

Ольга КОПЫЛОВА

Кафедра ЭТ и ИЭМ Одесского национального университета имени И.И.Мечникова

## INNOWACJE I FRAGMENTACJA UKRAIŃSKIEGO RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARUNKACH TRANSFORMACJI

**Streszczenie.** Artykuł analizuje etapy powstawania i etapy tworzenia rynku papierów wartościowych w Europie. Analizie poddano główne etapy procesu prywatyzacji przemysłu węglowego na Ukrainie, zbadano podstawowe typy rynków papierów wartościowych i ich uwarunkowania przestrzenne, informacyjne i technologiczne. Opisano podstawowe obszary stosowania innowacyjnych technik zarządzania niestandardowym rozwojem infrastruktury rynku akcji.

**Słowa kluczowe:** poziom innowacyjności: mega, makro, mezo i mikro; rynek papierów wartościowych.

## INNOVATIONS AND FRAGMENTATION OF THE UKRAINIAN STOCK MARKET IN THE TRANSFORMATION CONDITIONS

**Summary.** The article examines the stages of formation and milestones of monocentric stock markets formation in Europe. The main stages of the privatization process in Ukraine as the foundation infrastructure of the stock market are analyzed. The basic types of fragmentation stock market infrastructure: spatial, informational, technological are studied. The basics fields of application of innovative management techniques nonstandard infrastructure development of the stock market are described.

**Keywords:** Levels of innovation: mega, macro, meso and micro; stock market czcionka.

В современном теоретическом понимании финансовые рынки это механизм торговли финансовыми активами, обязательными атрибутами которого являются четкие правила торговли, наличие профессиональных участников рынка и развитой

рыночной инфраструктуры, обеспечивающей минимальные затраты и максимальную надежность совершения сделок. В свою очередь функционирование инфраструктуры рынка обусловлено теми функциями, целями и задачами, на решение которых ориентирован сам рынок. Исходя из вышеизложенного, инфраструктура рынка ценных бумаг является механизмом реализации функций самого рынка, в том числе и одной из самых важных: превращения сбережений населения в инвестиционный капитал.

В условиях интеграции рынка ценных бумаг Украины в мирохозяйственный кругооборот капитала происходит становление новых и модернизация имеющихся элементов фондовой инфраструктуры. Отсутствие надлежащей инфраструктуры и трудности с воспроизведением условий для сбалансирования спроса и предложения приводит к ошибочному ценообразованию на фондовые активы рынка.

Впрочем, ряд теоретических и практических вопросов формирования и развития инфраструктуры рынка ценных бумаг остаются недостаточно разработанными. В частности имеет место неполнота исследования причин становления фрагментарной инфраструктуры фондового рынка Украины, поверхностное определение роли инноваций в решении данной проблемы. Также при имеющемся членстве Украины в ВТО и постепенной активизации трансграничной торговли ценными бумагами требуют углубленного изучения возможности интеграции отечественной и зарубежной инфраструктуры рынка ценных бумаг. На сегодня синхронизация условий осуществления торговых операций с ценными бумагами в разных странах крайне необходима для обеспечения прозрачности национальных и глобальных рынков капитала.

Исходя из поставленной задачи интеграции и кооперации Украины с Европейским союзом, необходимо не только синхронизировать законодательную базу, но и адаптировать условия и принципы функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг. Вследствие того, что большинство стран Западной Европы прошли длительный и постепенный путь формирования фондового рынка и его инфраструктуры, были выработаны ориентиры и практические рекомендации и для Украины, которой этот путь необходимо пройти за несколько десятилетий.

Рынок ценных бумаг Западной Европы отличается не только высокой динамикой развития, но и целой волной слияний и попыток поглощений фондовых бирж, основных элементов инфраструктуры данного региона.

Организованный фондовый рынок Великобритании представлен в настоящее время классической биржей - Лондонской (ЛФБ) и торговой системой, получившей статус биржи - Tradepoint. Однако в течение длительного отрезка времени было довольно много других бирж на территории страны, постепенно слились с ЛФБ. Этот процесс можно представить на рис. 1.

Французский рынок ценных бумаг также прошел достаточно длительный путь формирования. Если говорить о биржевом сегменте, то изначально было 8 бирж (биржа

в Тулузе закрылась в 1967 г.), постепенно превратились в региональные представительства одной биржи (см. рис 2).

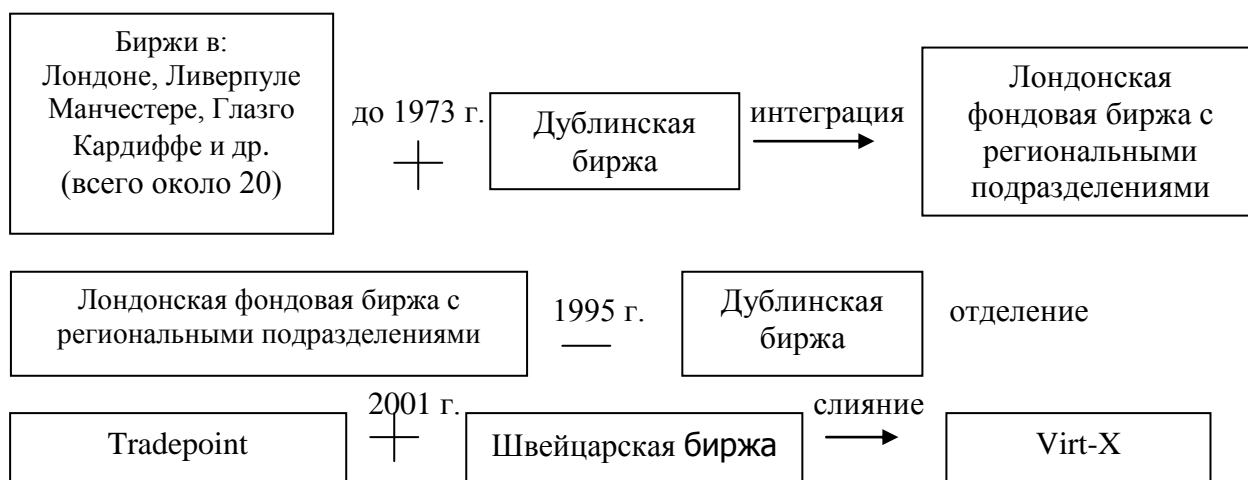


Рис. 1. Эволюция развития британских фондовых бирж  
Fig. 1. Evolution of the British development of stock exchanges

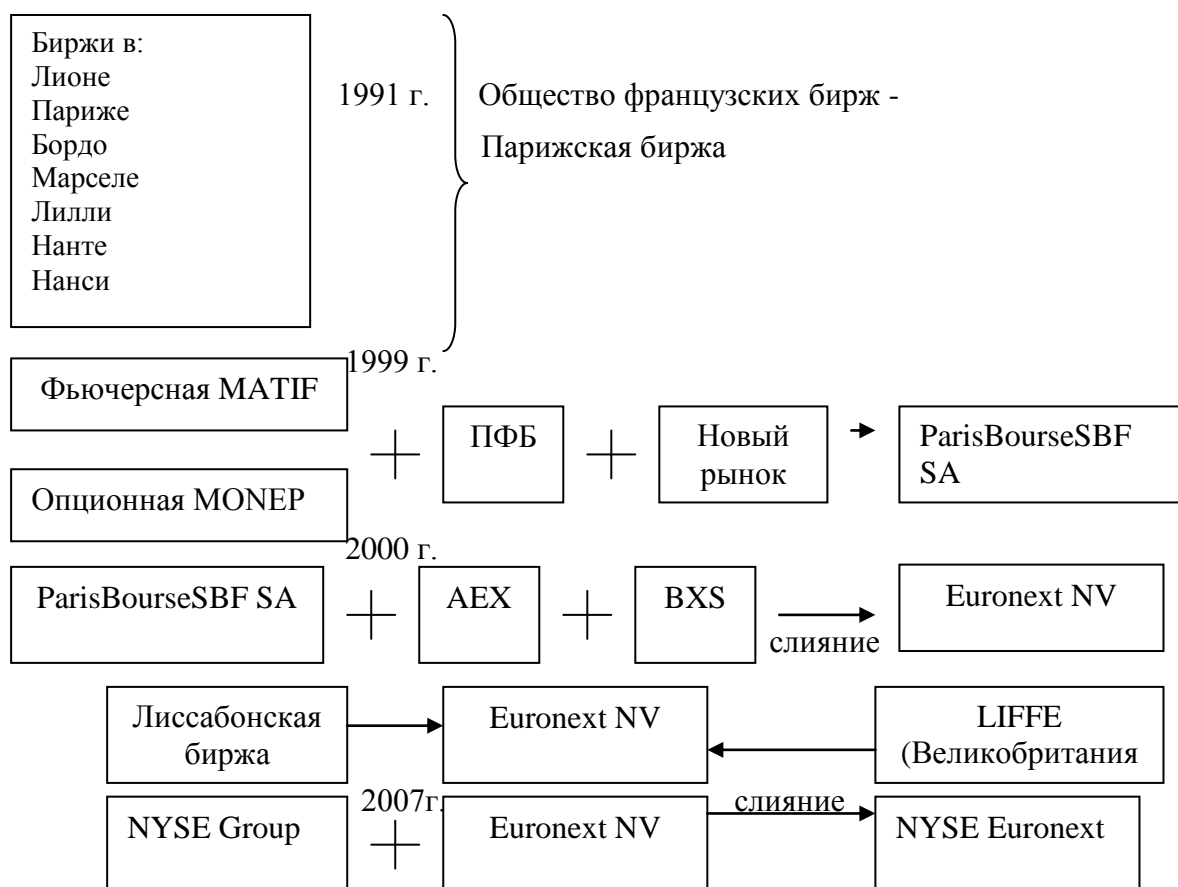


Рис. 2. Эволюция развития французских и международных фондовых бирж  
Fig. 2. Evolution and Development of French international stock exchanges

В результате началась интеграция и модернизация финансовых институтов, переход на электронные торги и введение новых инструментов.

Биржевой сектор инфраструктуры Германии представлен восемью фондовыми биржами, что обусловлено государственным устройством страны и достаточно большой независимостью ее территориально-административных земель. После Второй мировой войны ведущими фондовыми биржами были Франкфуртская и Дюссельдорфская, на них приходилось 46% и 34% оборота всех операций страны соответственно [6]. Эволюцию биржевого сектора можно представить такой таблицей (см. таблицу 1).

Таблица 1

Эволюция биржевого сектора Германии

Количество бирж	Период
29	Конец XIX в.
21	После 1920-х гг.
9	Приход нацистов
8	2004 г.

В настоящее время все ожидают объединение Deutsche Börse и NYSE Euronext, которое усложняется не поведением акционеров, а решением Европейской Комиссии, которая считает, что такое объединение бирж приведет к ограничению конкуренции.

Таки образом мы наблюдаем формирование моноцентричной и монолитной инфраструктуры фондового рынка ведущих странах Западной Европы. Такая же ситуация наблюдается и в Австрии, Польше, Чехии и т.д. Проанализируем путь формирования инфраструктуры фондового рынка Украины.

Украина пошла по пути обвальной приватизации в условиях кризиса. Руководство страны было перед выбором: или медленная приватизация с индивидуальной подготовкой каждого объекта, или быстрая с передачей всех забот о работе предприятия и погашение его долгов новому владельцу. В результате выбора модели приватизации с быстрой передачей прав собственности основной ее целью на первых этапах стало максимально быстрое формирование негосударственной собственности в производственном секторе. В общем, приватизацию можно разделить на следующие этапы.

**I этап (1992-1994 гг.)** характеризовался тем, что приватизационные ценные бумаги - имущественные сертификаты - существовали в виде депозитных счетов, а ведущее место занимала аренда государственных предприятий с последующим выкупом. Аренда оказалась адекватной первому этапу рыночных преобразований формой разгосударствления и приватизации и получила широкое распространение. Также широкое распространение получило создание ЗАО и ООО, следствием чего стало отсутствие в свободной продаже акций предприятий. Инфраструктурные элементы

практически отсутствовали, в 1991 г. создаётся первая фондовая биржа УФБ. Такие условия ограничивали доступ к приватизации различных объектов посторонним лицам, в том числе и иностранным инвесторам. В результате экономическая власть перешла к инсайдерам (сначала - до директоров предприятий и объединений, позже и к трудовому коллективу), что стало первой характерной чертой формирования украинской модели.

**II этап (1995-1999 гг.)** характеризовался введением имеющихся именных приватизационных имущественных сертификатов, использованием в качестве средства платежа за объекты приватизации также имеющихся компенсационных сертификатов, выдаваемых гражданам в качестве компенсации за обесценивание денежных сбережений. В законодательном порядке запрещалось свободное обращение, продажу или другое отчуждение приватизационных бумаг, что ограничивало участие в приватизации профессиональных участников. Работа финансовых посредников на рынке приватизационных бумаг заведомо осуществлялась с нарушением законодательства. Но главной особенностью была продажа акций приватизированных предприятий физическим и юридическим лицам с помощью созданной системы сертификатных аукционов; также применялся метод аккумуляирования ПИФов через инвестиционные фонды и компании, покупали у граждан приватизационные сертификаты в обмен на свои инвестиционные сертификаты. Активную роль в скупке акций у населения играли коммерческие банки и «карманные» торговцы ценными бумагами. Создаётся большинство современных украинских бирж.

**III этап (2000-настоящее время)** - преимущественно в индивидуальной денежной форме. Индивидуальная приватизация предполагает, что целью продажи целостных имущественных комплексов или пакетов акций предприятий группы Г (предприятия-монополисты и предприятия, имеющие стратегическое значение для экономики и безопасности государства) является концентрация капитала и обеспечения эффективного функционирования предприятия в послеприватизационный период. Перераспределение прав собственности осуществляется с целью создания вертикально-интегрированных структур с законченным циклом производства (в металлургии, машиностроении, нефтепереработке и химической промышленности) и формирование монополий путем горизонтальной интеграции (в энергетике). Этот процесс сопровождается нарушением прав акционеров со стороны менеджмента компаний и корпоративными конфликтами. Также происходит так называемая "теневая" приватизация с помощью искусственного банкротства предприятий; обращений кредиторов с иском в суд для отчуждения имущества государственных предприятий; наложение ареста налоговыми органами и продажи активов госпредприятия по заниженным ценам и т.п. [1]

В настоящее время в Украине действуют 10 фондовых бирж, расположенных в Киеве, Николаеве и Днепропетровске: Фондовая биржа ПФТС; Киевская

Международная Фондовая Биржа (КМФБ); Украинская Фондовая Биржа (УФБ); Украинская Межбанковская Валютная Биржа (УМВБ); Фондовая Биржа «ИННЕКС»; Приднепровская Фондовая биржа (ПФБ); Украинская международная фондовая биржа (УМФБ); Фондовая биржа «Перспектива»; Восточно-Европейская Фондовая биржа (ВЕФБ); Украинская Биржа (УБ). При этом по данным НКБЦФР за 4 месяца 20142 года значимая активность наблюдалась всего на двух фондовых биржах: ФБ «Перспектива» - 76,12% и ПФТС - 17,82% [4].

Таким образом, можно утверждать, что на украинском фондовом рынке наблюдается устойчивая пространственная фрагментарность. Она выражается в неравномерном распределении элементов инфраструктуры фондового рынка в пространстве, усложнённом отсутствием устойчивых взаимосвязей между ними. В результате появляются достаточно изолированные фондовые центры, в которых концентрируется торговая, эмиссионная, брокерская и т.д. виды деятельности. Состояние пространственной фрагментарности приводит к ограниченному доступу потенциальных инвесторов и эмитентов на организованный фондовый рынок, доминирование неорганизованного сегмента.

Неполнота взаимодействия спроса и предложения выражается в снижении ликвидности каждого фондового центра отдельно в зависимости от политических и индивидуальных условий. Так, можно утверждать, что в 1997-2001 гг. при активной поддержке со стороны Министерства финансов лидирующие позиции занимала УМВБ (от 20 до 93% рынка). В начале 2000-х гг. лидерство перешло к ПФТС, которая также концентрировала до 90% операций. В 2009-2011 гг. наблюдался активный рост доли рынка УБ до 26,96% в 2011 г., созданной РТС, однако столь бурный рост прекратился сначала по причине смены вектора и приоритетов развития ММВБ и инвестирования в ПФТС, а в 2014 г. доля УБ в размере 1,75% показывает намерения отказаться от этого бизнеса [4].

Рынок сужается в размерах и не может расти или без «перетягивания» участников со стороны других фондовых центров, или без притока иностранных инвестиций. Неликвидный рынок не в состоянии удовлетворить потребности эмитентов в «дешёвом» привлечении капитала. Фрагментарность ограничивает свободу перемещения денежных ресурсов и ценных бумаг, оказывает негативное влияние на ликвидность рынка. Существование относительно изолированных фондовых центров не может гарантировать участникам, что их заявки будут выполнены по лучшей цене, доступной на рынке в данный момент, даже при техническом соблюдении принципов приоритета цены и времени.

Пространственная фрагментарность порождает фрагментарность информационную, т.к. фондовые биржи, являясь одновременно элементами и торгово-организационной, и информационной инфраструктур, должны обеспечивать непрерывное

информационное обеспечение рынка и его участников. В результате происходит искажение информационных потоков, которое проявляется как:

- 1) использование биржевых механизмов для осуществления договорных сделок и манипулирования ценами;
- 2) реальные сделки декларируются по договорным ценам минуя рыночный механизм и не находят отражения в индикаторах фондового рынка.

Информационная фрагментарность закрепляет преимущества информированных инвесторов перед неосведомлёнными, что выражается в преобладании на рынке спекулятивных игроков, не мотивированных к развитию рынка ценных бумаг и ориентированных на работу с ценными бумагами небольшой группы хорошо известных эмитентов. Таким образом, фрагментарность связана с нарушением критериев справедливого ценообразования, как следствие возникло отделения рынка ценных бумаг от потребностей реального сектора.

Информационная фрагментарность усложняется технологической, которая проявляется в Украине не столько технологической обособленностью, сколько технической отсталостью. Кроме того, ситуация усложняется отсутствием реальных механизмов международной торговли ценными бумагами по причине сложного механизма учёта прав собственности на именные ценные бумаги и практическое бездействие Национального депозитария Украины.

Рынок в условиях фрагментарности представляет собой неустойчивое, волантильное образование, гиперчувствительное к малейшим притокам и оттокам капитала как изнутри (между фондовыми центрами), так и снаружи (между фондовыми центрами и зарубежными финансовыми системами). Это провоцирует доминирование внебиржевого рынка (до 87% в 2012 г.), построенного на двусторонних договоренностях участников, нарушает объективность рыночной оценки стоимости бизнеса компаний, затрудняет переход предприятий в руки эффективных собственников. [5]

В таких условиях необходимо применение нестандартных инновационных методов управления развитием инфраструктуры фондового рынка. Считается, что для формирования новых направлений институционального развития необходимо применять следующие инновации институтов:

- создание новых институтов обеспечения алокационной эффективности рынка, т.е. распределения ресурсов;
- создание новых формальных и неформальных институтов снижения транзакционных издержек;
- формирование новых инструментов и механизмов приспособления экономических субъектов к действующей институциональной системе, т.е. адаптивно - эффективных и инструментальных институтов;

- выравнивание норм деятельности государственных и рыночных институтов на основе неперсонифицированных законов;
- создание новых регулятивных институтов, которые согласовывают действия других институтов различного типа: рыночных и нерыночных, формальных и неформальных, базовых и дополнительных, инструментальных, институтов снижения затрат трансакций и выполнения обязательств;
- создание равных институциональных условий для экономических субъектов разного типа: государства, рыночных и нерыночных типов организации, компаний и частных лиц;
- создание институциональных условий снижения рисков недобросовестного поведения и информационной асимметрии [3].

Внедрение инноваций в условиях жёсткого дефицита инвестиционных ресурсов обычно осуществляется за счёт технико-материальной помощи международных организаций или интеграции в трансграничные институции. Т.к. в самом начале своей независимости Украина уже получила помощь при создании организационного фундамента фондового рынка, в нынешних условиях остаётся вариант интеграции.

Также следует отметить, что предлагаемые инновационные методы реформирования инфраструктуры фондового рынка не являются инновациями в полном понимании для стран с развитой экономикой, которые прошли все указанные стадии развития ещё в XX веке. Проанализируем основные модели трансформации инфраструктуры фондового рынка Украины.

1. Горизонтальная консолидация предполагает объединение организаторов торговли ценными бумагами, реализуется в форме мультинациональных биржевых объединений. Наиболее успешным примером горизонтальной интеграции фондовых площадок стало создание в 2000 году биржи Euronext, которая стала первой интернациональной биржей в мире, члены которой полностью интегрированы, а рынки преобразованы в единую систему. Это позволило достичь высоких показателей ее функционирования и устойчивость в кризисном периоде благодаря широкой диверсификации инструментов.
2. Путем внутренней интеграции фондовых бирж Украины может стать их вертикальная интеграция, где в рамках единой инфраструктуры происходит объединение различных типов деятельности. В рамках вертикальной интеграции фондовые рынки объединяют как трейдинговые, так и посттрейдинговые операции, даёт биржам возможность укрепить контроль над всей торговой цепочкой и снизить операционные расходы. Примером может служить такой вид вертикальной интеграции как Немецкая биржа, Итальянская биржа, объединенная группа Испанских бирж, транснациональная группа OMX. Как правило, противниками создания вертикально интегрированных биржевых структур выступают крупные инвестиционные банки, по мнению менеджмента которых



стоимость трансграничных расчетов по операциям с ценными бумагами в рамках интегрированных структур является в несколько раз выше, чем на национальных рынках.

3. Уже более 10 лет существует идея интеграции фондовых бирж в Единую биржевую фондовую систему Украины (в дальнейшем ЕБФСУ) и внесения изменений в законодательство страны с целью устранения ряда недостатков и существенного повышения роли организованного рынка ценных бумаг в экономике. На практике четыре фондовые биржи - Донецкая, Крымская, Приднепровская и Украинская международная - объединились в конце 2001 г. в Ассоциацию украинских фондовых бирж (АУФБ), однако, дальше этот процесс остановился.

Считается, что основные инновации на рынке финансовых инструментов возникают или как следствие решения ряда конкретных проблем, или как закономерный результат эволюции финансового рынка в целом.

Таким образом, выделим уровни внедрения инноваций для развития инфраструктуры фондового рынка:

- мегаэкономические инновации: поиски зарубежных инвесторов для развития и технологической модернизации национальной фондовой биржи на условиях паритетности участия и невозможности концентрации контрольного пакета акций;
- макроэкономические инновации: изменения в нормативные акты касательно требований к организаторам биржевой торговли, устранения фрагментарности депозитарной системы;
- мезоэкономические инновации: создание широкой сети терминалов удалённого доступа к бирже и региональных центров технического обслуживания на базе коммерческих банков;
- микроэкономические инновации: концентрация брокерских услуг в коммерческих банках для построения полноценной континентальной модели финансового рынка.

Необходимо объединение усилий всех участников рынка ценных бумаг для коренного повышения качества услуг и расширения технологических возможностей фондовых бирж с целью обеспечения их привлекательности для эмитентов ценных бумаг и создание максимальных удобств для операторов фондового рынка. Стратегическим направлением решения указанной выше задачи является интеграция фондовых бирж в единую биржевую фондовую систему Украины.

Основной проблемой внедрения инноваций для преодоления фрагментарности инфраструктуры является объективная необходимость инициации преобразований самими участниками рынка. Одним из мероприятий, которое сможет простимулировать объединение, является внедрение строгой системы лицензирования деятельности по организации биржевой торговли, которая привела бы к уменьшению количества

организаторов торговли за счет прекращения деятельности небольших бирж. Однако данный процесс может затянуться на многие годы.

## Библиографія

1. Козлов Н. Б.: Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах / Н.Б. Козлов – М.: ИМЭПИ РАН, 2002, с. 316 .
2. Назарчук М.І.: Стратегія розвитку фондових бірж у системі реформування економіки України: Автореф. дис. канд. екон. наук: 08.02.03 / М.І. Назарчук ; НАН України. Ін-т економіки пром-сті, Донецьк, 2003, с. 20.
3. Нікончук В.В.: Фондовий ринок у системі інституціональних інновацій глобалізованого фінансового ринку // Актуальні проблеми економіки, 2012, № 4 (130), с. 253-258.
4. Річні звіти НКЦПФР [Електронний ресурс] // Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
5. Тормозова Т.В.: Фрагментарность рынка ценных бумаг // Вестник Финансовой академии, М., 2003, №3.
6. The World Federation of Exchanges [Электронный ресурс], Режим доступа: <http://www.world-exchanges.org>

## Abstract

The article examines the stages of formation and milestones of monocentric stock markets formation in Europe. The basic transformation model of the Ukrainian stock market infrastructure: horizontal consolidation, internal vertical integration, integration of stock exchanges in a single exchange stock system of Ukraine are proposed.