

Ватаманюк З.Г.,

кандидат економічних наук, професор,
завідувач кафедри економічної теорії
Львівського національного університету
імені Івана Франка,

Звонар Н.В.,

аспірантка кафедри економічної теорії
Львівського національного університету
імені Івана Франка

РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

Розглянуто головні риси та тенденції глобалізаційних процесів, що мають вплив на міжнародний ринок цінних паперів, головні характеристики міжнародної торгівлі цінними паперами, структуру та центри міжнародного ринку цінних паперів, перспективи ринку цінних паперів в Україні за умов фінансової глобалізації.

In this article the author describes the main trends of globalization processes which influence the international stock and security papers market, the main characteristics of the international stock and securities market, structure and institutions of the international stock and securities market, the future aspect of the Ukrainian stock and securities market, and its perspectives under the conditions of financial globalization.

Глобалізаційні процеси є характерною ознакою сучасності. Вони потребують вирішення актуальних питань позитивного розвитку та входження національних ринків у міжнародний інвестиційний простір. Сучасний стан та тенденції ринку цінних паперів в Україні ілюструють процес поступової інтеграції України у міжнародну фінансову систему та потребують практичних рекомендацій щодо підвищення ефективності функціонування вітчизняного ринку цінних паперів на міжнародній арені.

Мета статті — дослідити тенденції впливу фінансової глобалізації на міжнародний ринок цінних паперів та кроки вітчизняного ринку цінних паперів на шляху інтеграції у глобальний фінансовий простір.

Проблемою залучення інвестиційних ресурсів шляхом розміщення вітчизняних цінних паперів на міжнародному фінансовому ринку та їх частки у портфелях іноземних інвесторів у 2006 році займалися В. Манько, В. Ковальова, Н. Стукало, О. Снежко, А. Блінов, Н. Богута та ін.

Глобальна трансформація усіх сфер діяльності людського суспільства є найважливішою рисою сучасності. Світова спільнота дедалі виразніше постає як функціонально взаємопов'язана цілісна система. Дедалі більше інтернаціоналізуються й національні фондові ринки світу, і капітал переміщується в ті країни й регіони, де його обіг дає найбільший приріст. Це стосується й обігу капіталу у вигляді цінних паперів¹.

¹ Блага Н.В. Інформаційна прозорість фондового ринку України // Фінанси України. — 2005. — № 3. — С. 90.

Ринок цінних паперів України поступово набуває позитивних тенденцій. Щороку збільшується кількість операцій на ПФТС, українські акції та облігації випускаються на міжнародний ринок, розширюються нормативні межі механізмів залучення коштів за допомогою цінних паперів.

Актуальність інтеграції вітчизняного ринку цінних паперів у глобальний економічний простір неможливо заперечити.

Наприкінці ХХ століття склалися тенденції, які сьогодні визначають розвиток ринку цінних паперів. Серед них — фінансова глобалізація як процес інтеграції міжнародних і національних фінансових ринків у єдиний світовий фінансовий ринок.

Фінансова глобалізація супроводжується руйнуванням адміністративних та географічних бар'єрів на шляху руху фінансових потоків й зростанням обсягів транскордонних операцій з цінними паперами. Цьому сприяли, зокрема, лібералізація національних фінансових ринків у 80-ті роки ХХ століття, новітні технології й інновації у фінансовій сфері, підвищення ролі фінансових інституцій в економіці; зміни в структурі попиту та пропозиції цінних паперів².

Процес фінансової глобалізації відкрив нові шляхи руху капіталів, що привело до формування міжнародних фінансових ринків.

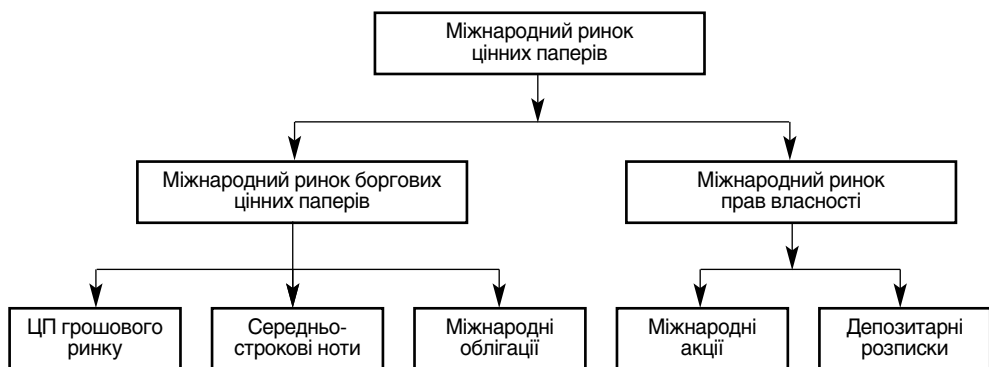
Міжнародний фінансовий ринок формується складною системою національних і міжнародних фінансових інструментів та інститутів. Цей ринок спроможний створювати фінансові активи з різноманітними характеристиками: від короткострокових боргових інструментів до “вічних” облігаційних позик та акцій, отже, спроможний задовольнити будь-які потреби позичальників і запропонувати інвесторам різні види фінансових вкладів.

З огляду на природу залучення фінансування міжнародний ринок цінних паперів складається з двох головних частин: ринку боргових цінних паперів (ринку позикових капіталів) та ринку прав власності.

Ці ринки відрізняються за типом фінансових прав. Міжнародний ринок боргових цінних паперів охоплює ринок міжнародних облігацій і ринок середньострокових нот, а також цінні папери грошового ринку. Інструменти ринку позикових капіталів засвідчують боргові відносини між позичальником (емітентом цінних паперів) та кредитором (інвестором). Міжнародний ринок титулів (прав) власності представлений міжнародними акціями та іншими правами власності, що є похідними від акцій інструментами, зокрема такими, як депозитарні розписки. Інструменти цього ринку засвідчують відносини власності й підтверджують права на співволодіння корпорації-емітента³. Загальну структуру міжнародного ринку цінних паперів представлено на рис.1.

² Рогач О.І. Міжнародні фінанси. К.: Либідь, 2003. — С. 183.

³ Рогач О.І. Зазнач. праця. — С. 190.



Джерело: Міжнародні фінанси / За ред. О.І. Рогача. — К.: Либідь, 2003. — С. 38.

Рис. 1. Міжнародний ринок цінних паперів

У ширшому плані міжнародний ринок цінних паперів розглядається як сукупність міжнародних та іноземних емісій, тобто випуску цінних паперів іноземними емітентами на національному ринку інших країн⁴.

Міжнародний облигаційний ринок можна, з визначеною часткою умовності, представити як сукупність двох секторів: ринку іноземних облигацій та ринку міжнародних облигацій — ринку єврооблигацій (“євробондз”).

Ринок іноземних облигацій — це ринок цінних паперів, що випускаються іноземними позичальниками через банківські консорціуми на національних облигаційних ринках з метою мобілізації капіталу насамперед місцевих інвесторів⁵. Більшість випусків іноземних облигацій практично зосереджено на національних ринках США, Швейцарії, Японії та країн ЄС. До початку 70-х років тут переважав американський ринок капіталів⁶.

Торгівля облигаціями й іншими цінними паперами на фондових біржах і поза ними є важливою формою підтримки зв'язків між фінансовими ринками різних країн. Тому транснаціональні банки розробили умови, що полегшують процес цієї торгівлі:

- забезпечення усіх ринків цінних паперів спеціальною інформацією;
- уніфікація форми міжнародних та національних облигацій;
- обмін інформацією щодо системи емісій і котирування міжнародних та іноземних цінних паперів на національних ринках капіталів.

Ще у 80-х роках ХХ століття сталися якісні зміни у функціонуванні міжнародного ринку цінних паперів, що свідчить про новий етап його розвитку. Ці

⁴ Захарін С.В. Перспективи інтеграції України у міжнародний інвестиційний простір // Фінанси України. — 2003. — № 9. — С. 102—112.

⁵ Манько В. К нам идут портфели // Експерт. — 2006. — № 49 (52). — С. 34—39.

⁶ Захарін С.В. Перспективи інтеграції України у міжнародний інвестиційний простір // Фінанси України. — 2003. — № 9. — С. 102—112.

зміни пов'язані зі зменшенням розбіжностей між національними та міжнародними ринками й формуванням взаємозалежного глобального ринку. Національні ринки поступово безпосередньо чи опосередковано стають частиною більшого ринку. Цей процес найяскравіше виявляється на рівні вторинного ринку, де централізована торгівля цінними паперами зосереджується на трьох найбільших біржах — Токійській, Нью-йоркській та Лондонській, частка яких нині становить понад половину ринкової вартості цінних паперів, що котируються на всіх біржах світу. Саме ці три біржі найбільше взаємопов'язані у торгівлі цінними паперами. Цей процес відбувається на тлі загальної інтернаціоналізації ринків цінних паперів — як первинних, так і вторинних, і зумовлений низкою чинників: процесом інтернаціоналізації виробництва; зростанням масштабів взаємних інвестицій компаній різних країн; лібералізацією міжнародної торгівлі цінними паперами; швидким розвитком сучасних засобів зв'язку, які технічно полегшують і прискорюють торгівлю цінними паперами, тощо. І все ж категорично твердити, що вже остаточно сформувався єдиний глобальний світовий ринок цінних паперів, було б передчасно, адже й нині ще відмінності між національними ринками є суттєвими, хоча процес глобалізації відбувається, безперечно, прискореними темпами⁷.

Фінансова інтеграція надала господарським одиницям з усіх регіонів світу доступ до великого загальносвітового фонду капіталу, та водночас посилила ймовірність міжнародного поширення несприятливих змін, які відбуваються в економіці окремої країни. Це пов'язано з тим, що, з одного боку, міжнародний рух капіталів залежить від фази економічного циклу, коливань процентних ставок, напрямів національної економічної політики тощо, з другого — переливання короткострокових капіталів має спекулятивний характер, динаміка якого зумовлена причинами суто кон'юнктурного характеру. Тому навіть невеликі зміни на внутрішньому фінансовому ринку певної країни можуть справити непропорційно великий вплив на високорозвинені та ліквідні ринки інших країн, як це сталося, наприклад, 1998 року, коли вплив портфельних капіталів із фінансових ринків азійських країн спричинив загальносвітову фінансову кризу і скорочення темпів зростання світової економіки удвічі⁸.

Зважаючи на той факт, що чим могутніша фінансова система країни, тим більше позитивних результатів вона може отримати від процесу глобалізації, в країні слід виробити політику, спроможну протистояти викликам фінансової глобалізації, запобігти негативним наслідкам цього процесу на національному рівні. Насамперед з метою збереження стабільності на національних фінансових ринках необхідна чітка система впливу держави на рух фінансових потоків у кра-

⁷ *Захарін С.В.* Перспективи інтеграції України у міжнародний інвестиційний простір // *Фінанси України*. — 2003. — № 9. — С. 102—112.

⁸ *Рогач О.І.* Міжнародні фінанси. К.: Либідь, 2003. — С. 193.

їні та приплив іноземного капіталу⁹, адже процес глобалізації може мати цілу низку таких небезпек, як перекидання на країну світових фінансових криз, виникнення внутрішніх фінансових груп унаслідок стихійних міграцій короткострокових іноземних капіталів та агресії з боку міжнародних фінансових мисливців, “втеча” національного капіталу за кордон, криміналізація фінансової сфери, пов’язана з “намиванням брудних грошей”, зростання зовнішньої заборгованості та поява боргових криз, підриг фінансового суверенітету країни¹⁰.

Економіка України поступово інтегрується до міжнародних фінансових ринків, і наслідки глобалізаційних процесів стають дедалі відчутнішими для української фінансової системи.

За даними Держкомстату, на 1 березня 2007 року обсяг прямих іноземних інвестицій в Україну становив 211890,0 млн дол., а це — 4414 дол. на одного жителя України¹¹.

На перший погляд, ця сума залученого іноземного капіталу досить велика, однак, беручи до уваги економічний потенціал української економіки, цього недостатньо. Кількість країн, економіка яких демонструє останніми роками зростання, збільшується, а це означає, що вони стають потенційними конкурентами України на світовому ринку капіталів. Окрім Росії, до таких країн можна віднести Китай, Сингапур, Бразилію, країни Східної Європи. У боротьбі за іноземний капітал ці країни мають певні конкурентні переваги, однією з яких є сприятливе інвестиційне законодавство, що забезпечує закордонним інвесторам мінімізацію фінансових ризиків та витрат на переказ прибутків.

На відміну від прямих вкладень, що передбачають контроль за підприємством, портфельні інвестиції орієнтовані виключно на одержання доходу. Відомо, що великі потенційні можливості таких інвесторів пов’язані з ринками акцій та облігацій, депозитами у банках, коштами у сфері нерухомості. Торгівці цінними паперами в Україні свідчать, що у деякі місяці нерезиденти стояли за 80 % операцій купівлі-продажу акцій, що уклалися на найбільшому торговельному майданчику країни — ПФТС. Це приблизно 15—20 млн грн щодня. Проте в офіційній статистиці важко знайти підтвердження цій інформації. Відповідно до даних Державної комісії з цінних паперів та фондової біржі приблизно 1/5 українського акціонерного капіталу контролюється нерезидентами¹².

Скільки іноземного капіталу у вигляді портфельних інвестицій загалом надійшло в Україну за останні 16 років, точно визначити неможливо. За неофіційними даними, майже 90 % акцій, що циркулюють у вільному ринку, належать іноземцям. Пояснити такий стан справ можна, зокрема, тим, що в українських

⁹ Стукало Н.В. Глобалізація та розвиток фінансової системи України // Фінанси України. — 2005. — № 5. — С. 29—35.

¹⁰ Там само.

¹¹ <http://www.ukrstat.gov.ua/>

¹² Манько В. К нам идут портфели // Эксперт. — 2006. — № 49 (52). — С. 34—39.

інвестиційних фондів недостатньо грошей, щоб вкладати їх у цінні папери; недержавні пенсійні фонди теж поки що слабкі. До того ж більшість українських компаній (не кажучи про пересічних громадян) не розуміють, як працює цей ринок, і не вважають його привабливим на відміну від депозитів та інвестицій у нерухомість¹³. Нерезидентський ринок дуже непрозорий і багатогранний, більшість угод укладається поза організованою біржею. Іноземні інвестори купують і продають цінні папери через комерційні банки, фондові компанії та інститути спільного інвестування. Від їхнього імені часто виступають дочірні структури інвестиційних банків в Україні.

Залучення фінансових ресурсів шляхом виходу вітчизняних компаній на іноземні фондові біржі поступово набуває позитивної динаміки.

Вітчизняні компанії найбільшою мірою приваблює альтернативний інвестиційний ринок (AIM) Лондонської фондової біржі, а також можливості Варшавської, Віденської та Московської бірж, оскільки вони пропонують порівняно невисоку вартість розміщення (табл. 1) та досить широку базу потенційних інвесторів¹⁴. Ці ринки пропонують спрощену систему допуску, гнучку систему регулювання. Затрати емітента на допуск до AIM включає збір за допуск до торгів — 4 тис. фунтів стерлінгів, а також витрати на консультантів — 300—400 тис. фунтів стерлінгів. При цьому витрати на послуги ключового консультанта при IPO становлять найбільшу частину витрат, комісія брокера — 3—6 % від залучених коштів. Таким чином, при розміщенні цінних паперів на суму 10 млн фунтів стерлінгів витрати становитимуть близько 8,5 %¹⁵.

Із 1800 компаній, що офіційно повідомили про вихід у 2006—2007 роках з IPO (initial public offering — первинне публічне розміщення акцій) на альтерна-

Таблиця 1. Вартість лістингу на деяких біржах (ціна лістингу відображає престиж біржі)

Біржа	Початковий внесок	Щорічний внесок
Нью-йоркська фондова біржа	150—250 тис. дол.	35—500 тис. дол.
Amex	35—65 тис. дол.	15—65 тис. дол.
NASDAQ	25—50 тис. дол.	15—16 тис. дол.
Віденська фондова біржа	1 % номінальної вартості розміщення	0,05 % обсягу угод
Варшавська фондова біржа	0,03 % (не менше 8 тис. злотих і не більше 96 тис. злотих)	0,02 (не менше 9 тис. злотих і не більше 70 тис. злотих)
AIM	4180 фунтів стерлінгів	4180 фунтів стерлінгів
Московська міжбанківська валютна біржа	50 тис. рублів (I рівень) 30 тис. рублів (II рівень)	15 тис. рублів (I рівень) 10 тис. рублів (II рівень)

Джерело: Ковалева В. Цена публичности // Эксперт. — 2006. — № 10 (61). — С. 42—43.

¹³ Гасанова И. Фондовый рынок // Эксперт. — 2005. — № 25 (29). — С. 32.

¹⁴ Ковалева В. Цена публичности // Эксперт. — 2006. — № 10 (61). — С. 42.

¹⁵ Мозжухов А., Блинов А. Поехали в Лондон // Эксперт. — 2005. — № 42(45). — С. 24.

тивний інвестиційний майданчик Лондонської фондової біржі, 60 — резиденти пострадянського простору, з них 15 — українські (табл. 2), що ініційовано позитивним досвідом виходу на цей майданчик вітчизняних компаній у попередні роки, зниженням витрат при підготовці розміщення акцій з 7—12 % до 5—7 %, дефіцитом капіталу всередині країни, високим рівнем попиту на українські активи та загальним зростанням світового ринку IPO¹⁶.

Таблиця 2. Приватні розміщення акцій на ринку IPO у 2006 році

	Компанія	Галузь	Залучено млн дол.
1.	Банк Надра	фінанси	58
2.	Родовід Банк	фінанси	47
3.	VK Development	нерухомість	37
4.	Укрінбанк	фінанси	36
5.	Велика кишеня	торгівля	35
6.	Фуршет	торгівля	34
7.	IMB Group	фінанси	32
8.	Галнафтогаз	торг/нафтопрод	27
9.	Santik Development	нерухомість	26
10.	ЛуАЗ	автобуд	26
11.	Мегабанк	фінанси	22
12.	Лаона	торгівля	21

Джерело: Яблонская Т., Задерей Н. В шаге от ВТО // Эксперт. — 2007. — № 4. — С. 45.

За даними компанії “Тройка Діалог Україна”, 23 українські компанії заявили про свої плани провести IPO у найближчі чотири—п’ять років. Вже за 2007—2008 роки у результаті IPO компанії планують залучити 3,1 млрд дол. Із них 1,3 млрд дол. — металургійні підприємства, 500 млн дол. — підприємства харчової промисловості та 400 млн дол. — підприємства роздрібною торгівлі.

Інтерес українських компаній до розміщення IPO саме на AIM не випадковий. Лондонська фондова біржа (London Stock Exchange — LSE) посідає перше місце у світі з торгівлі цінними паперами міжнародних емітентів, а її альтернативний майданчик достатньо ліберальний до емітентів з невеликою капіталізацією (до 500 млн фунтів стерлінгів). Для виходу на AIM достатньо, щоб фінансова звітність відповідала міжнародним стандартам та була підтверджена аудитором, а цінні папери могли необмежено обертатися на ринку. Водночас AIM є своєрідною сходиною для виходу на LSE. Компанії, що перебувають у лістингу, не лише визначають свою реальну вартість, а й підносять свій імідж та інвестиційну привабливість, а також мають нагоду підвищити свою капіталізацію до 70 %¹⁷.

Найбільш поширений вид залучення фінансових ресурсів українськими КБ на зовнішніх ринках — єврооблігації та синдіковані кредити. 2006 року Закон

¹⁶ Гасанова И. Фондовый рынок // Эксперт. — 2005. — № 25 (29). — С. 32.

¹⁷ Снежко Е. Биржевой face-control // Инвестгазета. — 2006. — № 43. — С. 57.

“Про іпотечні облігації”¹⁸ визначив можливість емісії іпотечних цінних паперів, що відкриває шлях порівняно молодому фінансовому інструменту — іпотечній сек’юритизації (від англ. security — “цінний папір”), що дає змогу із грошових вимог отримувати високоліквідні ЦП.

Такі угоди дають можливість банкам уникати розриву ліквідності, який виникає через те, що довгострокові кредити видаються за рахунок короткострокових депозитів. А міжнародна сек’юритизація дає змогу банкам зняти із балансу частину активів і таким чином активувати видачу нових позик¹⁹. Порівняно з іншими видами сек’юритизація може бути дешевшим довготерміновим способом фінансування. Пул активів, як правило, має кращу кредитну якість, ніж сама компанія, і, відповідно, така угода може отримати кращий кредитний рейтинг, ніж рейтинг самої компанії²⁰.

Перша в Україні угода за участю української фінансової установи була здійснена у лютому 2007 року. Емітентом виступив ПриватБанк, розмістивши іпотечні облігації на суму 171 млн дол. на зовнішньому ринку²¹.

Для західних інвесторів Україна — це добра можливість диверсифікації вкладів. З провадженням позитивної демократизації політичних процесів та стабілізації економіки Україна набуває дедалі більшої довіри та привабливості. І хоча ризики залишаються високими, а частка українських цінних паперів у портфелях невелика — 5—7 %, активність іноземних інвесторів зростає.

Отже, можемо зробити такі висновки:

Фінансова глобалізація — процес інтеграції міжнародних та національних фінансових ринків у єдиний світовий фінансовий ринок. Міжнародна інвестиційна взаємодія проявляється у двох напрямках: вивезенні капіталу за кордон та залученні іноземного капіталу в країну у формі реальних, фінансових інвестицій та інвестиційних кредитів.

Участь іноземного інвестора у вітчизняному промисловому капіталі набуває позитивної тенденції як у виробничій, так і фінансовій сфері. Водночас на державну владу покладаються зобов’язання щодо забезпечення належної фінансової безпеки за умов експансіоністської політики окремих іноземних держав щодо стратегічних об’єктів в Україні.

Головними умовами успішного розміщення цінних паперів на зарубіжних фондових ринках є прозорість грошових потоків підприємств, досконалий аудиторський висновок щодо їх діяльності, інформаційного забезпечення цінності бізнесу, чіткий бізнес-план та наявність зрозумілої корпоративної структури та політики.

¹⁸ Закон України “Про іпотечні облігації” від 22.12.2005 № 3273-IV.

¹⁹ Блинов А. Неликвид на ликвид // Эксперт. — 2006. — № 3. — С. 19—26.

²⁰ Мошенец О. Охотники за портфелями // Инвестгазета. — 2006. — № 45. — С. 45—48.

²¹ Богута Н. Вторая жизнь кредита // Эксперт. — 2007. — № 10. — С. 15—20.