

СТАН РОЗВИТКУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ ОПЕРАЦІЙ IPO

У статті досліджено стан, проблеми та перспективи розвитку ринку цінних паперів України через призму забезпеченості здійснення на ньому операцій IPO шляхом аналізу таких показників як структура випуску цінних паперів, ліквідність та місткість ринку

Ключові слова: ринок цінних паперів, первинне публічне розміщення акцій (IPO), ліквідність, капіталізація.

Адекватне формування національного ринку цінних паперів вважається одним із головних чинників становлення усієї фінансової системи, адже він забезпечує акумуляцію та перерозподіл інвестиційних ресурсів між різними галузями економіки та підприємствами шляхом організації обороту цінних паперів. Особливо це є актуальним в умовах підвищення інтересу з боку вітчизняних суб'єктів господарювання до операцій IPO (Initial Public Offering – первинне публічне розміщення акцій), що дозволяє залучити достатній обсяг довгострокових капіталовкладень за рахунок можливості максимального розширення кола інвесторів, використовуючи ринок цінних паперів.

Питання формування національного ринку цінних паперів є постійним об'єктом уваги як вітчизняних, так і закордонних дослідників. Результати досліджень теоретичного та практичного напрямку містяться у наукових працях таких дослідників як: О. Барановський, І. Бланк, А. Калина, В. Клименко, В. Корнєєв, Д. Лук'яненко, О. Мендрул, О. Мозговий, М. Назарчук, В. Опарін, В. Оскольський, В. Столяров, Г. Терещенко, В. Шелудько, І. Школьник та інші. Водночас не так багато наукових праць присвячено вивченню проблем функціонування ринку цінних паперів з позиції забезпечення операцій IPO.

Метою статті є визначення стану, проблем та перспектив розвитку вітчизняного ринку цінних

паперів на сучасному етапі шляхом аналізу таких показників як структура випусків цінних паперів, ліквідність та місткість ринку.

В країнах із розвинутою економікою ринок цінних паперів є одним із головних джерел залучення фінансових ресурсів. Вихід на біржовий ринок є однією з ключових переваг, що забезпечує підприємствам успішний розвиток [4]. Серед основних тенденцій на ринку цінних паперів можна відзначити стабільний попит на боргове фінансування та зростаючий інтерес до первинного розміщення акцій. Масовість та ефективність проведення операцій IPO залежить від стану розвитку ринку цінних паперів, який має безпосередній вплив на інвестиційну привабливість акцій підприємств.

Аналіз стану розвитку вітчизняного ринку цінних паперів з позиції проведення операцій IPO доцільно здійснювати на основі якісних та кількісних індикаторів, таких як:

- структура випуску цінних паперів;
- рівень розвитку їх організованого ринку;
- показники ліквідності;
- місткість ринку.

Розглянемо кожен із зазначених напрямків більш детально.

Одним із показників розвитку ринку є обсяги випуску цінних паперів (рис. 1).

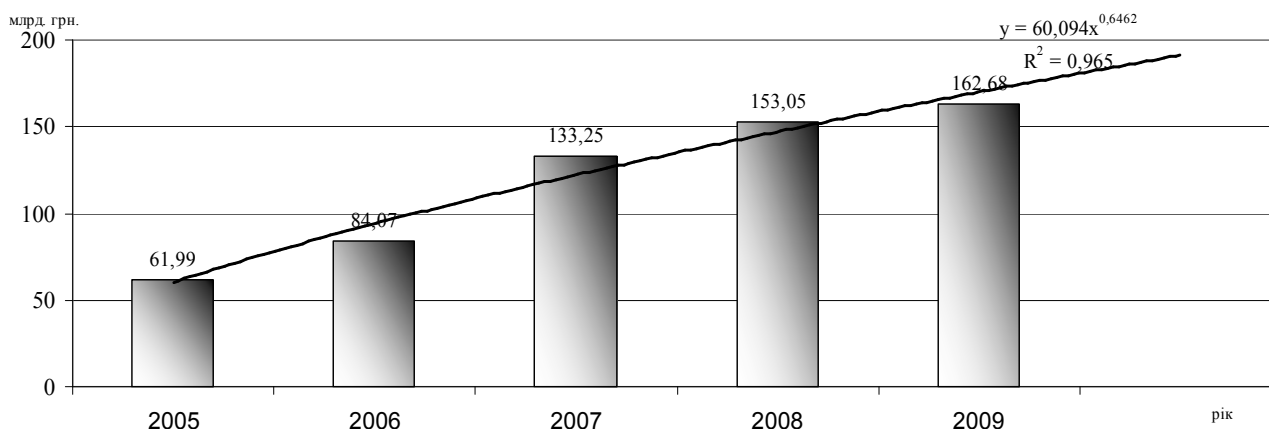


Рис. 1. Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів у 2005-2009 роках, млрд. грн.
(складено автором за даними [9])

Як видно із рисунку 1, динаміка обсягу випуску цінних паперів є досить прогресивною, і за період з 2005 по 2009 рр. обсяг збільшився більше ніж в 2,5 рази і станом на 2009 рік зафіксувався на рівні 162,68 млрд. грн. Однак слід зауважити, що найбільш суттєвого розвитку він здобув у 2007 році, оскільки саме за цей рік спостерігався найбільший темп приросту, який склав 58,5% порівняно з попереднім періодом. Така ситуація виникла в результаті поживлення як вітчизняної, так і світової економіки. У наступні два роки спостерігається

збільшення обсягів випуску цінних паперів, але меншими темпами, що пояснюється світовою фінансовою кризою. Побудована степеневая лінія тренду дозволяє спрогнозувати подальший позитивний розвиток обсягів випуску цінних паперів.

Необхідно зазначити, що вітчизняний ринок цінних паперів не відрізняється значною різноманітністю цінних паперів (рис. 2).

За період 2005-2009 рр. найбільшу питому вагу в

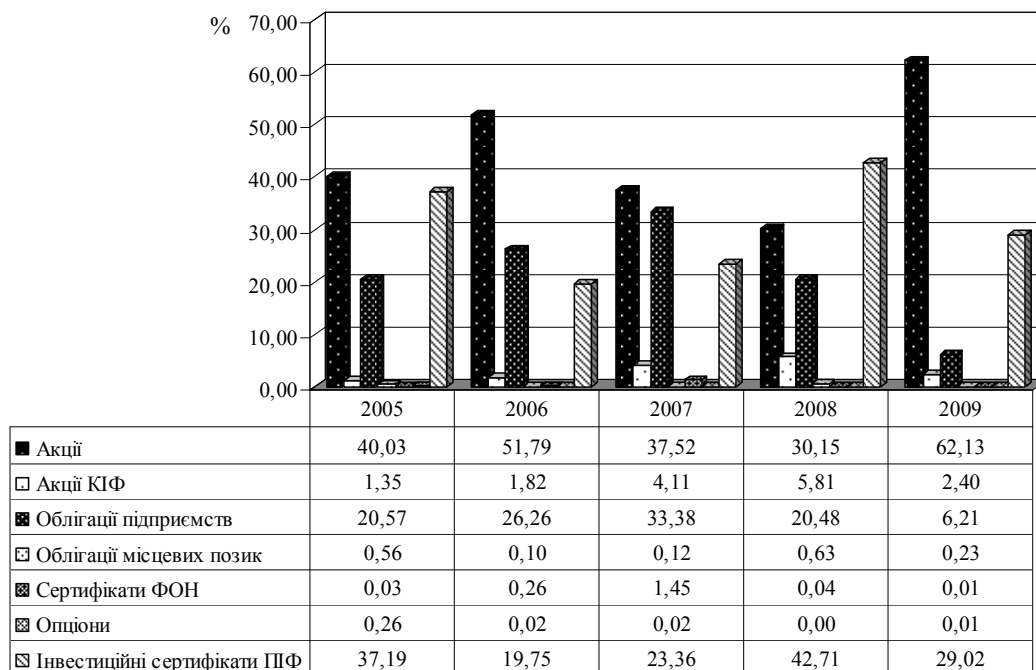


Рис. 2. Структура випусків цінних паперів за 2005-2009 рр., %
(складено автором за даними [9])

структурі випусків цінних паперів займають акції, облігації підприємств та інвестиційні сертифікати пайових інвестиційних фондів (ПІФ). Що стосується ринку акцій, то він займає найбільшу питому вагу і у 2009 році становив 62,13%. Таке значне зростання обумовлене поживленням економічної ситуації після значного уповільнення розвитку в результаті світової фінансової кризи.

Визначальна роль емісії акцій у структурі випуску цінних паперів на вітчизняному ринку є логічним розв'язком тієї негативної ситуації, яка склалась на сьогодні у вітчизняних суб'єктів господарювання. З одного боку, підприємства відчувають гостру потребу у довгострокових джерелах фінансування, оскільки коефіцієнт зносу основних засобів у більшості галузей економіки значно перевищує нормативне значення, з іншої – існує обмеження у джерелах залучення інвестиційних ресурсів, оскільки на сучасному етапі вже частково порушена фінансова стійкість підприємств. З огляду на це, одним із способів вирішення зазначених проблем є залучення коштів за рахунок нарощення власного капіталу, що і забезпечує процес публічного розміщення акцій.

Можна зробити висновок, що досліджуваний має позитивну тенденцію до збільшення обсягів випуску цінних паперів. В той же час структура тих, які випускаються в Україні, хоча поступово і ускладнюється, все ж визначна роль залишається саме за акціями [10].

Важливим моментом розвитку ринку цінних паперів

України є аналіз частки та співвідношення біржового та позабіржового секторів в загальному обсязі торгів. При стабільному зростанні обсягів торгів на всьому ринку цінних паперів (табл. 1) критична перевага неорганізованого ринку протягом аналізованого періоду говорить не тільки про слабкий розвиток, але і про існування хронічних проблем, що дотепер не вирішені – корумпованість організаторів торгів, непрозорість біржового ринку тощо.

Основними причинами домінування неорганізованого ринку цінних паперів є:

- основний обсяг операцій по купівлі-продажу цінних паперів полягає в скуповуванні акцій у міноритарних акціонерів, яка проводиться в «телефонному» режимі;
- пакети найбільш ліквідних або привабливих цінних паперів знаходяться у власності найбільших фінансово-промислових груп; перерозподіл прав власності на такі пакети, як правило, відбувається шляхом особистої домовленості продавця і покупця, а не через організований ринок. Крім того існує проблема незацікавленості даних фінансово-промислових груп у вільному обертанні своїх акцій, тому що існує загроза поглинання їхніх окремих елементів – підприємств, що створювалися у вигляді відкритих акціонерних товариств у процесі приватизації;
- організована торгівля деяких видів цінних паперів

довгий час була законодавчо обмежена, наприклад купівля-продаж векселів [3].

У той же час хотілося б зазначити, що процес залучення фінансових ресурсів шляхом проведення IPO можливий лише на організованому ринку. На сьогодні існують обмеження щодо використання можливостей ринку цінних паперів. Наприклад, в 2009 р. в Україні нараховувалось приблизно 10,9 тис. публічних акціонерних товариств. Разом з тим в котирувальні списки ПФТС включено 1472, з яких в першому та другому рівнях лістингу – 290. Тобто тільки 3% акціонерних товариств можуть використовувати ринок цінних паперів для залучення інвестицій.

Незначні обсяги торгів на організованому ринку приводять до неможливості формування не тільки ефективної біржової інфраструктури, але і створення розвинутої системи обліку і розрахунків по угодах, інформаційного забезпечення і адекватного сприйняття ринку. У результаті низький рівень капіталізації, ліквідності і конкурентоспроможності ринку цінних паперів значно знижує можливості його інтеграції в міжнародну фінансову систему, залучення іноземних інвесторів і виходу компаній на закордонні фінансові ринки.

Не зважаючи на нинішній стан вітчизняного біржового ринку в останні роки спостерігається стабільний зростаючий інтерес до нього з боку іноземних інвесторів. Виходячи з їх вимог вважаємо, що

основними показниками для аналізу перспективності інвестицій є ліквідність і місткість ринку. Тобто саме ці показники забезпечують підвищення інтересу до операцій IPO на ринку цінних паперів як з боку іноземних, так і вітчизняних інвесторів, що у свою чергу сприяє успішному проведенню операції IPO.

Ліквідність ринку цінних паперів – здатність ринку амортизувати раптові зміни в попиту та пропозиції без значного коливання цін, зокрема такий обсяг угод на біржі, при якому не виникає труднощів з пошуком партнера, а укладення угоди практично не впливає на рівень цін [1]. Ліквідність ринку визначається: кількістю цінних паперів у лістингу біржі, обсягами торгів по лідерах ринку та спреда.

Досить велика кількість цінних паперів у лістингу біржі значить для інвестора можливість широкого вибору якісних інструментів для інвестування. Якщо порівнювати організаторів біржової торгівлі на вітчизняному ринку (табл. 2), то можна зробити первинний висновок про те, що за кількістю інструментів у лістингу біржі протягом аналізованих років лідером є біржа ПФТС та в останні роки – Українська біржа (УБ). Однак слід зазначити, що не всі цінні папери, які включені в лістинг організатора торгів, є високоліквідними.

Ліквідність біржового ринку також залежить від обсягу торгів і кількості угод з цінними паперами підприємств, що входять в індексний кошик: чим вищий

Таблиця 2. Кількість цінних паперів у лістингу вітчизняних бірж за період 2006-2009 рр.*

Біржа	Рік			
	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.
ПФТС	810	952	934	809
УБ	-	-	-	151
УФБ	82	84	88	67
КМФБ	234	180	182	103
Іннекс	146	146	134	49
ПФБ	99	86	89	20
УМВБ	167	150	225	39
УМФБ	160	188	188	83
СЄФБ	-	-	101	59
ПТІС	68	70	61	-
Перспектива	9	133	165	54

* складено автором за даними [9]

цей показник, тим більш ліквідним вважається даний ринок. Майже всі акції, що входять у розрахункову базу індексу ПФТС, користуються підвищеним попитом серед іноземних інвесторів; при цьому в середньому на 16 паперів, що входять у 2007 р. в індекс, припадало до 70% від всього обсягу торгів акціями на біржі. Але вже у 2008 р. обсяг торгів, що входять до розрахунку індексу ПФТС, знизився до 45,83% від загального обсягу торгів акціями на вторинному ринку даної біржі. Один з наймолодших, але дуже перспективних торговельних майданчиків – Українська біржа (УБ) демонструє більш високий показник в 2009 році: 77,74% [2] грошового обсягу угод відбулося з цінними паперами, що входять в індексний кошик; її материнська компанія – біржа РТС – 89,71% [8].

Ще одним індикатором ліквідності ринку є спред – різниця між кращими цінами покупки і продажу у той самий момент часу на який-небудь актив. Виходячи з правила, що чим менший спред, тим більш ліквідний

актив і навпаки, можна визначити ліквідність акцій, що входять у кошик індексу. Показники спреда на акції що входять до розрахунку індексів ПФТС та УБ дуже високі (коливання від 0,01 до 22 станом на 29.03.2010 р.) та не відповідають загальному рівню європейських бірж.

Місткість ринку цінних паперів виражається у вигляді можливого річного обсягу продажів визначеного виду активів при сформованому середньому рівні цін на нього; тобто по суті, місткість ринку є кількісною характеристикою попиту на ринку. На основі цього, для аналізу місткості ринку цінних паперів варто розглядати такі показники, як капіталізація і галузева структура емітентів.

Дослідження місткості ринку доцільно розпочати з аналізу репрезентативності українських фондових індексів найбільш активних бірж (рис. 3).

Істотним недоліком індексу ПФТС та УБ є низька репрезентативність, оскільки спостерігається висока питома вага підприємств базових галузей економіки

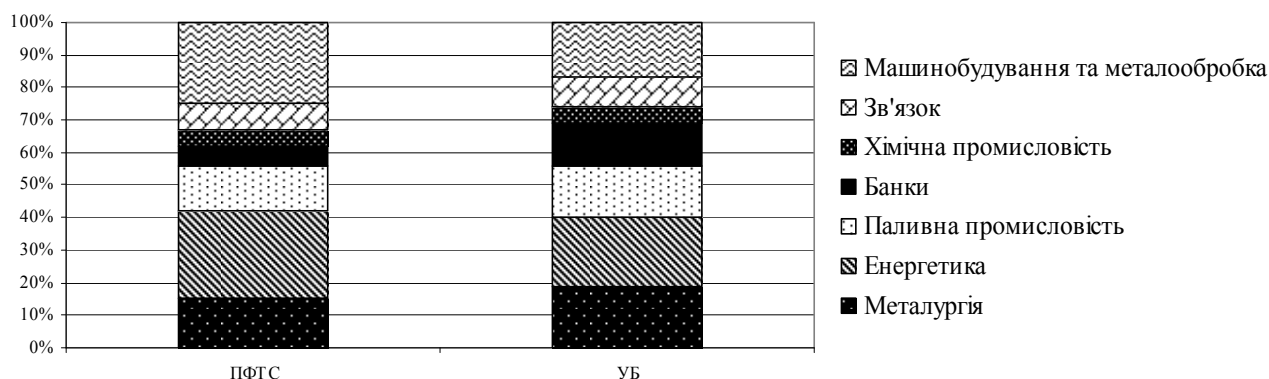


Рис. 3. Структура індексного кошику за галузями ПФТС та УБ у 2010 р., %
(складено автором за даними [7], [8])

(зокрема ПЕК). З огляду на те, що структура емітентів цінних паперів є відображенням структури найбільш мобільної частини економіки, об'єктивно напрошується висновок про те, що ринок цінних паперів в Україні лише де-юре визначає пріоритети розвитку суспільно необхідних сфер економіки, а де-факто виступає середовищем фінансування «унікальних компаній». Це, у свою чергу, призводить до того, що при надмірній концентрації торгів у ПФТС обмеженим залишається коло інвестиційно-привабливих акцій.

Найбільш загальним показником масштабів фондового ринку є його капіталізація (рис. 4), який розраховується як сума добутку ринкової ціни акції на їх загальну кількість.

З точки зору проведення операцій IPO показник капіталізації дозволяє зацікавити потенційних інвесторів саме на купівлю акцій підприємств, оскільки інформативне значення цього показника говорить про вигідність вкладання коштів в цінні папери.

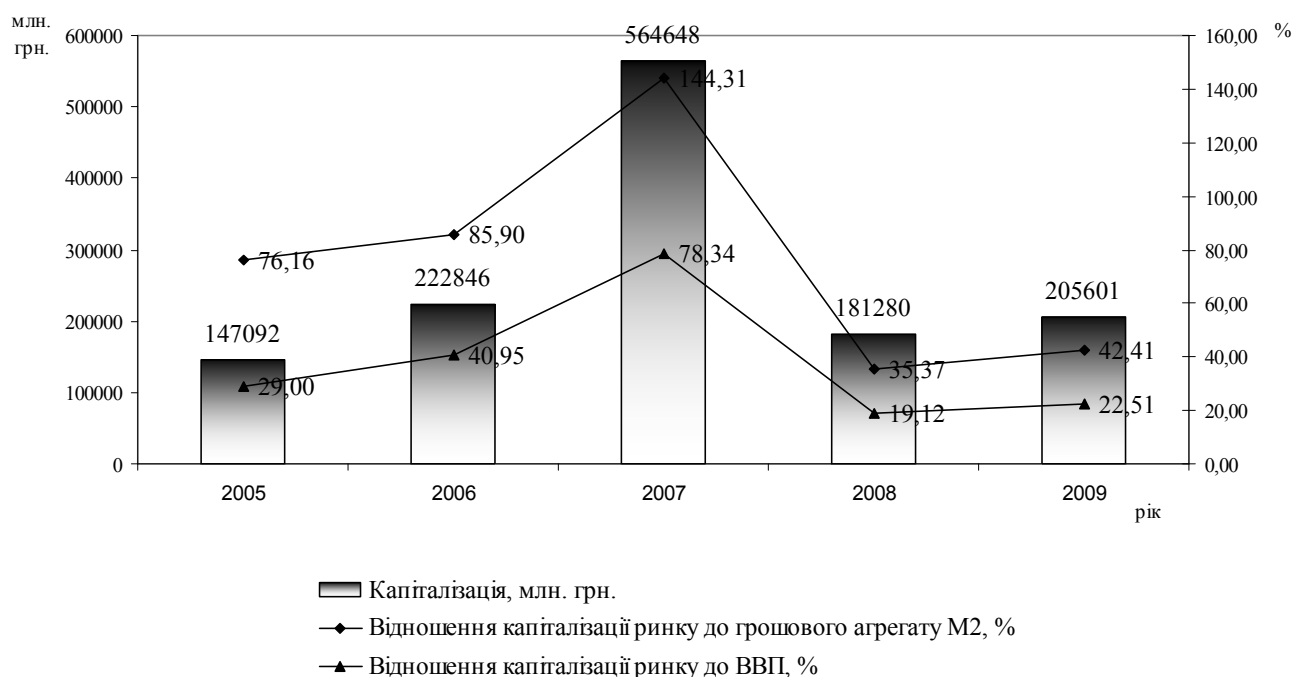


Рис. 4. Показник капіталізації ринку цінних паперів за період 2005-2009 рр.
(складено автором за даними [6], [9])

За лістингом ПФТС ринкова капіталізація українського фондового ринку порівняно з минулим роком збільшилася на 13,4% і склала 205,6 млрд. грн. Незважаючи на зростання обсягу капіталізації фондового ринку в 2009 р., відбулося різке падіння даного показника більш ніж в 2,5 рази порівняно з 2007 р. Основними причинами зменшення обсягів капіталізації слід виділити посилення девальваційних очікувань, зниження рейтингів України усіма

рейтинговими агентствами, повідомлення про відтермінування надання четвертого траншу кредиту МВФ [6].

Співвідношення капіталізації ринку акцій до ВВП в 2006-2007 роках стало помітно зростати, досягши в 2007 році рівня розвинених фондових ринків (78,34 %). Проте різке падіння даного показника у 2008-2009 рр. говорить про низьку кореляцію капіталізації ринку до обсягів ВВП в країні.

Фахівцями ринку цінних паперів кілька років тому був зроблений висновок про те, що існує фундаментальна взаємозалежність між вартістю активів компаній та зростанням ліквідності ринку. Вона була сформульована наступним чином: ринок цінних паперів приречений на падіння, якщо його капіталізація перевищує кількість грошей в економіці (грошовий агрегат M2) в 1,5 рази.

За період з 2005 по 2007 рр. спостерігається стрімке зростання насиченості економіки грошима, що призвело до швидкого збільшення капіталізації ринку. Це і стало причиною значного збільшення обсягу торгів на вітчизняному фондовому ринку та високих темпів зростання індексу ПФТС. Проте криза 2008 року уповільнила процеси як на ринку цінних паперів, так і в цілому в економіці, що призвело до зменшення капіталізації ринку цінних паперів.

З огляду на зазначене можна виділити основні диспропорції у розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, що створюють перешкоди на шляху поширення практики залучення фінансових ресурсів через механізм IPO, а відтак потребують невідкладного коригування:

По-перше, структура цінних паперів, які випускаються в Україні, поступово ускладнюється, що створює передумови для диверсифікації залучення інвестиційних ресурсів. Проте протягом аналізованого періоду саме випуск акцій є визначальним.

По-друге, істотне переважання неорганізованого ринку цінних паперів над організованим. В Україні, на відміну від світової спільноти, неорганізований сегмент ринку цінних паперів за обсягами торгового обороту багаторазово перевищує організований, консервуючи такі його негативні для інвесторів тенденції як: непрозорість ціноутворення; інформаційна закритість емітентів, що тягне за собою відсутність належної інформаційної прозорості, перешкоджає оцінці інвестором реальної вартості й потенціалу українських підприємств; повна відсутність зв'язку між основними індикаторами організованого ринку і макроекономічними показниками.

По-третє, український організований ринок має досить великий потенціал для майбутнього розвитку. Цього можна досягти за умови скорочення неорганізованого (тіньового) сегменту ринку та залучення інвестора для розвитку всієї інфраструктури ринку цінних паперів.

По-четверте, виходячи з аналізу груп ліквідності можна говорити про те, що:

- велика кількість інструментів у лістингу ПФТС є головною конкурентною перевагою цієї біржі та надає потенційним інвесторам значний вибір активів; одночасно низька прозорість ринку цінних паперів, широке використання інсайдерської інформації нівелює цю перевагу;
- низька репрезентативність індексів ПФТС та УБ, що є неприйнятним для країн з розвиненим ринками цінних паперів;
- показники спреда на акції, що входять до розрахунку українських індексів, в більшості випадків дуже великі, що є свідомством низької ліквідності ринку. Крім цього велика різниця між спредами на однакові активи на різних фондових майданчиках свідчить про низьку прозорість ринку та спекулятивні угоди;

По-п'яте, падіння капіталізації ПФТС майже на 67,9% у 2008 р. та відрив від обсягу ВВП в країні довело неадекватне формування цін на ринку цінних паперів,

переоціненість активів провідних підприємств країни.

Таким чином, незважаючи на динамічне зростання упродовж 2005-2009 рр., фондовий ринок України недостатньо виконує свої основні функції – зосередження попиту та пропозиції щодо цінних паперів українських емітентів, формування справедливих ринкових цін, залучення фінансових інвестицій у розвиток економіки.

На жаль на даному етапі свого розвитку українська фондова біржа не зможе стати основним майданчиком для здійснення вітчизняними підприємствами IPO. По-перше, всередині країни ще немає достатньої кількості інвестиційних ресурсів, відсутня критична маса фондів, здатних генерувати значні інвестиційні потоки. По-друге, вихід на українські терени іноземних інвесторів дуже ускладнений діючим податковим і валютним законодавством країни.

У сучасних умовах розвитку українського фондового ринку, який характеризується недостатніми обсягами внутрішніх інвестицій, актуальним напрямком подальшого розвитку може стати активніше залучення до цінних паперів вітчизняних емітентів західних компаній, що у свою чергу стане можливим завдяки подальшій інтеграції українського фондового ринку зі світовим ринком капіталу [5].

Список літератури

1. Большой экономический словарь / под ред. А.Н. Азрилияна. – 5-е изд., доп. и перераб. – М. – 2002 // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://yas.yuna.ru>
2. Годовые отчёты фондовой биржи РТС 2000-2009 гг. // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rts.ru>
3. Копилова, О.В. Аналіз стану та проблем розвитку біржового сегменту українського фондового ринку (на прикладі ПФТС та УБ) [Текст] // Економічні науки. №7. – 2010. – с. 1-15.
4. Миркин, Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок [Текст] / Я. М. Миркин. – М.: Перспектива, 1995. – 532 с. – ISBN 5-88045-007-4
5. Нікешина, Н. В. Проблеми інтеграції фондового ринку України до світового ринку капіталу [Текст] / Н. В. Нікешина // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2009. – №1. – с. 214-221.
6. Офіційний сайт Національного банку України // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.bank.gov.ua
7. Офіційний сайт ПФТС // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.pfts.com
8. Офіційний сайт Української біржі // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ux.com.ua
9. Річний Звіт державної комісії з цінними паперами за 2009 рік // [Електронний ресурс] : Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>
10. Школьник, І. О. Фінансовий ринок України : сучасний стан і стратегія розвитку [Текст]: монографія / І. О. Школьник. – Суми : "Мрія-1", УАБС НБУ, 2008. – 348 с. – ISBN 978-966-473-018-8.

РЕЗЮМЕ

Червякова Светлана

Состояние развития рынка ценных бумаг Украины в контексте операций IPO

В статье исследовано состояние, проблемы и перспективы развития рынка ценных бумаг Украины через призму обеспечения осуществления на нем операций IPO путем анализа таких показателей как структура выпуска ценных бумаг, ликвидность и емкость рынка

RESUME

Chervyakova Svitlana

State of the development of the market of stock in Ukraine according to operation of IPO

The position, problems and some prospects the development of the market of stock in Ukraine according the provisions of realization the IPO are considered.

Стаття надійшла до редакції 04.04.2011 р.