

ІНФРАСТРУКТУРА ІНДУСТРІЇ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Сергій
Хоружий,**
науковий
консультант УІРФР,
член КЕР
ДКЦПФР,
член КЕР
Держфінпослуг

Як показує світовий досвід, для нормального функціонування економіки необхідні мобілізація, розподіл і перерозподіл фінансових ресурсів між її секторами. Мобілізація та розміщення цих ресурсів можуть бути виконані за допомогою бюджету, оскільки він мобілізує ресурси через податки і розміщує їх відповідно до потреб уряду або фінансового ринку, так як він має мобілізувати заощадження на добровільних засадах і надавати позики чи інвестиції, реагуючи на ринкову ситуацію. Сучасний рівень розвитку фінансового ринку в розвинених країнах обумовлюється, головним чином, рівнем накопичення фінансових ресурсів у суб'єктів фінансового ринку, господарськими традиціями, розмірами суспільного багатства держави і був сформований відповідно до таких критеріїв як відкритість, справедливість і необоротність. До непрофесійних суб'єктів фінансового ринку належать три групи: домогосподарства, комерційні підприємства, суб'єкти державного сектору. Для кожної з цих груп суб'єктів характерним є своє співвідношення джерел надходження фінансових ресурсів та напрямів їхнього використання.

Комерційні підприємства. В секторі власних джерел здебільшого недостатньо для розширеного відтворення, тому залишків невикористаних фінансових ресурсів, за сприятливих умов розвитку економіки, у комерційних підприємств менше, ніж потреб в цих ресурсах. За рахунок розміщення серед інших суб'єктів власних фінансових зобов'язань комерційні підприємства частково фінансують власні інвестиції і формують фінансові активи – кошти, отримані від комерційної діяльності, але тимчасово не використані в господарській діяльності, тому розміщені у фінансових інструментах (фінансових зобов'язаннях інших суб'єктів). За відсутності можливості ефективного самоінвестування частка залучених фінансових ресурсів у цьому секторі зменшується за рахунок надлишку невикористаних у власному обігу фінансових ресурсів, та збільшується частка фінансових активів, що розміщуються в фінансові зобов'язання інших суб'єктів.

Для успішного розвитку в ринковій економіці підприємства в своїй діяльності часто виступають споживачами фінансових активів. Якщо у підприємства (боржника) виникне бажання

залучити кошти іншої особи (кредитора), боржнику необхідно взяти на себе певні зобов'язання. Правові взаємовідносини кредитора і боржника оформляються договором. Як елемент зобов'язального права, договір підтверджує, з одного боку, одержання боржником коштів кредитора, а з іншого – зобов'язання боржника перед кредитором, – такі як: право кредитора на частку в майні боржника, право на участь у керуванні підприємством-боржником, право на одержання прибутку тощо. У разі, якщо у кредитора виникає бажання передати свій договір іншій особі, він не може буквально «продати договір». Цивільне право визначає принципи уступки кредитором та переводу боржником боргу. Для «продажу» укладеного договору кредитор переводить право вимоги на іншу особу шляхом укладання відповідного договору або переукладання старого договору у простій письмовій формі. Така операція потребує певного часу та коштів.

Вкрай низька «оборотність» договору саме і стала причиною появи цінних паперів (дослівний переклад німецького слова *weitrpapier*) – дискретного та

однакового фінансового інструменту¹ для інвесторів. З появою такого інструменту зобов'язальні права боржника (емітента цінних паперів) і кредитора (власника цінних паперів) набули майнової форми правовідносин. На відміну від конкретизації взаємовідносин між боржником і кредитором, яка закладається у договір, для цінного паперу характерна певна невизначеність сторони, якій адресуються зобов'язання емітента. Хто ставав власником цінного паперу, той отримував права, що засвідчені цінним папером. Це дозволило відокремити обіг цінних паперів, які представляли собою зобов'язання емітента, від самого емітента, а також зробити цей обіг більш вільним або публічним. Для цього у друкованому цінному папері були встановлені реквізити, що чітко встановлювали зобов'язання емітента перед власником цінного паперу. Саме такі цінні папери і сьогодні існують в багатьох країнах.

На відміну від договору цінний папір став об'єктом цивільно-правових відносин. Майновий характер цінного паперу дозволив спростити процедуру укладання та виконання інвесторами угод з цінними паперами, таких як договори купівлі, продажу, міни, дарування тощо. Цінні папери були віднесені до майна ще й тому, що історично вони існували у вигляді матеріального об'єкта, тобто друкувалися на папері. Із розвитком інформаційних технологій друковані цінні папери поступилися місцем електронним цінним «паперам» – документам, що підтверджують права власника цінного паперу і, так само як і паперові предтечі, засвідчують зобов'язання емітента. Отже, сьогодні цінні папери лише умовно є паперами.

В процесі обігу цінні папери виступають в якості товару або об'єкта для здійснення ринкових операцій. Поява або емісія цінних паперів обумовлена бажанням підприємства, організації або держави, які виступають в якості емітента цінних паперів, залучити тимчасово вільні кошти юридичних та фізичних осіб. Таких осіб, зазвичай,

називають інвесторами. Добровільно та на власний розсуд інвестори купують цінні папери певного емітента. Для емітента інвестором можна вважати лише першого покупця цінних паперів. Саме від першого покупця емітент отримує необхідні кошти. Ця операція емітента називається розміщенням цінних паперів (первинним розміщенням). Подальші операції інвесторів з цінними паперами називають обігом, або вторинним ринком. Від вторинного обігу цінних паперів емітент отримує лише моральне задоволення і впевненість, що його цінні папери користуються попитом. Така впевненість може зіграти важливу роль у разі появи у емітента бажання надалі випустити додаткові цінні папери. По закінченню розміщення від зміни цін на цінні папери виграють або програють інвестори. Щодо емітента, то такі зміни впливають лише на його імідж.

Емітента можна розглядати як виробника специфічного товару – цінних паперів. Суттєва відмінність цінних паперів від інших товарів полягає у тому, що вартість цінних паперів, навіть після розміщення, залежить від подальшої діяльності емітента. Вкладаючи кошти або, іншими словами, інвестуючи їх у цінні папери, інвестори розраховують отримати певні доходи. Такі доходи можуть надходити через виплати емітента (дивіденди, погашення облігацій тощо) або за рахунок різниці між ціною купівлі і ціною продажу цінних паперів. Ці прибутки мають бути не меншими, ніж прибуток, який інвестори можуть отримати в банківській установі від розміщення коштів у вигляді депозитного вкладу або від інвестиції коштів у будь-яку іншу підприємницьку діяльність.

Так само, як пересічний громадянин підтримує товаровиробника, коли обирає для себе на ринку товар, що влаштовує його за ціною і якістю, інвестори намагаються обумовити майбутню прибутковість підприємства. Чекання й оцінки інвесторів виражаються у вартості цінних паперів і, фактично, управляють інвестиціями.

¹ для чіткого вживання поняття «фінансовий інструмент» необхідне впровадження в Україні міжнародного стандарту класифікації фінансових інструментів (ISO 10962 – CFI), до якого Україна приєдналася у 1999 році, оскільки прийнята в Україні законодавча база не тільки не відповідає міжнародному стандарту, а і прямо йому суперечить.

Повна і зрозуміла інформація від емітента про його діяльність є підґрунтям для прийняття інвесторами рішення щодо інвестицій.

Інвестуючи кошти у цінні папери, інвестори виконують макроекономічну функцію перерозподілу капіталів від одних підприємств на користь інших, з їх точки зору, більш прибуткових підприємств або, навіть, на користь інших галузей економіки. Таким чином відбувається так зване ринкове саморегулювання. Керуючись прагматичними інтересами, інвестор забезпечує своїми коштами розвиток перспективних підприємств або окремих галузей економіки країни.

Отже, з одного боку, маємо емітентів цінних паперів, які бажають залучити кошти, а з іншого – інвесторів, які намагаються отримати певні доходи від інвестування своїх коштів у цінні папери. Простота зазначених вище мотивів у емітентів і інвесторів лише вдавана.

По-перше, з метою розширення виробництва, випуску нової продукції, заміни технологій або ж для іншої мети підприємство має декілька можливих шляхів залучення коштів. Для цього, наприклад, підприємство може реінвестувати у виробництво власний прибуток або отримати передплату коштів під випуск нової продукції, або отримати держзамовлення, або отримати субсидію від держави, або залучити кошти у вигляді так званих прямих інвестицій від одного з співвласників підприємства, або отримати кредит у банку, або – випустити цінні папери. Отже, цінні папери для підприємства – не єдиний шлях отримати бажані кошти. Підприємству-емітенту необхідно економічно обґрунтувати доцільність випуску цінних паперів. У країнах зі розвинутою економікою обрання підприємствами шляху «банківського кредиту» чи шляху «цінних паперів» залежить від економічного розрахунку витрат, пов'язаних із виплатами за користування залученими коштами або інвесторам або банку – позичальнику. Крім того, емітенту також треба визначити, які саме цінні папери слід випускати.

Світова практика не визначає, який шлях є кращим. Він залежить від специфіки підприємства, його іміджу, споживчих характеристик продукції підприємства, податкової політики і

банківських відсоткових ставок в країні, де знаходиться підприємство, та ряду інших макро- і мікропричин. Можна навести деякі якісні характеристики шляхів залучення коштів:

- нові підприємства частіше користуються банківським кредитом;
- у східноєвропейських країнах для залучення додаткових коштів підприємства, навіть акціонерні товариства, частіше випускають облігації;
- у країнах Північної Америки акціонерні товариства частіше випускають додаткові акції.

По-друге, для інвестування тимчасово вільних коштів інвестор має безліч шляхів. Він може створити нове підприємство або депонувати гроші у банк, або придбати будь-яке майно. А може взагалі нічого не робити з вільними коштами.

У країнах із розвинутою економікою та можливістю вільного переміщення капіталу існує відносний паритет прибутковості капіталовкладень. Утримувачі коштів постійно шукають напрямки вкладання фінансових ресурсів для одержання прибутку, вищого за паритетний. Вони можуть інвестувати через укладання певних договорів щодо продажу майна, позики, довгострокової оренди тощо. З огляду на мобільність сектору цінних паперів інвестиції все частіше реалізуються за допомогою операцій на ринках цінних паперів. Мобільного інвестора, який з метою розподілення (диверсифікації) ризиків вкладає кошти у невеликі пакети цінних паперів різних емітентів, називають «портфельним» або «інституційним». У якості портфельних інвесторів переважно виступають торговці цінними паперами, інвестиційні та пенсійні фонди. Інвестора, який має зацікавленість в управлінні акціонерним товариством і придбав необхідний для цього пакет акцій товариства (25% або 50% + 1 акція), називають «стратегічним» або «промисловим».

Проблема залучення іноземних інвестицій та коштів «внутрішніх» інвесторів в економіку країни за допомогою цінних паперів потребує в першу чергу визначити, що метою будь-якого інвестиційного проекту є економічний інтерес. Такий інтерес може бути обумовлений створенням в країні сприятливого інвестиційного клімату. Такий

клімат залежить від рівня загального економічного розвитку в державі, політичної стабільності, податкової політики, законодавчо встановленого і реального захисту прав інвесторів і таке інше. Від цього клімату залежить не тільки можливість реалізувати мету інвесторів отримати прибутки, а й не втратити гроші. Інвестиційний клімат також визначає, буде чи ні прибутковою діяльність емітента цінних паперів. Отже, для придбання цінних паперів інвестор або стратегічно зацікавлений в конкретному підприємстві, або це підприємство є достатньо прибутковим. Такі підприємства називають інвестиційно привабливими.

Існування у інвесторів вільних коштів і бажання придбати цінні папери, а також наявність у емітента економічної доцільності випускати цінні папери – головні фактори, які створюють умови для формування ринків цінних паперів. Інвестор і емітент – основні сили, які стимулюють появу індустрії цінних паперів і, фактично, фінансують її діяльність.

Для функціонування будь-якого ринку необхідна наявність певної інфраструктури, яка забезпечує діяльність суб'єктів ринку. Як система установ і організацій, інфраструктура ринку забезпечує вільний рух товарів і послуг на ринку. Поняття «інфраструктура» – дослівний переклад з грецької: «інфра» – нижня, «структура» – будівля, споруда, перейшло в економічну термінологію з військової. Військове трактування в свій час поширилося і на економіку.

Обіг цінних паперів передбачає укладання угод з цінними паперами і виконання таких угод. Забезпечити обіг мають певні інститути, які називають інфраструктурою індустрії цінних паперів, які включають:

• Систему укладання угод	- Торгова (біржова) система
• Систему виконання угод	- Післяторгова
• Систему обліку прав власності	(депозитарна) система

Успішне функціонування індустрії цінних паперів залежить від надійної роботи всіх складових її інфраструктури.

Післяторгова є обслуговуючою системою і в розвинених країнах безпо-

середньо залежить (і фінансується) учасниками торгової системи. Успішне функціонування індустрії цінних паперів залежить від надійної роботи всіх складових її інфраструктури. Необхідно визнати, що до сьогодні ця інфраструктура в Україні формувалася безсистемно, оскільки причетні до її створення намагались з'ясувати «що перше – курка чи яйце». Проте «віз і нині там».

Впровадження сучасних моделей біржової і депозитарної систем в Україні стримувалося в основному через суб'єктивні та об'єктивні чинники. На відміну від інших країн, в яких причиною розвитку депозитарної діяльності було стрімке зростання операцій з цінними паперами, в Україні розвиток торгової і торгової для післяторгової систем об'єктивно вимагали результати проведення масової приватизації – **«розподіл державної власності»** – **першого етапу** формування індустрії цінних паперів. Більшість емітентів в Україні використовували емісію фінансових інструментів не з метою залучення інвестицій, а для перетворення з державної форми власності на приватну. Це привело до обігу великої кількості неліквідних цінних паперів. Шляхом обміну приватизаційних сертифікатів і пільгової підписки було сформовано велику кількість власників цінних паперів, які за своєю суттю не є власниками і не мають можливості (а іноді бажання) управляти власністю, що належить їм. Разом з тим здійснення першого етапу привело до появи інструментарію – цінних паперів.

Після етапу розподілу державної власності в Україні почався процес, який можна охарактеризувати як **«перерозподіл власності»**, коли відповідно до бажання стратегічних інвесторів торговцями цінних паперів

формувався стратегічний пакет для відповідального господаря підприємства. До цього процесу такі портфельні інвестори як інвестиційні (окрім венчурних) і пенсійні фонди практично

не залучалися. Це лише наслідок ухваленого свого часу рішення, яке запропонувало переважній більшості підприємств єдиний шлях до «нового управління» – акціонування. Більшість емітентів в Україні використовували емісію фінансових інструментів не з метою залучення інвестицій, а для перетворення з державної форми власності на приватну із зміною форми господарювання.

Можливість здійснення другого етапу формування індустрії цінних паперів була пов'язана із створенням починаючи з 1998 року нормативно-правових основ функціонування Національної депозитарної системи, завдяки яким стало можливим здійснення діяльності зберігачів і депозитаріїв. Обслуговування зберігачем торговця цінними паперами при формуванні останнім стратегічного пакету акцій дозволило створити умови для появи відповідального господаря. Разом з тим ця ж причина зумовила низьку торгову активність на біржах, оскільки стратегічний інвестор не зацікавлений у визначенні на біржі реальної вартості товару – акції, а після отримання контролюючого пакету акцій не зацікавлений в додаткових їх випусках, оскільки не бажає ділитися власністю.

Проте, у такого господаря в більшості випадків виявлялося підприємство з амортизацією основних фондів до 70%, а також застаріле устаткування і технології, не розраховані на випуск конкурентної продукції. Якщо такий відповідальний господар вирішить не закривати підприємство, а розвивати його – будуть необхідні додаткові ресурси. Можна інвестувати власні засоби, або реінвестувати прибуток підприємства, або звернутися до системи кредитування. Разом з тим європейський досвід (ситуація в Україні з володінням підприємствами крупними інвесторами відповідає європейській практиці) показує, що рано чи пізно такий господар запропонує для обігу облігації як альтернативу довгостроковому кредитуванню.

Проте емісія таких цінних паперів буде істотно відрізнятися від емісії акцій в період приватизації. Мова йде про купівлю облігацій інвесторами за гроші. І які б не були відносини між інвестором і емітентом, ними рухатиме

економічний інтерес, підкріплений упевненістю, що інвестор не втратить свої гроші і що емітент збере необхідні ресурси. Таку упевненість можна отримати лише на біржі. **Цей третій етап означає появу в Україні повноцінного ринку цінних паперів, який стане основою подальшого розвитку портфельних інвесторів.**

Проте інтереси емітента і портфельного інвестора мають бути підкріплені сформованою інфраструктурою – як торговою, так і післяторговою. Адже не секрет, що не дивлячись на наявний інтерес, портфельних інвесторів насторожує українська інфраструктура. Саме ці системи, орієнтовані на перерозподіл власності, можуть надалі стати гальмом у розвитку індустрії цінних паперів.

РІЦПУ