

ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОГО МЕХАНІЗМУ

Анатолій ФЕДОРЕНКО

ШЛЯХИ ІНТЕГРАЦІЇ НАЦІОНАЛЬНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ СВІТОВІ РИНКИ КАПІТАЛУ

Розглянуто шляхи інтеграції національного фондового ринку в світові ринки капіталу в умовах їх глобалізації. Проведено аналіз питань, що становлять основний зміст такої інтеграції та напрямків її здійснення. Запропоновано заходи, спрямовані на поліпшення інвестиційного клімату в Україні, захист інтересів учасників національного фондового ринку, попередження несанкціонованого переміщення вітчизняного капіталу та обігу цінних паперів українських емітентів за межі України.

Ключові слова: глобалізація, вітчизняний капітал, емітенти, інвестори, іноземний капітал, національна депозитарна система, професійні учасники фондового ринку, фондовий ринок, фондова біржа, центральний депозитарій, цінні папери.

Сучасний світ характеризується доцентровими тенденціями руху в різних сферах свого розвитку: політичній, економічній, фінансовій. На фондових ринках це проявляється в процесах глобалізації, які означають поступову інтеграцію національних ринків у світовий. Не може не піддаватися впливу загальних тенденцій і фондовий ринок України. Водночас, зрозуміло, що незначні масштаби, низький рівень розвитку та зародкова стадія, на якій знаходиться український ринок цінних паперів, вимагають від держави послідовних протекціоністських дій, спрямованих на збереження цього ринку як національного, зокрема: захисту його від поглинання іншими – розвинутішими ринками; попередження переміщення обігу цінних паперів вітчизняних емітентів за межі України; більш активного використання його потенціалу як джерела інвестиційних ресурсів для економіки України та ін.

Проблеми розвитку і функціонування ринку цінних паперів та його інструментарію досліджували провідні західні вчені-економісти Р. Брейлі, Г. Марковіц, Р. Мертон, М. Міллер, Ф. Модільяні, Ф. Фабоцці, В. Шарп. Серед російських вчених можна відмітити праці О. Дороніна, В. Ляліна, М. Маковецького, Я. Міркіна, Б. Рубцова, М. Третьякова, О. Хмиз. Серед українських дослідників різні аспекти цієї проблеми висвітлювали М. Бурмака, Д. Леонов, О. Мендрул, О. Мертенс, О. Мозговий, В. Федосов та ін.

Разом з тим, останнім часом, під впливом бурхливого розвитку комунікаційних тенденцій, на світових фондових ринках з'явилися чітко виражені глобалізаційні процеси, які вимагають свого врахування в питаннях побудови стратегії становлення та напрямків подальшого розвитку фондового ринку України.

Метою даної статті є дослідження шляхів інтеграції національного фондового ринку в світові ринки капіталу в умовах їх глобалізації, аналіз процесів та явищ, що

становлять основний зміст та напрямки такої інтеграції, обґрунтування заходів, спрямованих на поліпшення інвестиційного клімату в Україні, захист інтересів учасників національного фондового ринку, попередження несанкціонованого переміщення вітчизняного капіталу та обігу цінних паперів українських емітентів за межі країни.

Перш за все слід розглянути класифікацію фондових ринків як сегментів глобальної фінансової системи.

Головним напрямом розвитку сучасного фондового ринку є глобалізація, яка, зокрема, означає інтеграцію національних фінансових ринків у єдиний міжнародний фінансовий ринок. У межах глобальної світової системи усі фондові ринки можуть бути розподілені на внутрішні та зовнішні. Внутрішній ринок також називають національним ринком. У свою чергу, його можна розділити на дві частини: вітчизняний та іноземний. На вітчизняному ринку обертаються цінні папери емітентів-резидентів. Іноземний ринок являє собою внутрішній ринок, на якому відбуваються угоди з фінансовими активами нерезидентів.

У міжнародній практиці обіг іноземних цінних паперів на внутрішньому ринку регулюється законодавством тієї країни, в якій вони були випущені. Наприклад, цінні папери, випущені в США неамериканськими корпораціями, повинні відповідати американському законодавству. Іноземні корпорації, що мають намір емітувати свої цінні папери в Японії, повинні діяти відповідно до законодавства Японії тощо.

Іноземні ринки мають специфічні назви. Наприклад, іноземний ринок США називають ринком янкі (Yankee market). В Японії іноземний ринок називають самурайським (Samurai), у Великобританії – бульдожим (Bulldog), в Нідерландах – ринком Рембрандта (Rembrandt), в Іспанії – ринком матадорів (Matador).

Зовнішній ринок називається також міжнародним ринком і включає цінні папери з наступними характеристиками: 1) одразу після емісії вони миттєво стають доступними інвесторам багатьох країн; 2) випускаються поза законами окремої країни. Зовнішній ринок часто називають офшорним ринком або ще частіше – євроринком, не зважаючи на те, що він не обмежується Європою, а лише там зародився (рис. 1).

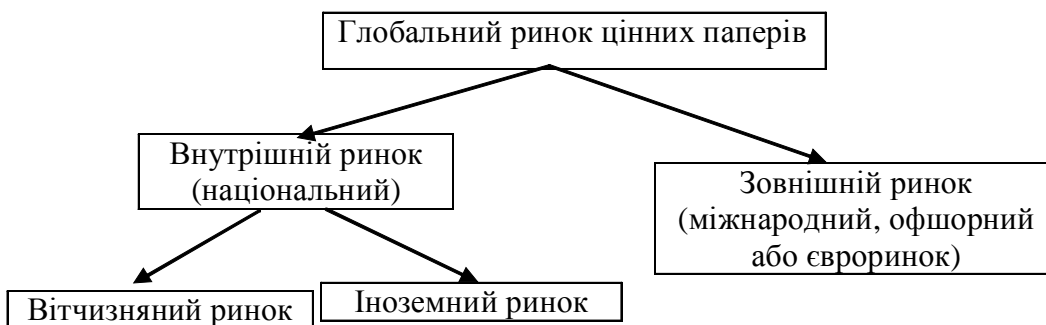


Рис. 1. Класифікація фондових ринків

Варто зазначити, що основними формами емісії (розміщення) цінних паперів за межами вітчизняного ринку є євроакції та міжнародні депозитарні розписки. Євроакції являють собою такі цінні папери, які емітуються на декількох національних ринках міжнародними синдикатами. Якщо ж корпорація має намір розмістити свої акції за межами вітчизняного ринку з подальшим обігом цих акцій на іноземному ринку, то емісія, зазвичай, відбувається у формі міжнародних депозитарних розписок (IDR). IDR випускаються інвестиційними банками як свідоцтво на право володіння акціями іноземної компанії, що перебувають у довірчому володінні банку. Кожна розписка засвідчує право

на володіння однією або декількома акціями іноземної компанії. Перевагою IDR є те, що вітчизняному емітенту акцій (тут – резиденту України) немає необхідності дотримуватися законодавчих вимог країни, в якій обертаються депозитарні розписки. Американською версією IDR є американські депозитарні розписки (ADR), які перебувають в обігу на фондовому ринку США [1, 18-20].

Головними тенденціями на міжнародних фінансових ринках, що визначають на сьогодні подальший розвиток фондового ринку України, є наступні:

- глобалізація світового ринку капіталу, створення глобальних торговельних та розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталу;
- технологізація ринків капіталу через зростаюче використання новітніх інформаційних і фінансових технологій;
- універсалізація діяльності фінансових інститутів, які спроможні надавати своїм клієнтам повний спектр фінансових послуг, включаючи послуги на ринках цінних паперів;
- інституціоналізація або зростання ролі інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній) у здійсненні фінансових інвестицій;
- інтернаціоналізація та регіоналізація регулювання фондових ринків;
- дерегуляція фінансових ринків як засіб протидії їх переміщенню в офшорні зони.

Ці ознаки розвитку міжнародних фінансових ринків були визначені ще Програмою розвитку фондового ринку України на 2001–2005 роки, схваленою робочою групою 12.12.2000 року¹ [2], та включені до Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2001–2005 роки, схвалених Указом Президента України від 26.03.2001 р. №198/2001[3].

Основними ознаками глобалізації фінансових ринків, є:

- 1) лібералізація ринків і посилення активності учасників ринку в головних фінансових центрах світу (Нью-Йорку, Лондоні, Токіо та ін.);
- 2) технологізація процесів в галузі створення та поширення фінансової інформації, виконання замовлень та аналізу фінансових можливостей;
- 3) інституціоналізація фінансових ринків – переважання інституційних інвесторів над індивідуальними (роздрібними) інвесторами та стандартизація правил функціонування міжнародних ринків [1, 17].

Уряди різних країн вдаються до впровадження різноманітних заходів, спрямованих на лібералізацію (або дерегуляцію) окремих сегментів фінансового ринку, скасовують обмеження, пов'язані з допуском іноземних професійних учасників та цінних паперів іноземних емітентів до національних ринків.

Однією із ознак лібералізації ринків цінних паперів є, зокрема, запровадження директиви ЄС “Про ринки фінансових інструментів”, згідно із якою фінансовий ринок Євросоюзу відтепер функціонує за новими правилами [4]. Цим документом скасовано низку обмежень на операції з фінансовими активами. Наразі усі угоди на єдиному європейському ринку реєструє Європейський комітет регуляторів фондових ринків (CESR). Зареєстровані в одній із держав ЄС фінансові компанії відтепер можуть безпосередньо діяти у будь-якій країні ЄС без створення філій або представництв. Крім того, скасовано обмеження на операції з деривативами у Франції, Іспанії та Італії, тоді як раніше місцеві торговельні майданчики мали монопольне право на організацію таких торгів. Очікується, що це призведе до посилення конкуренції між фінансовими посередниками і організаторами торгівлі. Якщо раніше у фондових бірж не було

¹ Автор публікації входив до складу робочої групи, якою розроблено та схвалено Програму розвитку фондового ринку України на 2001–2005 роки, на основі якої було визначено Основні напрями розвитку фондового ринку України на 2001–2005 роки, схвалені Указом Президента України від 26.03.2001 №198/2001.

конкурентів, відтепер торговельні майданчики зможуть створювати й інвестиційні банки. На думку експертів, це дозволить звузити спреди за фінансовими інструментами, а також підвищити ліквідність ринку. Зменшення розміру комісійних надасть можливість торгувати більшої кількості бажаючих. Водночас посилено вимоги щодо прозорості угод – торговцям цінними паперами доведеться оприлюднювати значні обсяги інформації.

Водночас, в умовах фінансової кризи відбувається зворотне підвищення ролі держави у контролі над фондовим ринком та його інфраструктурою, зосередження регулятивних функцій під орудою мегарегуляторів або, принаймні, посилення їх взаємодії. Зокрема, такі спроби здійснює США з метою “попередження “провалів у регулюванні між ринками” та регулювання “системних ризиків” [5, 7].

Значний прогрес у розвитку телекомунікаційних систем та Інтернет-технологій, що відбувся останнім часом, дозволяє учасникам фондового ринку надавати розпорядження та виконувати замовлення, практично, миттєво, в режимі реального часу та на будь-якому з регіональних ринків. Це ж стосується й обміну інформацією про вартість активів та котирування цінних паперів в різних сегментах глобального світового ринку для прийняття інвестиційних рішень на управління портфелями цінних паперів. Водночас, така інформаційна єдність та доступність регіональних ринків створює передумови для відповідного їх синхронізованого реагування на позитивні та негативні явища в глобальному масштабі. Зокрема, прояви фінансової кризи в одному регіоні або сегменті фінансового ринку одразу ж стають чинником виникнення кризової хвилі в масштабах світового середовища.

Нарешті, на глобальних ринках капіталу відбувається зміна ролей індивідуальних та інституційних інвесторів: роздрібні інвестори – індивідуали поступаються першістю крупним фінансовим інститутам, якими є комерційні банки, інвестиційні фонди, пенсійні фонди, страхові організації, інвестиційні трасти. Зазначені фінансові установи мають перевагу перед інвесторами – фізичними особами не лише завдяки більшим обсягам залучених в управління інвестиційних ресурсів, які обчислюються мільярдами і трильйонами доларів США (ефект масштабу), але й тим, що більш сміливо виходять на міжнародні ринки капіталу з метою диверсифікації інвестиційних портфелів не лише шляхом розподілу інвестицій між окремими інструментами та емітентами, але й між регіонами.

При цьому іноземні інвестори не обмежуються роботою лише на закордонних ринках розвинутих країн. Наразі спостерігається посилення інтересу до фондових ринків країн, що стали на шлях розвитку ринкових відносин, які називаються зростаючими ринками або такими, що зароджуються. До останньої групи належить і фондовий ринок України.

Вивчення міжнародної практики функціонування ринків цінних паперів в умовах глобалізації дозволяє сформулювати декілька попередніх висновків:

1) у міжнародному просторі відбувається постійний процес лібералізації та дерегуляції різних аспектів фінансових ринків, спрямований на підвищення рівня інтеграції та ефективності глобального фінансового ринку;

2) у світі не існує (за досить обмеженими винятками) вільного безпосереднього допуску (доступу) цінних паперів до розміщення та обігу за межами країни емітента;

3) основною формою виведення цінних паперів національних емітентів за межі країни на зовнішні ринки капіталів є міжнародні депозитарні розписки;

4) випуск цінних паперів емітентами-нерезидентами здійснюється відповідно до внутрішніх вимог та законодавства країни, в якій реєструються такі випуски;

5) професійні учасники фондового ринку як правило отримують право на доступ до роботи на закордонних ринках за умови створення юридичної особи-резидента та одержання відповідної ліцензії державного регулятора країни за місцем здійснення такої діяльності або через відповідного професійного учасника-резидента.

Розглядаючи лібералізацію або відкритість фондового ринку, як одну із ознак його глобалізації, необхідно досліджувати це явище для умов України з різних сторін, зокрема, через призму таких його складових, як:

- 1) спрощення порядку ввезення в Україну та вивезення за межі України іноземного та вітчизняного інвестиційного капіталу;
- 2) уніфікація допуску цінних паперів іноземних емітентів на фондовий ринок України та цінних паперів українських емітентів на міжнародні фондові ринки;
- 3) розширення кореспондентських відносин центрального депозитарію України з центральними депозитарними установами інших країн;
- 4) доступність системоутворюючих елементів інституційної інфраструктури фондового ринку України (Національний депозитарій України, кліринговий депозитарій, фондові біржі тощо) для іноземного капіталу;
- 5) запровадження єдиних стандартів професійної діяльності на інтегрованих фондових ринках та допуску професійних учасників-нерезидентів до роботи на національному ринку цінних паперів тощо.

При цьому необхідно обов'язково звертати увагу на супутні ризики, які супроводжують лібералізацію внутрішнього ринку, і не лише з погляду загрози фінансовій стабільності самого ринку, але й у контексті національної безпеки держави.

Особливої уваги заслуговує проблема спрощення порядку ввезення в Україну та вивезення за межі України іноземного та вітчизняного інвестиційного капіталу.

Якщо за обсягами експортно-імпорتنих операцій з капіталом вітчизняних інвесторів Україну відносимо до країн, слабо інтегрованих у світовий фінансовий ринок, то за обсягами аналогічних операцій з капіталом нерезидентів – до високо інтегрованих. Йдеться, звичайно, не про великі абсолютні обсяги іноземних інвестицій, а про високу частку (питому вагу) участі іноземного капіталу в приватизаційних проектах, придбанні корпоративних прав (акцій, часток, паїв) у статутному капіталі вітчизняних банківських установ, страхових компаній, інших юридичних осіб фінансового та нефінансового сектору (портфельні інвестиції), а також у створенні в Україні бізнесу зі 100-відсотковою часткою іноземного капіталу (прямі іноземні інвестиції). Крім того, через банківські установи, що перебувають під контролем іноземного капіталу, в Україну заводяться досить значні коротко- та середньострокові фінансові ресурси на депозитні рахунки або у вигляді інших кредитних джерел, які спрямовуються на кредитування власне банківської системи, а також інших суб'єктів економічної діяльності.

Так, якщо загальна сума прямих іноземних інвестицій в Україну станом на 01.01.2009 року становила 35 723,4 млн. дол. США, то загальна сума прямих інвестицій з України за кордон – лише 6 198,6 млн. дол. США, або майже у шість разів менше [6].

Депозити нерезидентів, залучені на рахунки українських банків, станом на 31 січня 2008 року становили 45 123 млрд. грн., з них в іноземній валюті – 42 887 млрд. грн. [7, 93]. За даними НБУ частка статутного капіталу банківських установ, що належить іноземним інвесторам, на 1 липня 2008 р. становила 40,54% [8], а загалом під фактичним контролем іноземного капіталу перебуває половина банківського сектору України.

Висока частка присутності іноземного капіталу і в страхових організаціях та інших небанківських фінансових установах, а також на фондовому ринку України, де обсяги портфельних інвестицій в цінні папери оцінювалися в докризовий період щонайменше як 75-80% загального їх обсягу (на початок 2008 року) [9].

Можна назвати декілька причин, чому за обсягами вивезення власного інвестиційного капіталу Україна значно поступається обсягам ввезення капіталу інвесторами-нерезидентами. Серед них:

- обтяжливість формальних бюрократичних процедур, пов'язаних з отриманням

дозволу (ліцензії) та правовим оформленням вивезення вітчизняного капіталу за межі України;

- наявність альтернативних (нелегальних) механізмів виведення коштів резидентів за кордон, які офіційно не фіксуються як експорт капіталу з України;
- обмеженість власних капіталів українських інвесторів для ефективного інвестування в закордонні інвестиційні проекти;
- відсутність досвіду в українських інституційних інвесторів щодо розміщення коштів в іноземні активи (об'єкти виробничої інфраструктури, корпоративні права, цінні папери тощо);
- можливість отримання більш високих прибутків від інвестицій в Україні та ін.

На сьогодні для отримання дозволу для інвестування за кордоном вітчизняний інвестор зобов'язаний надати зовнішньоекономічний контракт, укладений із іноземним контрагентом щодо придбання відповідного інвестиційного активу, і лише на його основі порушити клопотання перед Національним банком України про надання одноразової ліцензії на вивезення капіталу. При цьому необхідно легалізувати усі зовнішньоекономічні документи, а також надати документальне підтвердження підстав для вивезення капіталу та законності походження коштів, призначених для інвестування. Однак і дотримання формальних вимог ще не гарантує заявнику своєчасного (протягом 30 днів) отримання дозволу (ліцензії) НБУ, як і отримання його взагалі.

Численні спроби з боку учасників ринку спростити процедури отримання валютної ліцензії успіху не мали. Основна причина – переконаність керівництва державного регулятора в тому, що будь-яке пом'якшення вимог та спрощення процедур призведе до збільшення витоку валюти та втечі капіталу з України, в тому числі і за допомогою нових легалізованих можливостей. З такою позицією погодитись важко, адже збільшення контрольованого вивезення інвестицій – це краще, ніж нелегальний (тіньовий) експорт капіталу, який і так відбувається, однак вже за межами контролю НБУ.

Як альтернатива легальному вивозу капіталу в Україні, має місце практика виведення вітчизняних інвестиційних капіталів за межі країни з допомогою напівлегальних або нелегальних схем з для придбання нерухомості (землі, маєтків), іншого майна або заведення коштів у офшорні зони з метою їх наступної легалізації та повернення в Україну в статусі іноземної інвестиції. З цією метою використовуються можливості страхового бізнесу (операції з перестраховування ризиків та ін.), фондового ринку (операції з цінними паперами українських емітентів), інші схеми. Нелегальне та напівлегальне вивезення капіталу за межі України носять масовий характер та з року в рік зростає у обсягах. Так, лише з використанням операцій з цінними паперами було експортовано: у 2002 році – понад \$ 3,5 млрд.; в кінці 2004 на початку 2005 року – понад \$ 6 млрд.; та у 2008 році – \$ 4,6 млрд. як спосіб захисту приватної власності в умовах політичної нестабільності чи захисту власних капіталів від загрози банкрутства в умовах фінансової кризи [10].

Разом з тим, в Україні більшість інституційних інвесторів, відповідно до законодавства, мають право частину коштів, залучених в управління, розміщувати в цінні папери іноземних емітентів. Таким правом володіють інститути спільного інвестування (ІСІ), недержавні пенсійні фонди (НПФ), страхові компанії, що надають послуги зі страхування життя (СК) в частині, що стосується розміщення пенсійних коштів, а також Накопичувальний пенсійний фонд (НФ) (у разі його створення). Як правило, сума коштів, дозволена для розміщення в іноземні цінні папери, обмежується 20 відсотками загальної вартості активів, що перебувають в управлінні таких інституційних інвесторів. Однак скористатися своїм правом ці фінансові установи ефективно не можуть внаслідок низки причин. Серед них:

- а) відсутність кореспондентських зв'язків між Національним депозитарієм України

(НДУ) та центральними депозитарними установами тих країн, на фондових ринках яких можуть бути придбані цінні папери іноземних емітентів відповідно до законодавства (що не дозволяє зафіксувати права власності резидента України на придбані за кордоном цінні папери в національній депозитарній системі України);

б) неможливість здійснення переказу за межі України коштів, призначених для придбання цінних паперів іноземних емітентів, інакше як за наявності та на підставі попередньо укладеного договору купівлі-продажу цінних паперів на міжнародних фондових ринках (тоді як дозвіл НБУ на переказ коштів може бути надано лише через 30 днів від дня подання заяви на його отримання, та й то без гарантії надання такого дозволу);

в) отримані від подальшого продажу іноземних цінних паперів кошти підлягають поверненню в Україну без права їх реінвестування за кордоном в інші цінні папери (що робить економічно не вигідними короткострокові інвестиційні операції на міжнародних фондових біржах).

Окремої уваги вимагає проблема уніфікації допуску цінних паперів іноземних емітентів на фондовий ринок України та цінних паперів українських емітентів на міжнародні фондові ринки. Питання допуску цінних паперів іноземних емітентів на фондовий ринок України має, принаймні, три аспекти:

– безпосередній допуск до розміщення та обігу на внутрішньому фондовому ринку цінних іноземних емітентів, випущених за межами України за законами іншої країни;

– допуск до розміщення та обігу на внутрішньому фондовому ринку цінних паперів іноземних емітентів, випущених в Україні за законами України;

– опосередкований допуск до розміщення та обігу на внутрішньому фондовому ринку цінних паперів іноземних емітентів, випущених за межами України з використанням українських депозитарних розписок.

Одразу зазначимо, що жодного з прецедентів допуску цінних паперів іноземних емітентів до розміщення та обігу на внутрішньому (національному) ринку України наразі немає. Для цього відсутні як правові, так і економічні передумови. З одного боку, питання випуску нерезидентами цінних паперів в Україні, як і питання допуску цінних паперів іноземних емітентів до обігу на внутрішньому ринку вітчизняним законодавством остаточно не врегульовано, а випуск та обіг українських депозитарних розписок (УДР) законом взагалі не передбачений (правовий аспект). З іншого боку, незначна місткість українського ринку капіталу та висока внутрішня вартість фінансових ресурсів наразі не становлять інтересу для іноземних емітентів та емітентів-нерезидентів з погляду залучення інвестицій з України (економічний аспект).

І все ж, перші кроки в напрямку розвитку відповідного законодавства зроблено. Потенційна можливість забезпечення безпосереднього допуску цінних паперів іноземних емітентів до обігу на фондовому ринку України передбачена законодавством України з цінних паперів та фондового ринку. Так, частиною другою статті 37 Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок" установлено, що "...особливості розміщення та обігу на території України цінних паперів іноземних емітентів визначаються Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку згідно із законодавством України" [11]. Водночас, статтею 7 Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" [12] визначено, що Комісія відповідно до покладених на неї завдань:

– встановлює вимоги щодо випуску (емісії) і обігу цінних паперів та їх похідних, інформації про випуск та розміщення цінних паперів, у тому числі іноземних емітентів (з урахуванням вимог валютного законодавства України), які здійснюють випуск і розміщення цінних паперів на території України, а також встановлює порядок реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів;

– встановлює стандарти випуску (емісії) цінних паперів, інформації про випуск цінних паперів, що пропонуються для відкритого продажу, в тому числі іноземних емітентів, які здійснюють випуск цінних паперів на території України, та порядок реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів;

– здійснює реєстрацію випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, у тому числі цінних паперів іноземних емітентів, що є в обігу на території України;

– встановлює вимоги щодо допуску цінних паперів іноземних емітентів та обігу їх на території України.

Що стосується більшості цих питань, то Комісія визнала їх унормування шляхом прийняття відповідних нормативно-правових актів поки що передчасним. Не врегульовані в Україні також і питання випуску та обігу українських депозитарних розписок як одного із інструментів опосередкованого доступу вітчизняних інвесторів до цінних паперів іноземних емітентів на внутрішньому ринку².

Відтак, на сьогодні цінні папери іноземних емітентів не мають доступу до обігу на внутрішньому ринку України. Враховуючи існуючий стан фондового та валютного ринків України, а також міжнародний досвід допуску цінних паперів іноземних емітентів до внутрішніх ринків, вважаємо за доцільне і надалі обмежитися лише локальними кроками в цьому напрямку, перш за все вивченням доцільності випуску українських депозитарних розписок. Це тим більш справедливо, що і в міжнародній практиці допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на внутрішніх ринках у той чи інший спосіб обмежено.

В умовах дефіциту внутрішніх інвестиційних ресурсів та обмеженої пропозиції іноземної валюти на національному ринку розміщення та обіг цінних паперів іноземних емітентів на фондовому ринку України містить ризики звуження внутрішнього ринку, посилення витоку валютних ресурсів за межі України.

Що стосується зворотного боку проблеми – розміщення цінних паперів українських емітентів за межами України, – то така можливість також має внутрішні і зовнішні обмеження. Відповідно до частини другої статті 37 Закону про цінні папери українські емітенти можуть розміщувати цінні папери за межами України винятково на підставі дозволу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (крім облігацій зовнішніх державних позик України). При цьому, такий дозвіл може бути наданий лише за умови дотримання наступних вимог:

проведення реєстрації випуску цінних паперів;

допущення цінних паперів до біржових торгів на одній з українських фондових бірж;

відповідність кількості цінних паперів, які розміщуються за межами України, нормативу, встановленому Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку [11]³.

Звертаємо увагу, що у цьому разі йдеться не лише про дозвіл для безпосереднього допуску цінних паперів до розміщення за межами України, але й опосередкованого – із застосуванням механізму міжнародних депозитарних розписок. Однак зазначені вимоги – це лише внутрішні умови виведення цінних паперів українських емітентів за межі України. Чи будуть українські цінні папери допущені до обігу та (або) розміщення за межами України на національних фондових ринках окремих країн – окреме питання, яке має вирішуватися, виходячи з особливостей законодавства про цінні папери конкретної країни. А міжнародна практика показує, що на організовані ринки цінні папери іноземних емітентів (за винятком транснаціональних корпорацій), як правило, не допускаються.

Важливе значення має установлення кореспондентських зв'язків з центральними депозитарними установами інших країн. Установлення кореспондентських відносин між

² В Російській Федерації можливість випуску російських депозитарних розписок (РДР) закріплена в законодавстві про ринок цінних паперів.

³ Йдеться про частку випуску цінних паперів, яка має бути запропонована до розміщення на внутрішньому ринку.

центральними депозитарними установами (ЦД) різних країн необхідне для підтвердження прав власності українських інвесторів на цінні папери іноземних емітентів, що були придбані на міжнародних фондових ринках, та відображення їх в обліковій системі Національної депозитарної системи України (НДСУ).

Основна проблема пов'язана з відсутністю в Україні депозитарної установи, що має статус повнофункціонального центрального депозитарію. Наразі функція з установами кореспондентських зв'язків з депозитаріями інших країн закріплена за Національним депозитарієм України, тоді як практичне ведення депозитарного обліку більшості випусків цінних паперів здійснює кліринговий депозитарій ВАТ "Міжрегіональний фондовий союз" (МФС). Так, на сьогодні клієнтами Національного депозитарію України є 83 зберігачі цінних паперів з 253, що здійснювали діяльність на початок 2009 року. Обсяг активів, які обслуговуються в НДУ, трохи більше 10 млрд. грн. з 299,56 млрд. грн., що перебувають на обліку у зберігачів, або трохи більше 3,3% загальної номінальної вартості цінних паперів [13]. НДУ – єдиний в Україні депозитарій, який має право на депозитарне обслуговування міжнародних операцій з цінними паперами. Однак кількість кореспондентських відносин з центральними депозитаріями інших країн дуже обмежена. Це центральний депозитарій цінних паперів Австрії (ОеКВ) та декілька російських депозитарних установ: депозитарій "Росбанк", спеціалізований депозитарій "ІНФІНІТУМ", Центральний Московський депозитарій та депозитарій "Депозитарні та корпоративні технології" [14].

Наразі є спроба створити під егідою НБУ новий кліринговий депозитарій – ВАТ "Всеукраїнський депозитарій цінних паперів" (ВДЦП) з використанням технічної бази МФС. Однак це організаційний крок, який проблему не вирішує, оскільки депозитарій ВДЦП, як і свого часу МФС, правом установами кореспондентських зв'язків з ЦД інших країн не наділений.

Водночас, без зосередження "під одним дахом" облікової системи та системи установами кореспондентських відносин з депозитарними системами інших країн технологічно неможливо здійснювати розміщення коштів українських інвесторів за кордоном відповідно до законодавства, оскільки відсутній механізм підтвердження та обліку прав власності на такі активи, що його забезпечує облікова система через кореспондентські рахунки. Відтак, можливості диверсифікації коштів інститутів спільного інвестування (ІСІ), страхових компаній, недержавних пенсійних фондів, коштів з накопичувальної системи пенсійного страхування та інших інституційних інвесторів за рахунок цінних паперів іноземних емітентів поки що існують лише в потенції.

В контексті досліджуваної проблеми гострою залишається проблема доступності системоутворюючих елементів інституційної інфраструктури фондового ринку України для іноземного капіталу.

Однією із форм проникнення іноземного капіталу в інституційну інфраструктуру фондового ринку є участь у формуванні та забезпеченні діяльності її системоутворюючих елементів (фондових бірж, Національного депозитарію України, центрального клірингового депозитарію тощо). Це досягається шляхом придбання корпоративних прав таких інститутів: 1) компаніями – резидентами України, створеними за участі іноземного капіталу; 2) юридичними особами – нерезидентами або фізичними особами резидентами і нерезидентами, які діють в інтересах нерезидентів.

Перш за все, це здійснюється з метою посилення зовнішнього впливу на фондовий ринок України через встановлення контролю над його інфраструктурними інститутами. Зокрема, йдеться про участь іноземних організаторів торгівлі у статутному капіталі українських фондових бірж.

Так, російська фондова біржа "Російська торговельна система" (РТС) стала співзасновником "Української біржі" (Київ), створеної в травні 2008 року. Наразі РТС

володіє 49% акцій "Української біржі", тоді як 51% акцій належить 21 фондовій компанії, серед яких ряд представників російського капіталу. Зрозуміло, що за таких умов контроль над діяльністю "Української біржі" перебуває в руках російського засновника.

Українські учасники фондового ринку втратили контроль над Українською міжбанківською валютною біржею (УМВБ), яка перейшла у власність групи фізичних та юридичних осіб, які не мають статусу торговця цінними паперами. У перспективі йдеться про продаж УМВБ одній із західних фондових бірж.

Ряд провідних банків, серед яких установи, створені за участю російського капіталу, взяли участь у заснуванні Всеукраїнського депозитарію цінних паперів, у якій вбачають майбутній Центральний депозитарій України. Як відомо, НБУ, 19 банків, Українська міжбанківська валютна біржа і ПФТС створити ВАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів». Засновницький договір про це був підписаний 14 лютого 2008 р. По суті, це означає акціонування внутрішнього депозитарію Нацбанку, який досі займався винятково обліком власності і операціями з облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП). Статутний фонд депозитарію його учасниками визначено у сумі 80 млн. гривень. Частка НБУ становить 25%, кожного банку і УМВБ – трохи менше 3,75%, ПФТС – 1% [15].

Тенденції проникнення іноземного капіталу в основні інфраструктурні елементи фондового ринку України поряд з позитивними моментами (збільшення капіталізації, запровадження нових технологій, підвищення стандартів роботи та ін.) несуть у собі й певні негативні ознаки. Перш за все, це встановлення залежності інститутів вітчизняної фінансової інфраструктури від іноземного капіталу, а також відкриття доступу до конфіденційної інформації, що стосується обліку та підтвердження прав власності на українські цінні папери, представникам інших країн.

Одним із напрямів інтеграції є запровадження єдиних стандартів професійної діяльності на інтегрованих фондових ринках та допуск професійних учасників-нерезидентів до роботи на національному ринку цінних паперів.

Як уже зазначалося, процеси глобалізації світової фінансової системи загалом та світового фондового ринку зокрема знаходять свої прояви в тому, що поступово знімаються перепони на шляху доступу професійних учасників (брокерів, дилерів, інвестиційних керуючих та ін.) до роботи на закордонних ринках на підставі національних дозволів (ліцензій), тобто без створення юридичних осіб – резидентів.

Першим такий крок зробили країни ЄС. З аналогічною ідеєю виступила Російська Федерація щодо країн СНД. Тому в контексті проблеми інтеграції фондового ринку України у міжнародні фондові ринки шляхом збільшення їх взаємної відкритості окремим рядком постає питання інтеграції національних ринків капіталу країн СНД в цілому і національних ринків цінних паперів зокрема, яке ініціюється Росією [16].

Найважливішим кроком на цьому шляху, на думку російської сторони, повинно стати створення в Росії спеціального міжнародного сектора на ринку цінних паперів та забезпечення необхідних умов для їх взаємного обігу. На початковій стадії пропонується здійснення пілотних проектів з інтеграції національних фондових ринків у межах двосторонніх угод між Росією та кожною із країн СНД – учасниць угоди [17]. Просування на шляху створення інтегрованого фондового ринку, на думку ініціаторів проекту, надасть змогу організувати продаж акцій на валютно-фондових біржах за рублі та СКВ. Для досягнення цієї мети необхідно:

- розробити єдині правила реєстрації цінних паперів, що допускаються до торгівлі на національних фондових біржах країн – учасниць;
- визначити порядок допуску резидентів інших країн до торгівлі цінними паперами на фондовому ринку Росії та резидентів Росії – до торгівлі на фондових ринках інших країн – учасниць;

– передбачити визнання регулятивними органами країн – учасниць ліцензій професійних учасників фондового ринку та їх допуску до роботи на національних ринках країн-учасниць;

– забезпечити здійснення лістингу цінних паперів національних емітентів на фондових біржах Росії та інших країн та цінних паперів інших країн на внутрішніх національних ринках.

Принаймні, такий висновок напрошується з проекту взаємодії ринків цінних паперів Росії та Білорусі [17]. Водночас, досвід функціонування світових ринків цінних паперів показує, що, як правило, цінні папери іноземних емітентів не мають безпосереднього доступу до котирувань на національних ринках окремих країн інакше як через випуск та обіг депозитарних розписок (АДР – а США, ГДР – в Європі). При цьому, існують обмеження на безпосередній допуск до роботи на національних ринках фінансових осіб – нерезидентів без створення дочірньої структури, яка відповідає формальним вимогам та законодавству країни – резидента.

На нашу думку, надання дозволів (ліцензій) іноземним операторам для здійснення професійної діяльності на фондовому ринку України без створення юридичної особи – резидента, що регулюється внутрішнім законодавством України, містить потенційну загрозу для інституційної інфраструктури національного ринку цінних паперів. Особливо негативним може бути їх вплив за умови прийняття єдиних нормативно-правових актів з регулювання діяльності, універсальних правил ліцензування та доступу професійних учасників походженням з інших країн до фондових ринків країн СНД та взаємного відкриття таких ринків для іноземних учасників.

Перш за все, виникають ризики втрати конкурентоздатності українськими операторами фондового ринку під час роботи на національному ринку України перед операторами з інших країн, що мають досвід роботи з цінними паперами на більш розвинутих ринках (наприклад, Росії). Крім того, вітчизняні оператори фондового ринку виявляться в гіршому становищі і за межами України, оскільки вони не мають практичного досвіду роботи на зовнішніх ринках (на відміну, наприклад, від російських операторів). Таким чином, в результаті реалізації зазначеного проекту у односторонньому вигрaші виявиться лише одна сторона – Росія. Тому практичне втілення цієї ідеї, на наш погляд, не на часі.

Таким чином збільшення відкритості національного фондового ринку, яка полягає, зокрема, у: лібералізації руху інвестиційних капіталів через кордони України; допуску цінних паперів іноземних емітентів до розміщення та обігу на вітчизняному ринку та надання дозволів на розміщення та обіг цінних паперів українських емітентів за межами України; надання доступу професійним учасникам фондового ринку з інших країн до діяльності на ринку України та визнання їх національних ліцензій; допуску іноземного капіталу в базову інституційну інфраструктуру фондового ринку та національної депозитарної системи ринку містить наступні ризики для економіки України та її національної безпеки:

– збільшення некерованого руху іноземного капіталу через кордони України, що є одним із чинників дестабілізації валютного ринку та додатковим монетарним джерелом інфляції;

– переміщення торгівлі цінними паперами українських емітентів за межі України – в офшорні зони та на закордонні фондові ринки – і, як наслідок, можливе звуження внутрішнього ринку капіталу (його фондового сегменту);

– втрата для бюджету надходжень від оподаткування інвестиційних доходів по операціях з цінними паперами українських емітентів, які відбуваються за межами України;

– вилучення з України валютних коштів в результаті розміщення на фондовому ринку України цінних паперів іноземних емітентів і скорочення внаслідок цього валютних ресурсів в країні;

– встановлення з боку іноземного капіталу контролю над вітчизняними інститутами ринкової інфраструктури (фондовими біржами, депозитарними установами та ін.) та доступу до конфіденційної інформації, пов'язаної з обліком та підтвердженням прав власності на цінні папери;

– зниження конкурентних позицій національних операторів фондового ринку перед іноземними професійними учасниками, які мають більший досвід роботи на міжнародних фондових ринках та вищу капіталізацію.

Враховуючи вищенаведене, вважаємо за доцільне в напрямках, спрямованих на збільшення відкритості (лібералізацію) національного фондового ринку, обмежитися наступними заходами:

1) спрощення валютних (експортно-імпортних) операцій, пов'язаних зі здійсненням прямих інвестицій в корпоративні права та портфельними інвестиціями в цінні папери (як в Україні, так і за її межами), обмеживши їх коло цінними паперами, що пройшли процедуру лістингу та перебувають в обігу (мають офіційно визнані ринкові котирування) на організаторах торгівлі, що мають ознаки активного постійно діючого ринку;

2) надання дозволу на розміщення цінних паперів українських емітентів на закордонних фондових ринках (боргових цінних паперів та IPO) в обсягах, що не перевищують 30% загальної суми емісії, в тому числі шляхом випуску та розміщення міжнародних депозитарних розписок на міжнародних ринках капіталу, за умови, що такі цінні папери пройшли лістинг та перебувають в обігу на вітчизняних організаторах торгівлі;

3) внесення змін до законодавства з питань ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку України з метою визнання кваліфікаційних сертифікатів міжнародного зразка для фізичних осіб вітчизняною атестаційною системою;

4) вивчення питання доцільності випуску та обігу на відповідних національних фондових ринках взаємних депозитарних свідоцтв (наприклад, України та Росії).

Водночас, з метою запобігання неконтрольованого проникнення іноземного капіталу в фінансову інфраструктуру вітчизняного фондового ринку та національної депозитарної системи України, захисту національного ринку цінних паперів від негативного впливу міжнародного ринку капіталу *необхідно*:

– внести зміни до Закону “Про цінні папери та фондовий ринок” в частині обмеження права на пряме або опосередковане (через пов'язаних осіб) володіння корпоративними правами організатора торгівлі (фондової біржі) в обсягах, що перевищують 5% статутного капіталу, будь-якою юридичною або фізичною особою з метою унеможливлення встановлення корпоративного контролю над такими фінансовими установами з боку окремої особи (групи пов'язаних осіб) та їх перепродажу;

– внести зміни до Закону “Про Національну депозитарну систему на особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” в частині, що стосується обмеження права на пряме або опосередковане (через пов'язаних осіб) володіння корпоративними правами системоутворюючих депозитарних інститутів НДСУ (Національного депозитарію України, ВАТ “Міжрегіональний фондовий союз”, Центрального депозитарію України) в обсягах, що перевищують 5% статутного капіталу, будь-якою юридичною або фізичною особою (крім української держави) з метою унеможливлення встановлення корпоративного контролю над такими фінансовими установами з боку окремої особи (групи пов'язаних осіб) та їх перепродажу;

– внести зміни до законодавства з цінних паперів та депозитарного обліку в частині встановлення неприбуткового статусу базових інститутів ринкової інфраструктури, що здійснюють облік та обіг цінних паперів (НДУ, ЦД, фондові біржі тощо) з метою декоммерціалізації діяльності таких фінансових установ та зниження їх інвестиційної привабливості як об'єктів перепродажу (спекуляції);

– утриматись від підписання міжнародних угод, що передбачають запровадження єдиних правил торгівлі цінними паперами на ринках країн СНД, запровадження єдиних ліцензій на право здійснення професійної діяльності з торгівлі цінними паперами, а також безпосереднього допуску юридичних осіб-нерезидентів до роботи на вітчизняному фондовому ринку України з метою захисту внутрішнього ринку від поглинання та збереження його як національного.

Література

1. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – XXVIII.
2. Програма розвитку фондового ринку України на 2001–2005 роки, схвалена робочою групою 12.12.2000 р.
3. Основні напрями розвитку фондового ринку України на 2001–2005 роки, схвалені Указом Президента України від 26.03.2001 р. №198/2001.
4. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради “Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС” від 21 квітня 2004 року. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://www.nau.kiev.ua/nau10/ukr/getcnt.php?uid=1014.3854.0&nobreak>
5. Барак Обама строит мегарегулятор // Комерсантъ, 2009. – №100, 18 юня.
6. Оперативна інформація Держкомстату України. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
7. Бюлетень Національного банку України, 2009. – № 5 (194).
8. Доля иностранного капитала в банковской системе Украины в июле сократилась на 3,3% до 37,2% – НБУ // Фондовый рынок Украины. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://www.fundmarket.com.ua/news/48aab950a9863/>
9. Дракон фондового рынка // Дело. – 4 декабря 2008. – [Електронний ресурс]. – Доступно з <http://delo.ua/news/95696/>
10. Беэство капиталов из Украины // Эксперт-ринг . 09.03.2009. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://otherside.com.ua/>
11. Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” 23.02.2006 р. №3480-IV.
12. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.1996 р. №448/96-ВР.
13. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік. – С.40. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>
14. 18 травня 2009 року відбулась прес-конференція керівництва НДУ з нагоди 10-річниці створення Національного депозитарію України. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://www.ndu.gov.ua/ua/news/detail/172.html>
15. Всеукраїнський депозитарій цінних паперів” провів першу емісію акцій. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://www.newsru.ua/finance/28feb2008/emissia.html>
16. Доклад Генерального директора ММВБ Александра Захарова на VIII заседании Межгосударственного валютного комитета // Мнение руководителя. – Известия, 21 ноября 2002 г. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: <http://www.tpprf.ru/ru/main/committee/komsng/mr/>
17. Сольем финансовые рынки // Экономическая Газета, 2002–2007. – [Електронний ресурс]. – Доступно з: http://neg.by/publication/2002_04_09_186.html
18. Закон України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів” від 10.12.1997 р. № 710/97-ВР.

Редакція отримала матеріал 19 травня 2009 р.