

УДК 336.761

**Ковальова О.М.**

кандидат економічних наук,  
викладач кафедри фінансового менеджменту  
та фондового ринку  
Одеського національного економічного університету

## ІНСТИТУЦІЙНІ АСПЕКТИ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

У статті розглянуто лістингові вимоги до цінних паперів на фондовому ринку України та провідних світових біржах. Визначено основні проблеми та тенденції капіталізації національного фондового ринку. Особливу увагу приділено діяльності макрорегулятора в контексті порівняння запланованих та досягнутих результатів розвитку фондового ринку відповідно до стратегічних програмних документів.

**Ключові слова:** лістинг, цінний папір, фондовий ринок, індекс, біржа, емітент, капіталізація.

### Ковалева Е.Н. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ

В статье рассмотрены листинговые требования к ценным бумагам на фондовом рынке Украине и на ведущих мировых биржах. Определены основные проблемы и тенденции капитализации национального фондового рынка. Особое внимание уделено деятельности макрорегулятора в контексте сравнения запланированных и достигнутых результатов развития фондового рынка в соответствии со стратегическими программными документами.

**Ключевые слова:** листинг, ценная бумага, фондовый рынок, индекс, биржа, эмитент, капитализация.

### Kovalova O.N. INSTITUTIONAL ASPECTS OF THE UKRAINIAN STOCK MARKET DEVELOPMENT

Listing requirements to securities on the Ukrainian and international stock market are reviewed in the article. Main problems and tendencies of capitalization of the national stock market are determined. Special attention is paid to the activity of the macro-regulator in the context of a comparison of planned and achieved results of the stock market in accordance with the strategic policy documents.

**Keywords:** listing, security, stock market, index, stock exchange, issuer, capitalization.

**Постановка проблеми.** В умовах необхідності активізації інвестиційних процесів з метою поживлення економіки та забезпечення сталого економічного розвитку відповідно до програми «Стратегія реформ-2020» акцент має бути зроблено на формуванні конкурентоспроможного національного фондового ринку, що в першу чергу вимагає плідної праці з інституційними засадами його функціонування. Фондовий ринок опосередковує акумуляцію значних обсягів фінансових ресурсів у рамках розвинутих економічних систем, головним чином, за допомогою його організованого біржового сегменту. Україні наразі не присвоєний статус фінансового ринку за класифікацією міжнародного індексного агентства FTSE з огляду на невідповідність фондового ринку України критеріям відкритості та прозорості реформ, недосконалої системи регулювання переміщення ресурсів. Перспективне отримання статусу Advanced Emerging у 2020 р. вимагає розгляду поточного стану фондового ринку та визначальних його категорій, а саме лістингу, капіталізації та існуючих поточних трендів розвитку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретичним та практичним проблемам становлення національного фондового ринку та питанню лістингу присвячені наукові праці таких вчених, як Шишков С.Є. [1], який досліджує актуальні питання трансформації лістингових вимог; Шкодіна І.В. [2], яка розглядає діяльність учасників на фондовому ринку України в умовах невизначеності; Щербина А.Г. [3], який проводить аналіз тенденцій біржової торгівлі.

**Мета статті** полягає в аналізі сучасних критеріїв лістингу та наданні оцінки державній підтримці розвитку фондового ринку.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Місце фондового ринку в структурі фінансового ринку України актуалізується в останні роки, урахувавши складність залучення грошових коштів через традиційні кредитно-грошові механізми, що обумовлено залученням ресурсів в більш вигідними умовами

у порівнянні з банківським кредитуванням, довгостроковий характер та умови забезпеченості позики. За даних обставин розгляду вимагає існуюча система акредитації цінних паперів – лістинг, до переваг якого відноситься зростання престижу компанії перед інвесторами та мінімізація вимог при отриманні кредиту.

Лістингові вимоги до цінних паперів в Україні встановлюються на нормативно-законодавчому рівні згідно з Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» № 1688 від 22.11.2012 р.

В останні роки простежується тенденція зростання нормативного рівня лістингових критеріїв за рядом показників:

- строку існування емітента;
- обсягу власного капіталу;
- річного чистого доходу від реалізації товарів, робіт та послуг;
- середнього значення ринкової капіталізації емітента (табл. 1).

Утім, як зазначає Шишков С.Є., «підвищена жорсткість критеріїв лістингу на біржах ринків, що розвиваються, далеко не завжди означає високу ефективність цих критеріїв» [1]. Як результат, в Україні існує кореляційна залежність між капіталізацією фондового ринку та станом справ найбільших монопольних підприємств певних галузей національного господарства.

Позитивним знаком є запровадження вимог до мінімального рівня free-float (FtF) – не менше 25%, який істотним чином впливає на збільшення ліквідності цінних паперів і, як наслідок, на зниження рівня ризиків інвесторів, адже відомо, що чим більшою є кількість акцій у вільному продажі, тим нижчим є ризик спекулятивних маніпуляцій та вірогідність неочікуваної зміни ціни.

Доцільно здійснити порівняльну характеристику законодавчо визначеного нормативу з існую-

чим на ринку поточним станом рівня FtF за акціями – «голубими фішками», які входять до складу індексів, що розраховуються трьома найбільшими за обсягами торгівлі фондовими біржами України – «Перспектива», «ПФТС», «Українська біржа».

У складі Індексу українських акцій фондової біржі «Перспектива» (Індекс UA-EIV) [5] на 26 січня 2016 р. лише одна з десяти компаній – ПАТ «МОТОР СІЧ» – відповідає заявленій вимозі (66,93%). Порівнюючи нормативні вимоги з кошиком Індексу ПФТС, доцільно зазначити відсутність компаній, що задовольняють даному критерію (максимальне значення FtF дорівнює 21,71% – «Центрэнерго», середнє значення за двадцятьма компаніями індексу – 7,07%). Аналогічна ситуація склалась з Індексом українських акцій «Української фондової біржі» (середнє значення – 9,3% за десятьма компаніями індексного кошика). Отже, невідповідність нормативним вимогам не дозволяє рекомендувати інвесторам визначені інвестиційні інструменти у зв'язку з недостатньою ліквідністю та суттєвими ризиками згідно з рівнем free-float.

Надаючи оцінку Індексу українських аграрних компаній (UXagro), зазначимо, що п'ять із семи компаній відповідають значенню у 25 та більше відсотків, а саме: агропромхолдинг «АСТАРТА-Київ» (37%), агропромислова компанія Kernel (61%), «Індустріальна молочна компанія» (31%), «Миронівський Хлібопродукт» (34%), ТОВ «ОВОСТАР» (29%) [6]. Особливо наголосимо, що компанії агросектору лідирують і за обсягами IPO серед українських емітентів на міжнародних фондових біржах (WSE, LSE). Європейський вектор розміщення, зокрема Варшавська фондова біржа, обирався до 2012 р. через відносно незначну плату за розміщення цінних паперів (8–10% від усього обсягу випуску). Але в останні

роки має місце тенденція перенасичення європейських фондових площадок українськими аграріями, що спонукає їх розглядати азійські фондові біржі. Необхідно акцентувати увагу на більш високих вимогах до емітентів на Гонконгській фондовій біржі (HKEX) разом з більшою платою консультантам. Утім, згідно зі стратегічним планом розвитку НКЕХ на 2016–2018 рр. [7], передбачений курс на створення більш ефективної платформи доступу до первинного розміщення цінних паперів та лістингу, що передбачає ретельну роботу біржі над даними процесами задля залучення до співпраці іноземних компаній (удосконалення кваліфікаційних вимог лістингу, випуск депозитарних розписок).

Розвиток торгівлі цінними паперами на організованому фондовому ринку в Україні ускладнюється значною кількістю функціонуючих фондових бірж, кожній з яких притаманна власна система правил проведення торгів, процедур допуску учасників, розрахунків фондових індексів. Зростання капіталізації фондового ринку України можливо лише за умови взяття курсу на концентрацію біржового сегменту, переходу до моноцентричної біржової системи.

Аналіз складу індексних кошиків ПФТС, Індексу українських акцій (Індекс UA-EIV) фондової біржі «Перспектива» та Індексу українських акцій (UX) «Української фондової біржі» (рис. 1), дав змогу дійти висновку щодо галузевої належності найбільш впливових та крупних компаній секторів машинобудування, металургії, енергетичної та нафтогазової сфери.

Структура найвпливовіших фондових індексів України демонструє акумуляцію та концентрацію фінансових ресурсів навколо галузей національної економіки, що представляють третій та четвертий технологічні уклади. Актуальний склад, на жаль,

Таблиця 1

Вимоги до лістингу акцій компанії емітента

Критерій	2012 рік		2015 рік	
	Першого рівня	Другого рівня	Першого рівня	Другого рівня
Строк існування	≥ 3років	≥ 3 місяців	≥ 5 років	≥ 3 років
Власний капітал	≥ 100 млн. грн.	≥50 млн. грн.	≥1 млрд. грн.	≥400 млн. грн.
Річний чистий дохід за останній фінансовий рік	≥100 млн. грн.	–	≥1 млрд. грн. (крім банків)	≥400 млн. грн.
Середнє значення ринкової капіталізації	≥100 млн. грн.	≥50 млн. грн.	≥1 млрд. грн.	≥100 млн. грн.
Мінімальна частка акцій у вільному обігу	≥ 15%	–	≥25%	≥10%
Кількісний склад акціонерів емітента	≥ 500 акціонерів	–	≥500 акціонерів	≥200 акціонерів
Критерій ліквідності	За кожен з останніх шести місяців з цінними паперами укладалось та виконувалось не менше 100 біржових контрактів	За кожен з останніх трьох місяців з цінними паперами укладалось та виконувалось не менше 10 біржових контрактів	Емітент уклав договір з маркет-мейкером про підтримку ліквідності акцій	–
Наявність біржового курсу	Не рідше одного разу на два тижні	Не рідше одного разу на місяць	–	–
Фінансовий результат	Відсутність збитків в емітента за підсумками двох останніх фінансових років	–	–	–
Інформаційна прозорість	–	–	Розкриття фінансових звітів укр. та англ. мовами; щорічна незалежна аудиторська перевірка (не менше 3 р.)	Щорічна аудиторська перевірка відповідно до міжнародних стандартів незалежним зовнішнім аудитором (не менше 2 р.)
	–	–	Дотримання принципів корпоративного управління та МСФО	

Джерело: складено автором за даними [4]

віддзеркалює економічні реалії відсталості економічної системи. Економічний підхід можливий за умови зміни інвестиційних пріоритетів та підтримки інноваційного прориву у тредових та прибуткових сферах.

Так, порівнюючи фондовий ринок України зі світовим, доцільно відзначити превалювання на останньому цінних паперів високотехнологічних компаній. Згідно з дослідженням Forbes Україна, «у поточний момент перші чотири місця повністю належать технологічним компаніям Alphabet, Apple, Microsoft и Facebook» [9]. Зниження прибутку у нафтогазовій сфері за рахунок спаду цін за рік практично в два рази на нафту еталонних марок Brent витіснив Exxon Mobile з рейтингу найдорожчих світових компаній.

Надаючи оцінку українським компаніям, слід зазначити, що однією з визначальних проблем фондового ринку України є закритість та обмеженість доступу до фінансової звітності підприємств через недостатні вимоги до інформаційної прозорості емітента. В умовах євроінтеграції України особливий акцент здійснюється на відповідність нормативно-

законодавчої бази та стандартів діяльності українських емітентів загальноприйнятим міжнародним критеріям. Так, згідно з принципами, що висуваються до діяльності емітента наднаціональним органом регулювання – Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO), компанії мають дотримуватись наступних правил [10]: повна та своєчасна інформація має бути надана емітентом з огляду на її можливий вплив на його інвестиційну стратегію; на справедливій та рівноправній основі здійснюється побудова системи відносин між акціонерами в компанії; стандарти бухгалтерського обліку та аудиту повинні знаходитись на високому рівні, що відповідає міжнародним викликам.

Перепоною виконання даних принципів в українських реаліях є непрозорість як з огляду індивідуального характеру інвестицій компаній, так і з домінуванням тіньового сектору економіки, а також використанням існуючих організаційно-правових форм, у т. ч. інституційних інвесторів – венчурних фондів задля оптимізації оподаткування крупних фінансово-промислових холдингів. Наявна ситуація

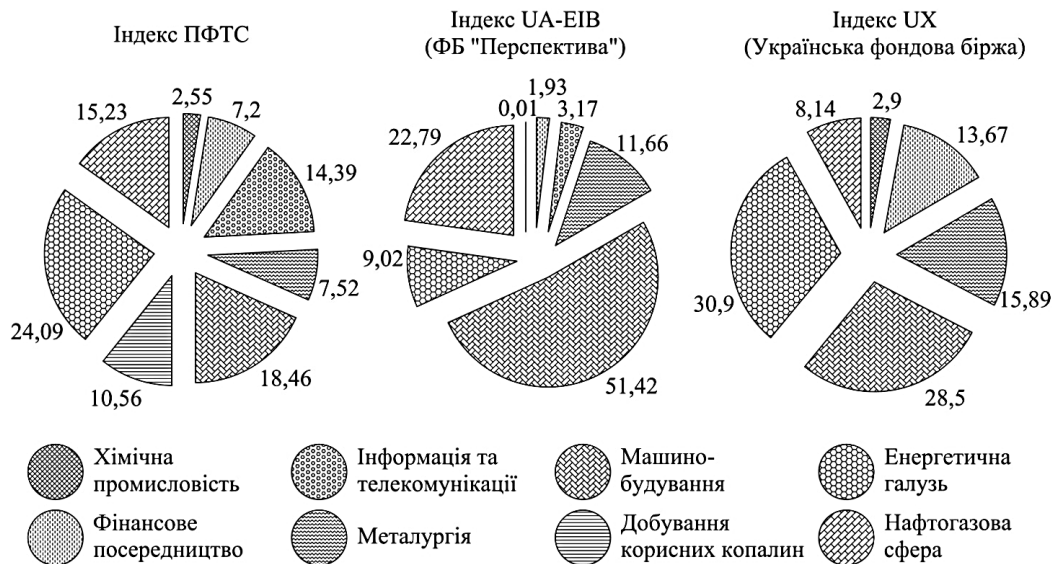


Рис. 1. Галузева структура індексних кошиків ПФТС, UA-EIB та UX

Джерело: складено автором за даними [5; 6; 8]

Таблиця 2

Порівняння завдань та результатів виконання Програм розвитку фондового ринку України, затверджених НКЦПФР

Показник ефективності	Заплановано на 2012–2014 рр.	Фактично виконано	Заплановано на 2015–2017 рр.
1. Залучення грошових коштів у цінні папери, у т. ч. інвестицій	100 млрд. грн. у цінні папери, у т.ч. як інвестиції – не менше як 75 млрд. грн.	142,03 млрд. грн., у т. ч. як інвестиції – 141,77 млрд. грн. на кінець 2013 р.	Усунути адміністративні бар'єри доступу учасників фондового ринку до певних фінансових інструментів та лібералізувати регулятивні вимоги з метою забезпечення залучення широкого кола дрібних інвесторів. Стимулювання інвестицій та розвитку інституційних інвесторів
2. Капіталізація лістингових компаній	300 млрд. грн.	405,89 млрд. грн. на кінець III кварталу 2014 р.	Підвищення рівня показника капіталізації лістингових компаній України (у доларах США) та, відповідно, зайняття Україною 30-го місця замість 59-го місця зі 109 країн
3. Співвідношення капіталізації біржового ринку до ВВП	40%	21,43% на кінець 2013 р.	
4. Обсяги торгів цінними паперами на біржовому ринку	400 млрд. грн. на рік	473,71 млрд. грн. на кінець III кварталу 2014 р.	Переміщення України у рейтингу Світового банку з 61-го на 30-е місце зі 107 країн
5. Частка біржового ринку	20%	27,69% на кінець 2013 р.	Створення передумов поступової централізації національного біржового ринку, централізації ліквідності, переходу конкуренції в біржовому сегменті з локального рівня на міждержавний

Джерело: складено автором за даними [12]

приводить до зниження ступеня довіри до цінних паперів вітчизняних емітентів, що підсилюється певним чином недостатньою інформованістю населення про інвестиційні процеси на фондовому ринку. У даному сенсі не виконується одна з основних функцій фондового ринку – соціальна, що дозволяє отримувати додатковий прибуток населенню на фондовому ринку та формує повноцінний прошарок власників цінних паперів.

Згідно з програмним документом «Оцінка імплементації принципів IOSCO» Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (2013 р.) [11, с. 84], окреслене коло принципів не є впровадженим, окрім відповідності українських стандартів бухгалтерського обліку міжнародним. Реалізація останнього підтримується поданням емітентами річних фінансових звітів до НКЦПФР на регулярній основі відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності.

В останні роки активно проводиться робота макрорегулятора з впровадження заходів щодо розвитку фондового ринку, а саме прийняття Програми розвитку фондового ринку України на 2012–2014 рр. та підведення її підсумків, а також в умовах євроінтеграції – Програми розвитку фондового ринку України на 2015–2017 рр. «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання». Оцінка ефективності діяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку може бути надана скрізь призму показників співвідношення частки капіталізації лістингових компаній до ВВП країни, обсягів торгів цінними паперами на біржовому ринку, частки біржового ринку (табл. 2).

Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку були досягнуті заплановані рівні показників на 2014 р., окрім співвідношення капіталізації біржового ринку до ВВП. Даний показник напряму залежить від роботи над лістинговими критеріями до цінних паперів, які на даний момент в Україні відповідають високим стандартам до емітентів у розвинутих економічних системах. Отже, звідси виникає проблема розбіжності між загальноекономічною ситуацією в країні та якісними критеріями лістингу.

Для порівняння, станом на кінець 2012 р. співвідношення капіталізації біржового ринку до ВВП у Китаї становило 44,9%, у Франції – 69,8%, у Польщі – 36,3%, у Великобританії – 122,2%. Критерії допуску до лістингу в даних країнах відрізняються за своєю структурою від національних. Згідно з даними IPO центру PwC [13], на гонконгській фондовій біржі крім зазначених традиційних критеріїв висуваються вимоги до спадкоємності складу керівництва та наявності відповідного досвіду, наявності результатів аудиторського фінансово-економічного аналізу. На Лондонській фондовій біржі крім стандартних вимог до фінансового стану компанії, фінансової звітності за попередні періоди, процесу розкриття інформації додаються специфічні критерії щодо затвердження крупних контрактів, вимоги до права власності на активи впродовж трьох останніх років, звіт незалежного експерта-оцінювача, призначення спонсора.

**Висновки.** Проведене дослідження дало змогу простежити наявність проблем інституційного характеру у фондовому сегменті фінансового ринку України:

- Критеріям лістингу на разі відповідають лише «голубі фішки» компаній-емітентів, що представляють третій та четвертий технологічні уклади та

створюють, по-перше, підґрунтя для роботи макрорегулятора над розробкою заходів щодо збільшення капіталізації фондового ринку, по-друге, заходів щодо зміни інвестиційних пріоритетів.

- Де-юре відзначені шляхи до детінізації та розкриття інформації про діяльність емітентів, але де-факто принципи IOSCO знаходять своє вираження лише у поданні форм офіційної фінансової звітності до НКЦПФР.

- Поза увагою макрорегулятора залишається такий важливий показник оцінки функціонування ринку цінних паперів, як співвідношення капіталізації біржового ринку до ВВП, що вимагає удосконалення національних стандартів з урахуванням зарубіжного досвіду та проведення роботи щодо централізації організованого біржового ринку.

В умовах інтеграції України у світовий економічний простір, що прискорює модернізаційні процеси у економічній системі, доцільно здійснювати адаптацію світового досвіду розвитку фондового ринку та його інституційних аспектів до українських реалій. Можна зазначити необхідність розробки системи рекомендацій щодо зміни структури лістингових критеріїв відповідно до успішної практики світових фондових біржових площадок, що вимагає ретельного розгляду та являє перспективу подальшого наукового розвитку.

#### БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Шишков С.Є. Модернізація підходів до лістингових вимог в Україні з метою диверсифікації напрямів інвестування для інституціональних інвесторів / С.Є. Шишков [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fbp.com.ua/Doc/18062011.ppt/>.
2. Шкодін І.В. Інституційні проблеми функціонування фондового ринку України / І.В. Шкодін // Вісник університету банківської справи Національного банку України. – 2014. – № 1(19). – С. 52–57.
3. Щербина А.Г. Біржовий ринок фінансових інновацій в Україні / А.Г. Щербина [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://conference.nuos.edu.ua/catalog/files/lectures/6374.pdf/>.
4. Рішення НКЦПФР «Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж» станом на 22.11.2012 р. № 1688 / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12/>.
5. Офіційний сайт фондової біржі Перспектива [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://fbp.com.ua/>.
6. Офіційний сайт Української біржі [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ux.ua/>.
7. Офіційний сайт НКЕХ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.hkex.com.hk/eng/index.html>.
8. Офіційний сайт Першої фондової торговельної системи [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pfts.ua/>.
9. Alphabet стала самою дорогою компанією в мире [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forbes.ua/business/1410190-alphabet-stala-samoj-dorogoj-kompaniej-v-mire/>.
10. Objectives and Principles of Securities Regulation. – IOSCO. – 2003. – 68 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS\\_COPD154.pdf](http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOS_COPD154.pdf).
11. Оцінка імплементації принципів IOSCO / Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. – 2013. – 192 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://nssmc.gov.ua/user\\_files/content/70/1397821205.pdf](http://nssmc.gov.ua/user_files/content/70/1397821205.pdf).
12. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/>.
13. Успешный листинг на фондовой бирже / Публикация IPO-центра PwC «Содействие горнодобывающим компаниям в оценке их решений». – 2013. – 36 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://pwc.ua/com/ru/capital-markets/>.