

О НЕКОТОРЫХ ПРОБЛЕМАХ ФОРМИРОВАНИЯ И ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО РЫНКА УКРАИНЫ

*Лосева С. А., кандидат экономических наук, доцент,
Крымский экономический институт КНЭУ*

Активность инвестиционного процесса практически определяет жизнедеятельность экономики, тем более экономики переходного периода. По своей экономической природе инвестиции, обусловленные законами расширенного воспроизводства, и их смысл заключается в использовании дополнительной части общественного продукта для увеличения всех элементов системы производительных сил общества. Более узко об инвестициях можно сказать как об определенной сегодняшней стоимости, которая обменивается на будущую стоимость, подвергаясь риску.

Любые затраты на создание или восстановление существующего капитала называются реальными инвестициями, нас интересуют вложения средств в ценные бумаги, которые являются финансовыми инвестициями и связанные с формированием финансовых рынков, куда общество передает свои сбережения, как часть продукта, не использованного на потребление.

Формирование инвестиционного рынка Украины в значительной мере связано с процессом приватизации, который начался по инициативе государства с начала 90-х годов и первоначально носил спонтанный характер (1990-1992 гг.), затем наступил этап коллективизации государственной собственности трудовыми коллективами (1992-1994 гг.). Нынешний этап можно назвать сертификатно-денежным (с января 1995 года), который с 1999 года трансформировался в денежный.

Государство создает и контролирует правовые основы инвестиционного рынка путем гарантий прав собственности и определения базовых правил экономических отношений участников рынка.

В Украине основы инвестиционной деятельности определены следующими законодательными актами: Конституция, Гражданский кодекс; Законы Украины "О собственности", "О хозяйственных обществах", "О предпринимательстве", "О ценных бумагах и фондовой бирже", "О Национальной депозитарной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг в Украине".

К сфере регулирования инвестиционного рынка в Украине, как и во всех странах мира (прямо или косвенно) относится:

- законодательное обеспечение;
- регулирование и определение правил выпуска и обращения ценных бумаг;
- регистрация новых выпусков;
- лицензирование профессиональной деятельности на фондовом рынке;
- защита прав инвесторов и др.

Основными сферами государственного регулирования рынка ценных бумаг являются: эмиссия ценных бумаг; размещение ценных бумаг (первичный рынок); купля-продажа ценных бумаг (вторичный рынок); выплата доходов; погашение или конвертация ценных бумаг.

Для достижения эффективного регулирования государство должно создать "правила игры", что обеспечило бы функционирование и развитие инвестиционного рынка и сказалось бы положительно на экономическом развитии страны. Далее требуется обезопасить рынки товаров, услуг и ценных бумаг от монополизации; стимулировать инвестиционные процессы; способствовать перераспределению прав собственности, перемещению финансовых ресурсов, а также поддерживать стабильность на финансовых рынках.

Мировой опыт развития финансовых рынков подсказывает, что эффективное функционирование возможно, если государство свое регулирование строит на принципах – целостности рынка, его прозрачности, конкурентности, максимального саморегулирования и минимального вмешательства.

Осуществляя регулирование инвестиционного рынка, государство ответственно и за создание его инфраструктуры.

Понятие "инфраструктуры фондового рынка" используется для оценки состояния развития рыночных отношений относительно ценных бумаг через организационно оформленные системы рынка вообще или через систему послеторгового оформления соглашений по ценным бумагам по циклу "поставка против оплаты" (в биржевом и внебиржевом секторе).

Отметим некоторые шаги государства в направлении создания инфраструктурных институтов.

Согласно Закона Украины "О ценных бумагах и фондовой бирже" в Украине могут выпускаться как государственные, так и негосударственные ценные бумаги. Созданная в 1992 году Украинская фондовая биржа занимается размещением, согласно планам государственных пакетов акций приватизированных предприятий. В структуру биржи входят 28 региональных центров и филиалов, официально зарегистрировано 175 брокерских контор, зарегистрированы Киевская международная фондовая биржа и Донецкая фондовая биржа.

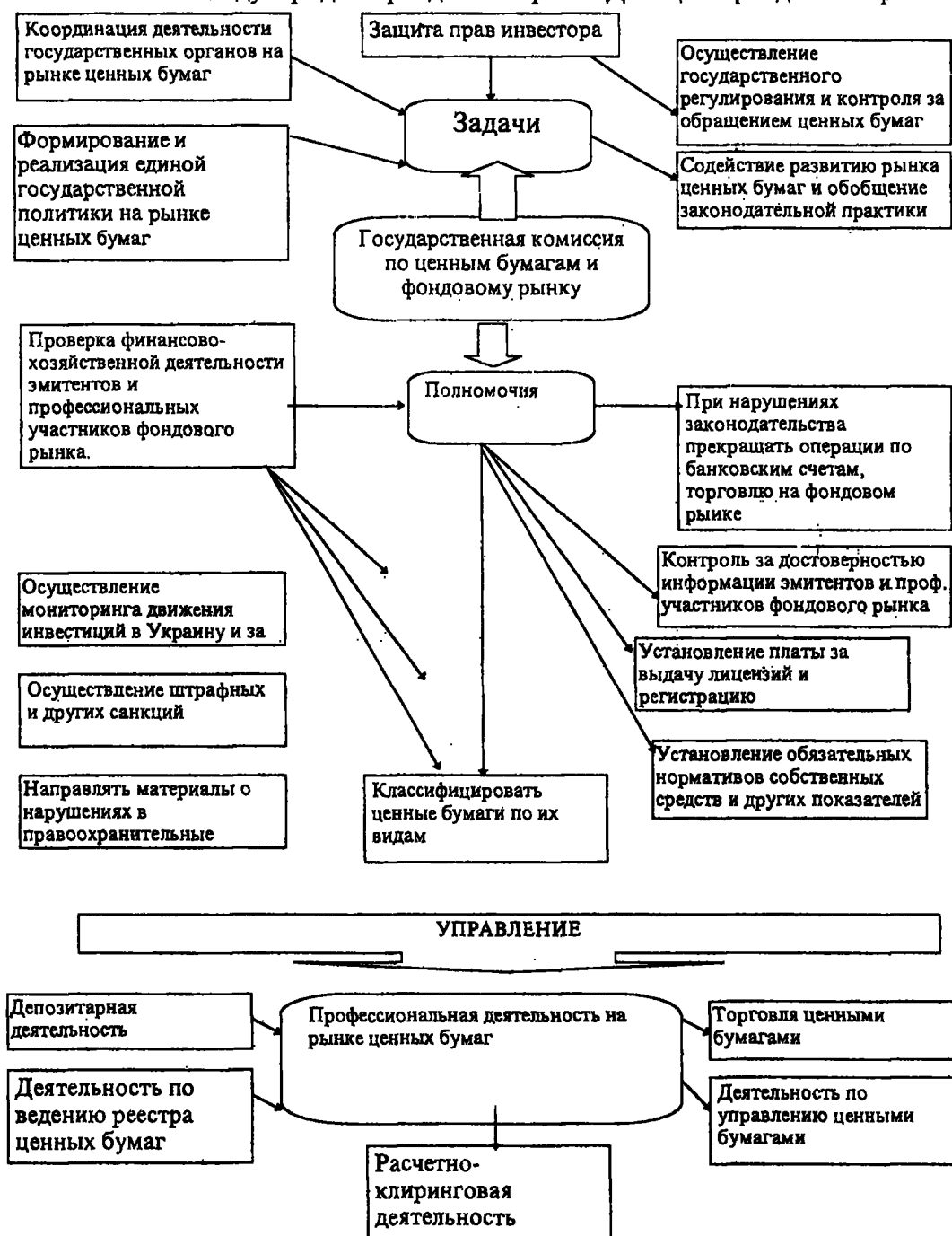


Рис.1. Задачи и полномочия ГКЦБФР

В 1995 году Верховной Радой Украины была принята Концепция формирования и развития фондового рынка Украины, в которой нашли отражение основы формирования и регулирования рынка ценных бумаг. Согласно концепции требовалось провести мероприятия по усовершенствованию контроля государства за развитием фондового рынка, вследствие чего была создана Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР) как самостоятельный орган государственной исполнительной власти, который должен обеспечивать реализацию единой государственной политики относительно фондового рынка, координацию деятельности органов на рынке ценных бумаг, регулирование и контроль за выпуском и обращением ценных бумаг, защиту участников рынка. В мировой практике общепризнанно, что орган, регулирующий фондовый рынок, т.е. Комиссия по ценным бумагам, призван регулировать все аспекты рынка ценных бумаг.

ГКЦБФР также правомочна осуществлять надзор за размещением ценных бумаг украинских эмитентов на международных фондовых рынках и эмитентов других государств на украинском фондовом рынке. В январе 1998 года ГКЦБФР подписано "Временное положение о порядке выдачи разрешения на обращение акций и облигаций предприятий украинских эмитентов за пределами Украины", благодаря которому отечественные предприятия получили дополнительные возможности по привлечению иностранных инвестиций. Это положение можно рассматривать как важный шаг в создании нормального инвестиционного климата для внутренних и внешних инвесторов.

На рис. (1) отражены основные задачи, полномочия и направленность управления рынком ценных бумаг через управление профессиональной деятельностью на фондовом рынке. ГКЦБФР напрямую подчинена Президенту Украины и подотчетна Верховной Раде. Из сферы государственного регулирования постепенно устраняются Министерство финансов и Министерство экономики, Фонд государственного имущества, Антимонопольный комитет и другие, имеющие ранее отношение к регулированию рынка. ГКЦБФР до конца 1998 года сформировала свои региональные управления и самостоятельно проводила мониторинг рынка ценных бумаг. Схема организационной структуры ГКЦБФР представлена на рис.2.

Созданные территориальные отделения ГКЦБФР взяли на себя полномочия по контролю за выполнением законодательства Украины, совместно с Фондом государственного имущества решают проблемы предприятий в постприватизационный период.

На сегодняшний день ГКЦБФР формирует технологию ведения операций на фондовом рынке. В последнее время ГКЦБФР разработала около 40 нормативных актов и очень близко подошла к решению проблемы раскрытия информации на фондовом рынке, чтобы создать условия предоставления ее всем участникам рынка. Отсутствие информации и ее недоступность в равной степени для инвесторов и профессиональных участников означает "непрозрачность" рынка ценных бумаг, несет опасность потери сбережений, особенно для мелких инвесторов. Отсутствие мелкого инвестора на фондовом рынке Украины объясняется тем, что не достигнута главная цель приватизации – создание массового собственника. Мелкий инвестор еще не выбрал свое место на рынке ценных бумаг, не определился по поводу финансовых посредников, в отношении той реальной помощи, которую они могут ему предоставить по покупке, продаже, сохранности ценных бумаг. Для мелкого инвестора, наконец, еще не создана инфраструктура финансовых посредников, направленная на привлечение средств населения как альтернатива счетам коммерческих банков.

ГКЦБФР принимает участие в подготовке международных тендеров приватизации стратегически важных объектов. Главная задача в этой области состоит в том, чтобы акции этих предприятий не попали на неорганизованный рынок, а обращались на биржевом рынке и во внебиржевой торговой системе, и чтобы в торгах приняли участие Украинские инвестиционные фонды и компании.

Остаются нерешенными также проблемы, связанные с регулированием обращения муниципальных и производных ценных бумаг, вексельного обращения, депозитных расписок. По муниципальным и производным ценным бумагам ГКЦБФР приняла положение, но реализация их требует времени и затрат.

ГКЦБФР работает над проблемами несовершенства системы налогообложения корпоративных ценных бумаг и которая на сегодняшний день тормозит процесс выпуска облигаций. Созданная ГКЦБФР рабочая комиссия состоит из работников налоговых служб, инвестиционных фондов, ученых. Они осуществляют мониторинг нормативных документов и вырабатывают практические рекомендации по уменьшению риска от появления нормативных документов, которые тормозят развитие фондового рынка. Законодательное обеспечение инвестиционного рынка должно быть завершено к 2000 году.



Рис.2. Организационная структура ГКЦБФР

Как регулирующий государственный орган на рынке ценных бумаг ГКЦБФР начала процесс формирования депозитарной системы путем лицензирования хранителей ценных бумаг (совместно с TACIS проект кастодиальной системы).

Наиболее реально для Украины подходил опыт Франции, создавшей депозитарий еще 1949 году.

Современная система проведения операций с ценными бумагами Франции кроме наличия единого депозитария характеризуется дематериализацией ценных бумаг и передачей ценных бумаг от собственника к собственнику путем внесения изменений в систему учета депозитария (дематериализация введена в 1984 году, а внедрение системы "поставка против платежа" в 1991 году).

В качестве элемента депозитарной системы Украины создавалась система регистраторов именных ценных бумаг, которые лицензируются ГКЦБФР. С началом большой приватизации особую актуальность приобрело сохранение прав собственности. Это больше всего интересовало и интересует иностранных инвесторов. Первый негативный опыт деятельности регистраторов проявился в незаконном категорическом отказе от регистрации прав собственности, в требовании от инвесторов дополнительных документов, которые не предусматривались законодательством и составляли коммерческую тайну инвестора; умышленное затягивание сроков регистрации прав собственности нового собственника акций (особенно это часто происходит с иностранными инвесторами), имело место ничем не обоснованное монопольное завышение платы за перерегистрацию (часто не в виде фиксированной платы, а в виде процента от сделки даже выше комиссионных украинских брокеров и составляет 2-5%).

Депозитарии и расчетно-клиринговые учреждения являются важной частью инвестиционного рынка. Основными функциями депозитария являются хранение, учет и фиксация перемещения ценных бумаг от одного владельца другому. Согласно Положению, разработанному ГКЦБФР, для организации депозитария минимальный размер уставного фонда должен составлять 400 тыс. ЭКЮ, а для хранителя – 100 тыс. ЭКЮ, и формировать его можно только в денежной форме. Опыт депозитарной деятельности по государственным ценным бумагам имеет Национальный банк Украины.

Депозитарно-регистрационная деятельность в Украине содержит в себе еще массу проблем, ее механизм только складывается и ответить на все вопросы возможно при совершенствовании законодательной базы.

В декабре 1997 года принят Закон Украины "О национальной депозитарной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг в Украине", который определяет каким образом в Украине построена система взаимоотношений "эмитент ценных бумаг – их владелец (инвестор)", целью которой является обеспечение безопасности и надежности инвестиций этих субъектов, а именно: эмитент должен быть уверен, что он контролирует движение на рынке своих ценных бумаг, а владелец – что его контроль за деятельностью эмитента соответствует количеству приобретенных ценных бумаг, доход по ним будет зависеть исключительно от эффективности работы эмитента и совершенствовании законодательной базы. Деятельность двухуровневой депозитарной системы обеспечивают ее участники: депозитарии (Национальный депозитарий Украины, депозитарии, ведущие счета хранителей, клиринг, расчеты по соглашению с ценными бумагами), регистраторы владельцев именных ценных бумаг, хранители ценных бумаг. Депозитарная система функционирует под руководством ГКЦБФР.

Необходимо отметить, что регистраторы могут только регистрировать, осуществление клиринга и расчетов по сделкам с ценными бумагами – прерогатива депозитариев.

В связи с принятием такого важного для украинского фондового рынка Закона о депозитарной системе на протяжении года и далее будут предприняты шаги по:

- упорядочению форм выпуска ценных бумаг;
- определению требования к сертификатам ценных бумаг, выпущенных в документарной форме;
- приведению деятельности депозитариев, коммерческих банков как депозитариев, инвестиционных фондов и инвестиционных компаний в соответствии с новым законодательством и получением разрешения хранителей ценных бумаг;
- выделению финансовых ресурсов на содержание Национальной депозитарной системы и других элементов инфраструктуры фондового рынка и проведению мониторинга на рынке ценных бумаг и некоторые другие мероприятия.

Обслуживание государственных ценных бумаг обеспечивает депозитарий Национального банка Украины. Ведение реестров определено как исключительный вид деятельности и не может объединяться с другой деятельностью, кроме депозитарной.

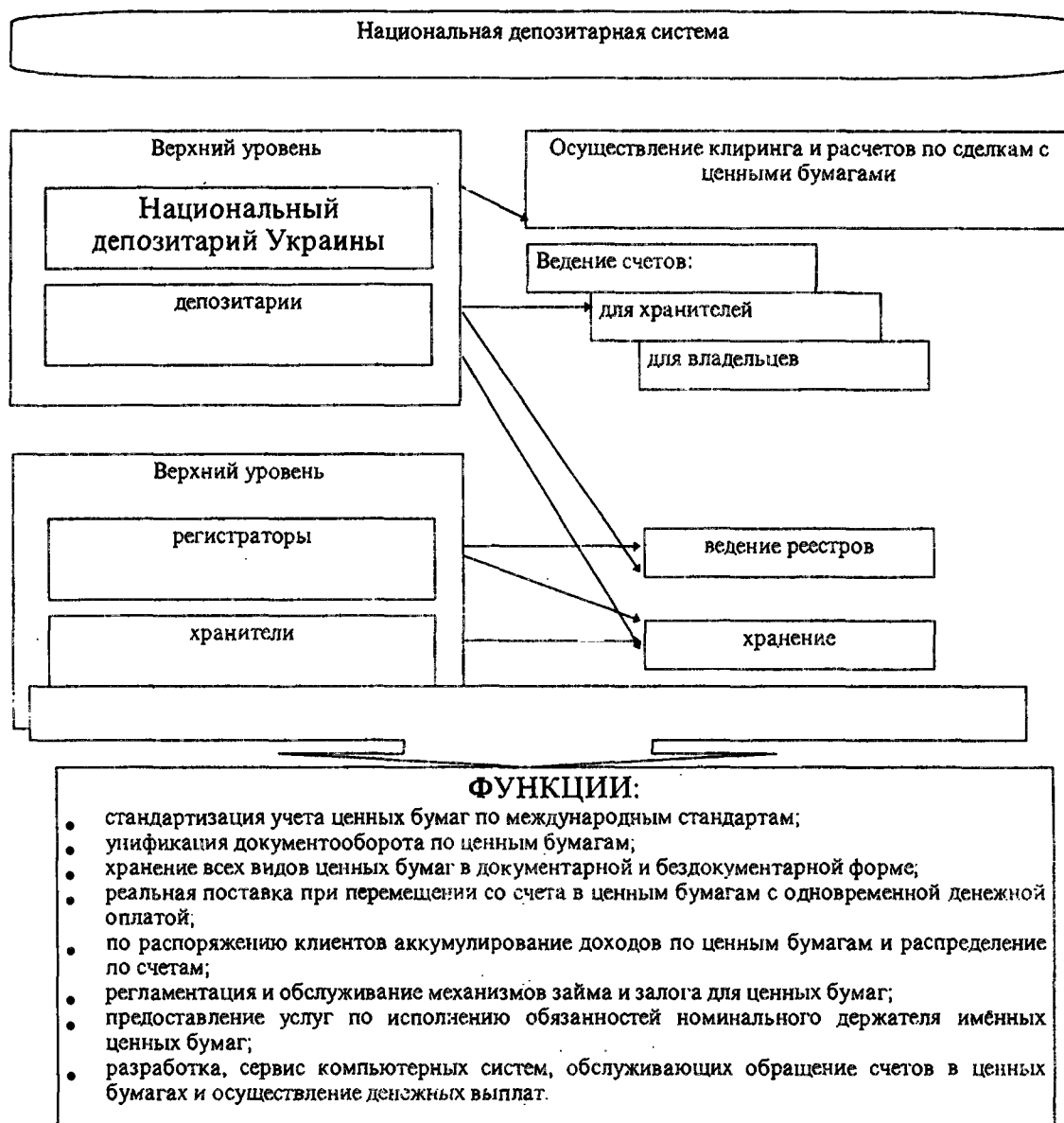


Рис.3.Функциональная структура Национальной депозитарной системы Украины

В Украине четко определены по сравнению с предыдущим временем формы выпуска ценных бумаг – это документарные, бездокументарные, именные, на предъявителя. Исправлена ошибка, допущенная ранее в Положении ГКЦБФР о депозитарной деятельности – право собственности с момента внесения в реестр собственников ценных бумаг (это право на участие в управлении, получении дохода и др.).

На рис. 4 представлен процесс выпуска и размещения ценных бумаг в Украине.

Новый Закон Украины "О Национальной депозитной системе и особенностях электронного обращения ценных бумаг в Украине" породил ряд проблем:

- эмитенты, ранее выпустившие ценные бумаги, должны привести формы выпуска ценных бумаг в соответствии с Законом;
- ГКЦБФР имеет право на установление максимальных тарифов для регистраторов, хранителей, депозитариев;
- ценные бумаги должны быть обездвижены у хранителя или при держании у депозитария;

- при существующей налоговой системе денежные расчеты будут вестись через офшоры, участники рынка будут работать по схеме "хранитель-регистратор-хранитель", либо "регистратор-регистратор".

Можно спрогнозировать, что от депозитариев ожидать крупных объемов в скором времени не нужно, у хранителей объемы работ возрастут, многие регистраторы станут хранителями, некоторые из них уйдут.

В сфере регулирования и контроля за рынком ценных бумаг имеют место саморегулирующие организации (СРО). В Украине полномочия СРО определены статьей 17 Закона "О государственном регулировании рынка ценных бумаг в Украине", а также Приказом ГКЦБФР "Об утверждении Положения о саморегулирующей организации на рынке ценных бумаг" и разработанным на основе Приказа "Положение о саморегулирующей организации рынка ценных бумаг".

Исходя из разработанных документов, можно определить место и роль СРО на фондовом рынке Украины.

СРО – это неприбыльная организация с правами юридического лица, имеющая самостоятельный баланс, счет в банке, печать и бланки. Действует на основе Устава. Статус СРО могут получить:

- общественные организации – профессиональные участники рынка ценных бумаг;
- объединения юридических лиц -- профессиональных участников рынка ценных бумаг.

СРО могут создавать торгово-информационные системы и быть их учредителями, за счет взносов которых формируются средства СРО.

ОГРАНИЧЕНИЯ:
- ограничивать возможности участников по предоставлению услуг на РЦБ;
- создавать неравные условия для вступления в СРО;
- координировать деятельность по борьбе с нарушениями антимонопольного законодательства;
- проводить деятельность, несвязанную с полномочиями СРО.

Рис.5. Полномочия СРО на рынке ценных бумаг Украины

Из предложенного рис.5 видно, что порядок и условия регистрации, аннулирование СРО определяет ГКЦБФР, она же устанавливает образцы свидетельства для СРО. Фактически ГКЦБФР по мере развития фондового рынка может передать СРО часть своих полномочий:

- по разработке и введению правил, стандартов и требований по осуществлению операций на рынке ценных бумаг;
- по сертификации специалистов;
- по предоставлению разрешений лицам, осуществляющим профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг;
- по сбору, обобщению и аналитической обработке статистической информации о профессиональной деятельности на фондовом рынке и некоторые другие, не противоречащие законодательству Украины.

По мере роста объемов корпоративных ценных бумаг, наряду с увеличением государственных и муниципальных, активизируется развитие вторичного фондового рынка, где до сих пор отсутствуют четкие правила торговли ценными бумагами, а тенденция смещения операций с биржевого рынка на внебиржевой явно прослеживается – до 90% всех соглашений с ценными бумагами происходит на вторичном рынке. В Украине имеется несколько объединений – участников фондового рынка, заинтересованных в создании внебиржевой системы торговли ценными бумагами с использованием компьютерных технологий – это СРО.

Ассоциация "Внебиржевая фондовая торговая система" (ВФТС) зарегистрирована еще в феврале 1996 года. Ее членами являются 78 торговцев ценными бумагами из крупных городов – Киева, Харькова, Донецка, Днепропетровска – это банки, инвестиционные компании, брокерские конторы. В данный момент в ВФТС работает электронная система торговли ценными бумагами, в которой реально осуществляются сделки и ведется контроль за ними. В системе котируются до 140 видов ценных бумаг.

Среди ассоциаций профессиональных участников фондового рынка заметное место занимает Украинская Ассоциация инвестиционного бизнеса (УАИБ), основанная в апреле 1995 года в целях повышения профессиональных стандартов инвестиционного бизнеса, улучшения уровня обслуживания и построения цивилизованного фондового рынка. Она подписала с Фондом государственного имущества Украины (ФГИУ) и ГКЦБФР договоренности о взаимодействии и проведении нормативных экспертиз.

В отличие от других ассоциаций в УАИБ принято документ саморегулирования – этический кодекс. В нем указаны основные принципы и правила отношений участников УАИБ с инвестором.

Членами УАИБ являются более 160 компаний Украины, созданы региональные представительства в Запорожской, Донецкой, Харьковской, Одесской, Тернопольской и Львовской областях. В феврале 1996 года при УАИБ создан информационно-аналитический центр "Дослідження. Аналіз. Рейтинги" (ДАР), который составляет рейтинги профессиональных участников фондового рынка. Высшим органом УАИБ является общее собрание, которое проводится не менее одного раза в год.

В июле 1996 года была создана Профессиональная ассоциация регистраторов и депозитариев (ПАРД), как потенциальное саморегулирующее объединение на фондовом рынке Украины, членами которой являются регистраторы и депозитарии. Основными целями ПАРД являются:

- разработка стандартов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- адаптация существующих международных норм по ведению реестров и депозитарной деятельности на украинском фондовом рынке.

Свою деятельность ПАРД осуществляется через комитеты регистраторов, законодательства, информации, депозитариев и хранителей, арбитражный комитет, комитет стандартов и саморегулирования. В ассоциации насчитывается более 70 членов. В состав учредителей входят компании "Депозит-Сервис", "Трансферт", Украинская регистраторская компания, ОКМА (Киев), "Объединенная регистраторская компания" (Донецк). Высшим органом управления является общее собрание, которое проводится не реже, чем один раз в полгода. В перерыве между ними – совет директоров ассоциации. Экспериментальный совет, созданный при ПАРД, решает вопросы технологий и программного обеспечения регистраторских и депозитарных операций.

Решением ГКЦБФР за № V0004312-98 от 15.01.1998 года выдано свидетельство о регистрации ассоциации "Южноукраинская торговая информационная система" как саморегулирующей организации.

Фондовый рынок Украины, его инфраструктура требует присутствия саморегулирующих объединений, которые действуют в целях внедрения юридических, экономических, профессиональных стандартов, принимаемых самими участниками и являющимися обязательными к исполнению.

Организация внебиржевого рынка через СРО начинает развиваться, согласно принятому ГКЦБФР Положению о саморегулирующей организации рынка ценных бумаг, полномочия их несколько ограничены.

С 1 января 1999 года по решению ГКЦБФР №100-1 заключение соглашений с инвестиционно привлекательными предприятиями осуществляется торговцами ценными бумагами только через организаторов торговли, которые зарегистрированы ГКЦБФР.

Регистраторы и депозитарии не могут принимать документы на внесение изменений в систему реестра или счета в ценные бумаги без регистрационного номера организатора торговли (пункт №2).

Новые эмиссии ценных бумаг инвестиционно привлекательных предприятий осуществляются только при условии заключения договора о листинге с определенным организатором торговли.

Главная цель такого решения – концентрация торгов на фондовых биржах Украины. На сегодняшний день таких организаторов торговли 7. Из них 5 бирж (Украинская межбанковская валютная биржа, Украинская фондовая биржа, Донецкая и Приднепровская фондовые биржи, Киевская международная фондовая биржа), и 2 торгово-информационные системы ТИС-ПФТС в Киеве и Южноукраинская в Николаеве.

Сейчас практически на организованном рынке обращается всего 3% ценных бумаг, активно работает внебиржевая фондовая торговля (ПФТС).

Государство не устраивает отсутствие работы на официально оформленном пространстве, еще ограничен перечень финансовых инструментов на инвестиционном рынке, нет облигаций предприятий, отсутствует прозрачность ценообразования, что не дает поступлений в госбюджет, слабые механизмы контроля за работой рынка (за рубежом он осуществляется электронными системами информации через свободный доступ к ним как клиентов, так и контроля госкомиссии по ценным бумагам), слабо развита система страхования финансовых рисков и наиболее важным является отсутствие на инвестиционном рынке сберегателей, роль которых на западных рынках играют домашние хозяйства.

Таким образом, со стороны государства создаются необходимые условия для функционирования инвестиционного рынка. На стадии завершения находится законодательная база, определены правила выпуска и обращения ценных бумаг, создается правовая защита эмитентов и инвесторов, т.е. делается попытка установить государством "правила игры". Но одновременно с этим фондовый рынок Украины далек от функции перелива капитала внутри страны, тем более во взаимодействии с мировыми фондовыми рынками. Пока еще украинский рынок выполняет функции перерегистрации, перераспределения собственности и фиксации новых собственников. Интересы участников рынка еще не сбалансированы, не найдена "золотая середина" в саморегулировании рынка и участии государства как регулятора, контролера, создателя инфраструктуры рынка.

Интернационализация национальных фондовых рынков должна привести Украину к унификации нормативной базы регулирования рынка сбалансированности в нем участия всех субъектов, включая государство.