

М. В. ГРІДЧІНА, канд. екон. наук, проф.

(Міжрегіональна Академія управління персоналом, м. Київ)

Н. Г. ЯКОВЛЕВА

(Київський національний торговельно-економічний університет)

ЗАХИСТ ПРАВ І ІНТЕРЕСІВ ІНВЕСТОРІВ ЯК ЧИННИК РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Наукові праці МАУП, 2003, вип. 8, с. 190–193

Процес становлення вітчизняного фондового ринку можна поділити на три етапи:

- зародження ринку — 1991–1994 рр.;
- розвиток ринку в результаті прискорення темпів приватизації — 1995–2000 рр.;
- почався з 2001 р. і має визначатись зростанням залучення інвестицій у реальний сектор економіки та створенням ефективної системи захисту прав і інтересів інвесторів.

Перший етап характеризується початком формування законодавчої бази — прийнято закони України “Про цінні папери і фондову біржу” (1991 р.) та “Про господарські товариства” (1991 р.), заснуванням першої в державі фондової біржі — УФБ (1991 р.) і початком торгів. У 1992 р. обсяг угод з купівлі-продажу цінних паперів на УФБ становив 335,6 грн, у 1994 р. — 429625 грн.

На другому етапі триває формування законодавчої бази — прийнято концепцію функціонування та розвитку ринку цінних паперів (1995 р.), закони України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” (1996 р.) та “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” (1997 р.). Триває також зростання фондового ринку як результат прискорення темпів приватизації шляхом акціонування державних підприємств. Корпоративна форма власності стає провідною. Обсяг випущених акцій станом на 1 січня 1998 р. становить 9,97 млрд грн, на 1 січня 2001 р. — 46,515 млрд грн. Більшість первинних емісій акцій не спричинювалась до залучення реальних коштів

в економіку, а лише обслуговувала процес приватизації. У 1994–1998 рр. обсяг акцій, емітованих для залучення додаткових коштів, не перевищував 20 % загального обсягу емісій акцій. Ця тенденція зберігалась і в 2001 р. Так, з початку року по серпень (тобто за вісім місяців) обсяг випуску акцій з метою залучення коштів становив 619,56 млн грн, тоді як загальний обсяг випуску акцій за цей же період становив суму 8319,1 млн грн.

У 1996–1997 рр. розпочались емісії облігацій підприємств: було зареєстровано випусків на загальну суму 116,4 млн грн. Але протягом 1997–1998 рр. цей ринок в Україні було фактично знищено. У 1998 р. було зареєстровано випусків облігацій підприємств лише на суму 8,19 млн грн. Основною причиною було віднесення коштів, запозичених підприємствами шляхом розміщення власних облігацій, до валового доходу і оподаткування податком на прибуток усієї суми отриманої позики. Ще одна причина полягала у високій прибутковості облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), операції з якими в той час відволікли значні обсяги інвестиційних ресурсів з ринку корпоративних паперів.

Після відміни в 1999 р. оподаткування коштів, залучених шляхом випуску облігацій, обсяги випуску облігацій стрімко збільшились. Так, у 1999 р. було зареєстровано випусків облігацій на суму 132,1 млн грн, а за вісім місяців 2001 р. — на суму 327 млн грн.

На цьому ж етапі збільшується частка організованого ринку в торгівлі цінними паперами, що охоплює шість фондових бірж і дві торговельно-

інформаційні системи. У 1998 р. ця частка становила 5 %, у 1999 р. — 11,3 % загального обсягу торгів. Створюються інвестиційні фонди та компанії для здійснення операцій з приватизаційними паперами (найбільша їх кількість зареєстрована в 1996–1997 рр.). Формується мережа реєстраторів іменних акцій. У 1999 р. засновується Національний депозитарій України з метою побудови цілісної системи обліку прав власності на цінні папери.

На третьому етапі становлення фондового ринку, що розпочався в 2001 р., вже прийнято закони України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”, “Про фінансові послуги та державне регулювання ринку фінансових послуг”, “Про фонд гарантування вкладів фізичних осіб”. Цей етап характеризується завершенням масової приватизації, очікується збільшення підприємствами обсягів залучення інвестицій шляхом продажу акцій та облігацій, подальший розвиток інфраструктури фондового ринку, удосконалення механізмів доступу дрібних інвесторів до операцій з цінними паперами через інститути спільного інвестування, удосконалення системи захисту прав та інтересів інвесторів, підвищення ролі державного регулювання ринку цінних паперів, подальший розвиток системи біржової торгівлі.

Подальший розвиток фондового ринку в Україні залежить від таких чинників:

- зміцнення тенденції макроекономічної стабілізації, основними показниками якої є зниження рівня інфляції, банківських процентних ставок, стабілізація валютного курсу;
- підвищення рівня рентабельності підприємств і реальних доходів населення;
- підвищення ролі довгострокових позик у фінансуванні підприємств, оскільки недосяжність позикових коштів сприяє розростанню більш ризикованого та спекулятивного ринку акцій.

Нині у структурі вітчизняного фінансового ринку переважають акції. Це сталося насамперед внаслідок акціонування підприємств у процесі приватизації, а також недосяжності для більшості підприємств банківських кредитів і несприятливих умов для розміщення корпоративних облігацій. Таким чином, за структурою український ринок цінних паперів нагадує американську модель, яка дістала назву “спекулятивної”, оскільки у США велику частку на фінансовому ринку мають акції, що є цінними паперами з нефіксованим, спекулятивним характером отримання доходу. З позицій суспільства ринок акцій має більше значення як засіб переливання капіталу

з галузі в галузь і перерозподілу національного багатства, ніж як засіб накопичення капіталу. Зарубіжний досвід свідчить, що за рахунок емісії акцій фінансується відносно невелика частка капіталовкладень: у США — близько 7,5 %, в Японії — лише 0,7 %, в європейських країнах — у середньому 5 % [5]. Значно більша частка капіталовкладень фінансується за рахунок банківського кредитування та емісій облігацій. Звісно, це позначається на структурі інструментів фінансового ринку, формується інша його модель, що дістала назву європейської, або “трудої”. Наприклад, таким є фінансовий ринок Німеччини, де висока частка банківського кредиту у фінансуванні економіки (50–60 %), низька частка акціонерного капіталу, головним фінансовим інструментом є облігації, тобто цінні папери з гарантованим щорічним доходом (облігації до акцій відносяться як 10 : 1) [3].

Розвиток ринку корпоративних облігацій — довгий процес, що займе кілька років, його інтенсивність залежатиме від багатьох чинників. У країнах з розвиненим фондовим ринком, зокрема у США, найбільший обсяг корпоративних облігацій з терміном погашення через 20–30 років. В Україні емісії таких облігацій найближчими роками малоімовірні. Реальнішим видається випуск облігацій з терміном погашення через 4–5 років. На наш погляд, серед чинників, що сприятимуть випуску облігацій українським АТ, основними є такі:

- досягнення певного рівня розвитку інших секторів фінансового ринку, зокрема ринку акцій або ринку державних цінних паперів; сформована інфраструктура може бути використана для розміщення та обігу корпоративних облігацій;
- підвищення ролі позик у фінансуванні корпорацій; нині довгострокове позикове фінансування використовується підприємствами не повною мірою, оскільки воно або практично недосяжне, або дороге;
- підвищення рентабельності АТ; збільшення кількості великих кредитоспроможних компаній, що користуються довірою інвесторів і спроможні бути емітентами облігацій.

Нагальною проблемою продовжує залишатись підвищення довіри суспільства до фінансових вкладень та інституціональних фінансових посередників, удосконалення механізмів доступу дрібних інвесторів до операцій із цінними паперами через ці установи. Звичайно, роль системи регулюючих заходів у цьому процесі дуже велика. Захист інвестора — найважливіша причина створен-

ня системи регулювання фондового ринку в кожній країні.

У сучасних умовах необхідність державного регулювання ринку, у тому числі й фондового, визначають усі країни, але щодо ступеня та конкретних механізмів втручання держави у функціонування ринку цінних паперів існують різні думки. Насамперед важлива регламентація правил реєстрації випусків цінних паперів. Більшість розвинених країн висуває жорсткі вимоги до реєстрації. Певною мірою це захищає інвесторів від нечесних позичальників. Але надмірна “зарегульованість” ринку може призвести до небажаних наслідків — до зменшення кількості емісій, розміщення цінних паперів за межами країни. Наприклад, японські корпорації розміщують свої облігації здебільшого в Лондоні, де їх купують японські ж інвестори.

В Україні державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Основними формами регулювання, які вона застосовує, є видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів; реєстрація емісій та інформації про емісію цінних паперів; контроль за достовірністю інформації, що надають емітенти та особи, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам. Зазначена комісія має широкі повноваження в разі виявлення правопорушень, зокрема призупинення або анулювання ліцензії; зупинення торгівлі на фондовій біржі; проведення перевірок та ревізій фінансово-господарської діяльності емітентів і осіб, що здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондових біржах; накладання адміністративних стягнень, штрафних санкцій за порушення законодавства; порушення питання про звільнення з посад керівників фондових бірж та інших установ інфраструктури фондового ринку; зупинення або припинення допуску цінних паперів на фондові біржі; зупинення клірингу та укладення договорів купівлі-продажу на певний термін для захисту держави, інвесторів; надсилання у правоохоронні органи матеріалів, що стосуються фактів правопорушень, за які передбачена адміністративна та кримінальна відповідальність, а також надсилання відповідних матеріалів в Антимонопольний комітет у разі виявлення порушень антимонопольного законодавства; здійснення моніторингу руху інвестицій в Україну та за її межі через фондовий ринок.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку може делегувати саморегулювним організаціям, що зареєстровані нею, частину повноважень з регулювання і контролю за ринком цін-

них паперів, зокрема щодо розробки та впровадження правил і стандартів здійснення операцій; сертифікації фахівців фондового ринку; надання ліцензій особам, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку.

Нині в Україні вже діють 10 саморегулювних організацій, найвідомішими з яких є ПАРД (Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв), вона налічує 281 особу, і АУФРУ (Асоціація учасників фондового ринку України), що об'єднує реєстраторів, зберігачів та депозитаріїв і налічує 108 членів.

Фінансування ДКЦПФР та її територіальних відділень здійснюється за рахунок коштів Державного бюджету України.

Аналіз засвідчує, що організація регулювання фондового ринку України розвивається з урахуванням досвіду промислово розвинених країн і відповідно має спільні ознаки із системами регулювання ринку цінних паперів, які в них застосовуються. Зокрема, спільним є здійснення контролю за ринком цінних паперів як державними органами (в особі ДКЦПФР, Антимонопольного комітету, Фонду державного майна та ін.), так і саморегулювними організаціями. Але треба враховувати, що існує концепція “пастки регулювання”, згідно з якою орган, що призначений вводити регулюючі норми в інтересах суспільства, стає найбільшим лоббістом об'єктів регулювання, тобто фірм, що працюють на фондовому ринку (ця концепція найяскравіше виявляється в діяльності саморегулювних організацій), обмежуючи конкуренцію і діючи на користь кількох фірм, надаючи їм монопольне право на надання послуг.

Особливо небезпечно, коли це лоббіювання сягає такого рівня, що можливості порушення прав інвесторів закладаються в законодавство, норми якого, повинні насамперед охороняти інтереси інвесторів. Яскравим прикладом небезпеки для інвестора є окремі норми прийнятого нещодавно Закону України “Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)”. Зокрема, у ст. 26 цього Закону зазначено, що інвестиційний сертифікат надає кожному його власникові однакові права, а у ст. 28 встановлюється черговість при розподілі активів фонду в разі його ліквідації. Отримані від реалізації активів фонду грошові кошти в першу чергу розподіляються на виплати учасникам, що подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів до моменту прийняття рішення про ліквідацію фонду. У другу чергу вносяться обов'язкові платежі в бюджет, у третю — виплати кредиторам і тільки в четверту чергу здійснюються виплати іншим учас-

никам пайового інвестиційного фонду. Після того, як законодавці поділили інвесторів на першочергових та інших, сумнівними стають перспективи розвитку інститутів спільного інвестування; зрадається думка, що згаданий закон відкриває нові можливості для спритних ділків повторити сумнозвісну історію трастів замість захисту інтересів інвесторів. Прикро, що й дотепер приймаються соціально небезпечні законодавчі норми.

В Україні на відміну від таких країн, як США і Велика Британія, практично відсутній такий дієвий механізм залучення інвесторів, як гарантія повернення вкладів у разі неплатоспроможності фінансових компаній — банків і торговців цінними паперами. Адже виплату суми не більше 1200 грн, що передбачена нині, навряд чи можна вважати гарантією, здатною забезпечити суттєвий приплив інвестицій у банківську систему. Наприклад, у Великій Британії існують дві окремі схеми компенсації — для інвесторів і для вкладників. Схема компенсації інвесторів передбачає виплати приватним інвесторам до граничного рівня 48 тис. фунтів стерлінгів. Згідно із схемою захисту депозитів у разі неплатоспроможності банку кожному вкладнику сплачується до 90 % загальної суми депозиту (максимум — 18 тис. фунтів стерлінгів). У США Федеральна корпорація страхування депозитів, крім контролю за комерційними банками, взаємними ощадними і позичковими асоціаці-

ями, забезпечує страхування до 100 тис. дол. на кожного вкладника в банк. Це урядова організація, в яку комерційні банки і взаємні ощадні банки здійснюють внески для відшкодування вкладникам у випадку банкрутства банку. Цю організацію було створено в 1934 р. після хвилі банкрутств банків у 1930–1933 рр.

На наш погляд, розв'язання проблеми захисту прав та інтересів інвесторів сприятиме зменшенню перешкод на шляху розвитку вітчизняного фінансового ринку і поліпшенню соціально-економічної ситуації у країні.



Література

1. Закон України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" від 15.03.01 // Уряд. кур'єр. — 2001. — № 74.
2. Закон України "Про фонд гарантування вкладів фізичних осіб" від 20.03.01 // Уряд. кур'єр. — 2001. — № 194.
3. Указ Президента України "Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України" №198/2001 від 26.03.01 // Уряд. кур'єр. — 2001. — № 60.
4. Попов В. М., Романишин В. О. Ринок цінних паперів у відтворювальному процесі перехідної економіки // Фінанси України. — 1998. — № 8. — С. 119–122.
5. Стецько М. В., Юрій І. С. Фінанси акціонерних товариств: проблеми і перспективи // Фінанси України. — 2000. — № 4. — С. 54–58.