFRASTRUCTURE IN UKRAINE

This article is about the infrastructure of the stock market in Ukraine. It plays a major role in the process of obtaining the necessary capital by corporations. As a result, it may impede or accelerate the economic development of the country. The author shows the features of financial infrastructure. The article outlines the main problems of stock market infrastructure in Ukraine.

The main way of creating shareholders' equity for corporations is conducting IPO (Initial public offering). This process usually involves using services of the underwriters. Despite the fact, that emission of stocks was growing during the several previous years, this growth was mainly technical. It was due to the process of corporatization of big state enterprises like Ukrposhta or Ukrzaliznytsya. In general, the IPO market is very small and underdeveloped in Ukraine. Those corporations that want to raise funds try to do it abroad. As a result, underwriting market is almost absent.

Investors use brokers in order to conclude deals on the stock market. The number of brokers was very high in Ukraine. Most of them were created to provide services for the parent company or some financial group exclusively. Their amount shrank during the previous five years. In spite of that, the amount of brokers still exceeds greatly the real demand for their services in Ukraine.

Stocks and bonds are traded on the exchanges. There are almost ten stock exchanges in Ukraine. Most of them have very low volumes of trades. Concentration of the stock exchanges will allow to decrease fragmentation and increase liquidity on the market.

The further research should be concentrated on looking for the ways to solve the aforementioned problems.