

УДК: 336.763

**О. В. Копылова**

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова

## **ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ ПОСЛЕ СЛИЯНИЯ ПФТС И ММВБ**

В статье проанализированы основные интеграционные процессы инфраструктуры рынка ценных бумаг в странах бывшего СССР и Центрально-Восточного региона, определены фондовые центры и регионы. Выделены основные сценарии и перспективы развития фондовой инфраструктуры Украины после слияния ПФТС и ММВБ. Обозначены главные причины заинтересованности иностранных инвесторов в поглощении украинской фондовой инфраструктуры. Сделаны выводы относительно положительных и отрицательных последствий формирования моноцентричного и биполярного национального рынка ценных бумаг. Предложен наиболее оптимальный вариант интеграции фондового рынка Украины с учётом экономических и политических предпосылок.

**Ключевые слова:** рынок ценных бумаг, инфраструктура, фондовый регион, фондовая биржа, интеграция, инвестиции.

Активные процессы консолидации торговых и расчётных инфраструктур рынка ценных бумаг во всём мире не только способствуют значительному снижению трансакционных издержек, увеличению объёмов операций, но и повышению конкурентоспособности биржевых структур и способности противостоять финансовым кризисам. Во многом данные процессы помогают становлению фондовых рынков стран со слаборазвитой финансовой инфраструктурой или с небольшой ёмкостью национального фондового рынка. Кроме того, национальные компании, участвующие в операциях на международных рынках, зачастую получают более широкие возможности финансирования и расширяют свой долговой срок платежа. Однако для большинства компаний стран-республик бывшего СССР выход на крупнейшие финансовые площадки мира практически невозможен по ряду причин (низкая ликвидность и капитализация, высокий страновой риск, слаборазвитая инфраструктура, высокий уровень коррупции, недостоверность финансовой отчётности и т. д.). Данная проблема может быть решена при посредничестве фондовых структур Центрально-Восточной Европы либо путём создания объединения национальной и иностранной фондовой инфраструктур. Объединение фондовых бирж с международными мегаструктурами может привести как к положительным, так и негативным последствиям. Анализ международного опыта поможет выявить возможные пути и перспективы дальнейшего развития РЦБ Украины.

В зарубежной экономической литературе существует большое количество работ, посвящённых анализу зависимости темпов снижения затрат на эмиссию ценных бумаг и уровня интегрированности национальных рынков ценных бумаг таких авторов, как: С. Шмуклер, Э. Весперони [1], С. Чап-

линский, Л. Рэмченд [2], Д. Миллер, Дж. Патенпьюрекел [3], А. М. Эдем, Дж. Твинибоа [4] и др. Среди российских экономистов много внимания уделяют вопросам интеграции фондовых рынков на постсоветском пространстве Н. Думная [5], Б. Рубцов [6], Я. Миркин [7] и др. Проблемами становления и развития украинского рынка ценных бумаг занимаются такие исследователи, как В. Корнеев, О. Мозговой [8], Н. Назарчук [9], Е. Сохацкая [10], О. Шаров и многие другие, но публикации, как правило, мало затрагивают вопросы прогнозирования интеграционных процессов, моделирование возможных сценариев дальнейшего развития национального фондового рынка в условиях глобализации.

Исходя из вышеизложенного, целью данной статьи является анализ перспектив развития инфраструктуры фондового рынка Украины после слияния ПФТС и ММВБ, определение наиболее оптимального сценария интеграции с учётом как экономических, так и политических интересов государства.

Глобализационные процессы на уровне фондовых бирж и расчётно-клиринговых систем в странах ЦВЕ и бывшего СССР начались более 15 лет назад, в результате чего сформировалось два условных фондовых центра и три региона.

Холдинг NASDAQ OMX контролирует и управляет фондовыми биржами Стокгольма, Копенгагена, Хельсинки, Риги, Таллинна, Вильнюса, Рейкьявика, Еревана, Тбилиси, центральными депозитариями Армении, Эстонии, Литвы и Латвии. Таким образом, был создан крупнейший фондовый регион на пространстве бывшего СССР и стран Скандинавии. Успешность данного объединения подтверждается тем, что даже в условиях глобального финансового кризиса чистая прибыль NASDAQ OMX снизилась всего на 15,28 % (с 314 млн долл. США в 2008 г. до 266 млн долл. США в 2009 г.); при этом динамика показателя чистой прибыли за 6 месяцев 2010 г. показывает значительный рост [11]. В данном регионе нет ярко выраженного фондового центра, однако элементы фондовой инфраструктуры указанных стран обладают значительной долей независимости. В 2007 г. NASDAQ OMX совместно с биржей «Санкт-Петербург» сделали попытку выхода на российский фондовый рынок и зарегистрировали первую в России Международную Фондовую Биржу «Санкт-Петербург», однако уже в начале 2010 года данный проект был прекращён.

Следующий регион сформировался вокруг Венской фондовой биржи, которая контролирует фондовые биржи Чехии, Словении, Венгрии, возможно расширение сферы влияния данного фондового центра и на Варшавскую фондовую биржу — самую успешную торговую площадку в ЦВЕ. Кроме того, существует ряд соглашений о сотрудничестве между Веной и фондовыми биржами Баня-Луки, Белграда, Бухареста, Подгорицы, Сараево, Скопье, Софии, Загреба; в Украине налажено сотрудничество с Национальным депозитарием и ПФТС. Дополнительно Венская фондовая биржа вступила в соглашения о сотрудничестве с неевропейскими фондовыми биржами Алматы, Дубай, Шанхая и Токио. В 2010 г. была изменена структура управления данным объединением путём создания холдинговой компании,

на которую возложены полномочия стратегического и финансового менеджмента, а также управлением филиалами в 4 городах (структура схожая с NASDAQ OMX). Однако следует отметить, что мировой финансовый кризис оказал более значительное влияние на Венскую фондовую биржу: капитализация биржи в 2008 г. снизилась до уровня 32,55 % от уровня 2007 г., а в 2009 г. удалось достичь всего лишь 50 % уровня 2007 г. [12].

Третий фондовый регион находится лишь на стадии формирования. Изначально Москва позиционировала себя как финансовый центр для всего постсоветского пространства, однако, ряд новых независимых государств выбрал европейское направление интеграции. На данный момент российский рынок ценных бумаг характеризуется биполярной системой — РТС и ММВБ, а для создания сильного финансового центра было принято решение о создании единой фондовой биржи на базе ЗАО ММВБ, 60 % которой принадлежит государству. Также планируется создание единой расчётно-клиринговой инфраструктуры, т. е. происходит не только горизонтальная, но и вертикальная интеграция.

Для украинского рынка ценных бумаг одной из основных проблем выступает определение его места среди указанных трёх регионов и двух фондовых центров. В начале апреля 2010 года Антимонопольный комитет Украины выдал разрешение ММВБ на приобретение 50 % + 1 акция биржи ПФТС, лидера биржевой торговли в Украине. Помимо этого, бирже РТС принадлежит 49 % ОАО «Украинская биржа» и 59,41 % АО «Товарная биржа «Евразийская торговая система» (Казахстан). Исходя из «Стратегии развития финансового рынка России на период до 2020 года» основной целью выступает создание в Москве международного финансового центра на базе консолидации российской биржевой и расчётной инфраструктур и, как следствие, украинской и казахской. Таким образом, происходит формирование крупнейшего в СНГ конгломерата торговых и расчётно-клиринговых систем. Помимо этого, планируется предоставление ряда льгот для привлечения капиталов, имеющих своим происхождением страны СНГ.

Кроме того, существует объективная необходимость привлечения иностранного инвестора к участию в развитии национального лидера фондовой инфраструктуры — ПФТС. Воздействие мирового финансового кризиса последних лет не оказало значительного воздействия, как предполагали аналитики, на объём сделок заключённых на организованном рынке ценных бумаг — в 2009 г. произошло снижение всего на 4,62 % по сравнению с 2008 г. Однако значительно изменилось распределение объёмов операций между самими фондовыми биржами, а именно ПФТС (см. рис. 1).

Исходя из указанной динамики, биржа ПФТС начала терять позиции лидера, основная причина этого — не кризисное состояние всего фондового рынка, а значительные проблемы в техническом обеспечении и отсутствие внутренних ресурсов для его модернизации. Таким образом, ПФТС вернулся к доле организованного рынка на уровне 2005 года (см. рис. 2). Следовательно, привлечение ММВБ с данной позиции представляется очень перспективным, т. к. результаты нагрузочного тестирования, осуществлённого в конце 2009 года, показали, что мощность программно-техническо-

го комплекса позволяет обрабатывать за торговый день более 4 000 000 заявок, регистрировать более 1 500 000 сделок и обеспечивать клиринг и расчеты по ним. При этом торговые системы способны выдерживать пиковые нагрузки более 1 600 заявок в секунду [13]. При этом на ПФТС в день заключается 1500–2000 сделок в среднем [14].

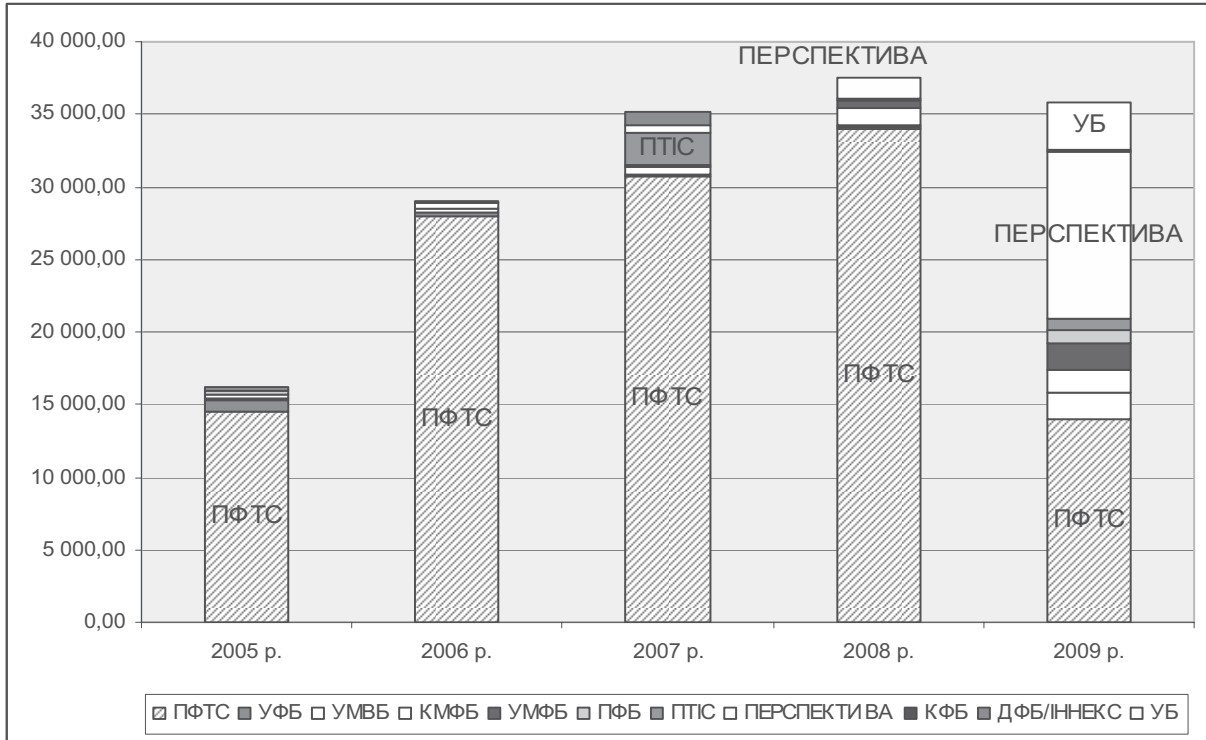


Рис. 1. Структура организованного фондового рынка Украины в 2005–2009 гг. [Расчитано на основе 16]

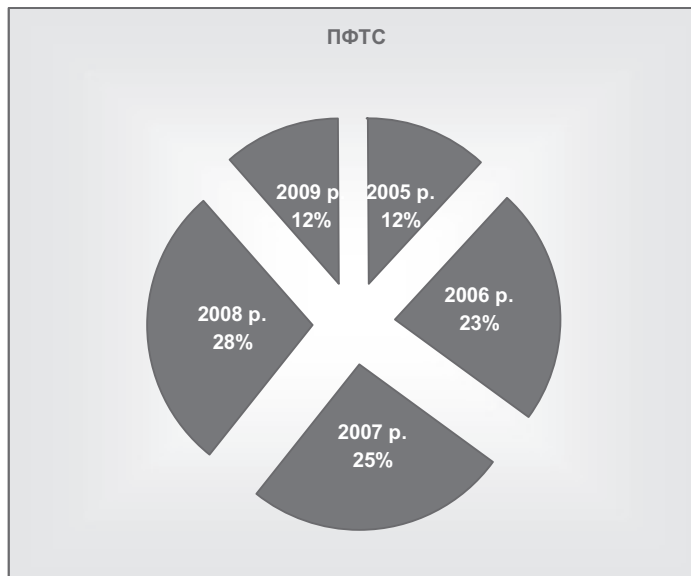


Рис. 2. Динамика доли ПФТС на организованном фондовом рынке в 2005–2009 гг.

Создание крупного международного финансового центра в Москве обусловлено, прежде всего, решением внутренних проблем. Неотъемлемым условием успешной интеграции фондовой инфраструктуры постсоветского пространства выступает формирование ёмкого и высоколиквидного рынка ценных бумаг России. Иначе консолидация инфраструктуры рынка теряет экономический базис, решаются только политические вопросы, т.к. поиск капитала будет происходить за рамками интегрированного фондового рынка, т. е. произойдёт невыполнение его основной функции.

Исходя из исторического опыта, как правило, после объявления о покупке локальной фондовой биржи крупным объединением наблюдался рост индекса биржи — объекта поглощения, как, например, в апреле 2001 г. Хельсинкская фондовая биржа приобрела контрольный пакет акций Таллиннской фондовой биржи, после чего наблюдался стабильный рост индекса TALSE, позднее переименован в OMX Tallinn (см. рис. 3).

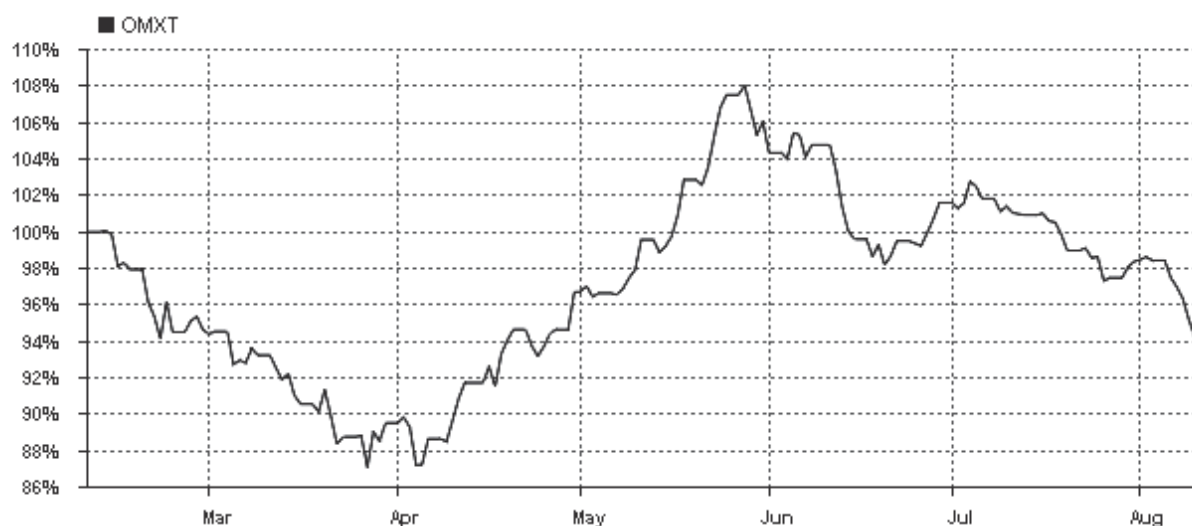


Рис. 3. Динамика фондового индекса TALSE в 2001 г. [15]

Однако невозможно оценивать перспективы развития инфраструктуры фондового рынка Украины только с точки зрения уровня её технического обеспечения. Для определения дальнейших перспектив развития РЦБ Украины необходимо выделить причины интереса к нему со стороны иностранных бирж:

– для западноевропейских бирж:

1) более высокая прибыльность украинских ценных бумаг как следствие их более высокого риска;

2) реализация заинтересованности иностранных инвесторов в перераспределении прав собственности на промышленные объекты;

3) выход зарубежных негосударственных пенсионных фондов и страховых компаний на украинский фондовый рынок;

– для российских бирж:

1) политическое и экономическое влияние на украинский рынок ценных бумаг;

2) выполнение политической программы становления евразийского фондового центра;

3) более лёгкий доступ российских инвесторов к украинским ценным бумагам, к участию к перераспределению прав собственности;

4) обладание полной информацией о рынке ценных бумаг Украины.

Кроме того, объединение биржевой и депозитарной инфраструктур и их последующее слияние с российским фондовым конгломератом, т. е. нарушение изначального законодательного разграничения торговой и учётной функции, в условиях криминализации фондового рынка и широкого использования инсайдерской информации даст возможность мониторить и даже контролировать финансовые и имущественные операции тех украинских предприятий, которые будут действовать как на организованном, так и на неорганизованном рынке ценных бумаг.

Проанализируем 3 возможных сценария национальной фондовой инфраструктуры (см. таблицу 1).

Таблица 1

**Преимущества и риски сценариев развития фондовой инфраструктуры**

1. Слияние ПФТС и ММВБ, формирование моноцентричного РЦБ на территории Украины, России и Казахстана	2. Слияние украинской, российской и казахской биржевой и расчётно-клиринговой инфраструктур в единую систему	3. Слияние ПФТС и ММВБ. Формирование биполярного РЦБ. Депозитарная инфраструктура Украины остаётся независимой
<p><i>Преимущества:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– использование новых технологий для усовершенствования системы торгов;</li> <li>– упрощение доступа инвесторов со всех трех рынков;</li> <li>– возможность выхода на сформировавшийся рынок средних компаний или компаний, которые не хотят полностью раскрывать информацию о своей деятельности;</li> <li>– схожесть правил торговли и законодательства на указанных рынках;</li> <li>– увеличение доли организованного РЦБ, его прозрачности</li> </ul>	<p><i>Преимущества:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– использование новых технологий для усовершенствования системы торгов и учёта;</li> <li>– упрощение доступа инвесторов со всех трех рынков;</li> <li>– ускорение процедуры торгов и перерегистрации прав собственности;</li> <li>– оперативность и адекватность получаемой информации;</li> <li>– возможность выхода на сформировавшийся рынок средних компаний или компаний, которые не хотят полностью раскрывать информацию о своей деятельности</li> </ul>	<p><i>Преимущества:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– останется возможность интеграции РЦБ Украины в ЕС;</li> <li>– наличие выбора площадки для IPO для украинских компаний;</li> <li>– использование новых технологий для усовершенствования системы торгов и учёта;</li> <li>– упрощение доступа инвесторов на более широкий спектр рынков;</li> <li>– учёт и перерегистрация прав собственности на ценные бумаги не будет зависеть от политических или иностранных интересов;</li> <li>– частичная нейтрализация влияния со стороны РФ</li> </ul>

Окончание табл. 1

1. Слияние ПФТС и ММВБ, формирование моноцентричного РЦБ на территории Украины, России и Казахстана	2. Слияние украинской, российской и казахской биржевой и расчётно-клиринговой инфраструктур в единую систему	3. Слияние ПФТС и ММВБ. Формирование биполярного РЦБ. Депозитарная инфраструктура Украины остаётся независимой
<p><i>Риски:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– усложнение процессов интеграции в ЕС;</li> <li>– более сильное политическое влияние России;</li> <li>– рост зависимости РЦБ от состояния российской финансовой системы;</li> <li>– замена персонала ПФТС на сотрудников ММВБ, которые будут ориентироваться на достижение целей материнской компании;</li> <li>– манипуляции на РЦБ Украины и Казахстана для достижения российских целей</li> </ul>	<p><i>Риски:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– значительное усложнение процессов интеграции в ЕС;</li> <li>– очень сильное политическое влияние России;</li> <li>– контроль над инвестиционными процессами и перераспределением прав собственности на стратегические объекты со стороны РФ;</li> <li>– потеря независимости финансовыми рынками Украины и Казахстана;</li> <li>– манипуляции на РЦБ Украины и Казахстана для достижения российских целей</li> </ul>	<p><i>Риски:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>– сильное политическое и экономическое влияние РФ;</li> <li>– возникновение конфликтов между двумя биржами, особенно при смене политической власти в Украине;</li> <li>– слаборазвитость расчётно-клиринговой инфраструктуры Украины;</li> <li>– разделение РЦБ на два антагонистичных сегмента, затруднение в осуществлении операций</li> </ul>

Далее необходимо определить национальные причины заинтересованности в продаже украинских фондовых бирж:

- подавляющая доля вложений в украинские ценные бумаги является спекулятивной;
- отсутствие качественных национальных финансовых инструментов;
- высокие риски, связанные с отсутствием гарантий по сделкам купли-продажи ценных бумаг и проблемами с переходом прав собственности;
- невозможность выхода на международные фондовые рынки для получения более дешёвых заёмных ресурсов;
- отсутствие заинтересованности населения в инвестициях в ценные бумаги;
- объём теневого фондового рынка Украины составляет около 95 % [16];
- неразвитая система институциональных инвесторов.

В настоящее время в Украине присутствуют представители российского фондового региона, причём его позиции наиболее сильны. Однако то, что Варшавская фондовая биржа успела купить 25 % биржи «Иннэкс» (бывшая Донецкая фондовая биржа), а её в свою очередь планирует поглотить Венская фондовая биржа, оставляет возможность для создания биполярной модели украинского рынка ценных бумаг. NASDAQ OMX также пытается зайти на украинский рынок путём приобретения УМВБ, но пока неудач-

но. Но после технического переоборудования ПФТС и «Иннэкс» большая часть украинских фондовых бирж будет вынуждена прекратить свою деятельность. Таким образом, все ведущие национальные биржи будут развиваться при помощи иностранного капитала, и существует вероятность формирования мультиполярного фондового рынка.

Исходя из проведенного анализа, можно сделать вывод о том, что в политических и экономических интересах Украине следует придерживаться сценария № 3. Следует учитывать, что практика объединения торговых и расчётно-клиринговых инфраструктур в странах с развитой экономикой не может быть полностью применена в странах постсоветского пространства, которые характеризуются высоким уровнем политических рисков, коррупцией, широким использованием инсайдерской информации и неадекватным формированием цен. Для нейтрализации значительной части подобных рисков целесообразным является формирование биполярного РЦБ: один центр создаётся на базе слияния ПФТС и ММВБ с возможным объединением с РТС и УБ, второй на базе УМВБ, «Иннэкс», КМФБ или ФБ «Перспектива» с возможностью привлечения на них иностранного инвестора (например, NASDAQ OMX или Венская фондовая биржа). При любом сценарии развития сохраняется низкая вероятность того, что российский фондовый центр сможет объединить всю фондовую инфраструктуру стран бывшего СССР.

## Литература

1. Schmukler S., Vesperoni E. Globalization and Firms' Financing Choices: Evidence from Emerging Economies // World bank Policy Research Working Paper. — 2001. — № 2323. — 37 p.
2. Chaplinsky S., Ramchand L. The Impact of Global Equity Offerings // Journal of Finance. — 2000. — Vol. 55. — P. 2767–2789.
3. Miller D., Puthenpuracal J. The Costs, Wealth Effects and Determinants of International Capital Raising: Evidence from Public Yankee Bonds, mimeo // Indiana University and Texas A&M University. — 2000. — 77 p.
4. Adam A. M., Tweneboah G. Foreign Direct Investment (FDI) and Stock market Development: Ghana Evidence // School of Management, University of Leicester, UK . — 2008. — October. — Paper N 11261. — 13 p.
5. Думная Н. Н., Петров М. А. Формирование международных интегрированных рынков в условиях глобализации [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/\\_dumnaya/integro.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/_dumnaya/integro.pdf)
6. Рубцов Б. Б. Тенденции развития мировых фондовых рынков. — 2003 г. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.oglibrary.ru/data/demo/7495/7495.html>
7. Миркин Я. М. Интеграция финансовых рынков СНГ: механизм ускорения [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [www.mirkin.ru/\\_docs/articles06-001.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/articles06-001.pdf)
8. Мозговий О. М. Ринок цінних паперів: регуляторна структуризація в умовах глобалізації / О. М. Мозговий, Д. Г. Лук'яненко // Ринок цінних паперів України. — 2005. — № 9–10. — С. 3–11.
9. Назарчук М. І. Фондові біржі на організованому ринку цінних паперів України / М. І. Назарчук // Фінансовий ринок України. — 2005. — № 6–7. — С. 43–46.
10. Сохацька О. М. Сучасні тенденції розвитку світових ф'ючерсних ринків: уроки для України / О. М. Сохацька // Журнал європейської економіки, Т.1. (№ 2). — вересень 2002. — С. 181–211.
11. Nasdaq снизил чистую прибыль на 15 % [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://fundmarket.ua/news/4b700d4233280/>

12. History of the exchange operating company, Wiener Borse [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://en.wienerbourse.at/static/cms/sites/wbag/media/en/pdf/about/history.pdf>
13. О результатах деятельности ММВБ в 2009 году [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.micex.ru/>
14. Аналитика [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://fundmarket.ua>
15. Официальный сайт Nasdaq OMX [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nasdaqomxbaltic.com>
16. Годовые отчёты ГКЦБФР [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://astra.ssmc.gov.ua:8081/ShowPage.aspx?PageID=12>

## **О. В. Копылова**

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

### **ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ПІСЛЯ ЗЛИТТЯ ПФТС ТА ММВБ**

#### **Резюме**

У статті проаналізовано основні інтеграційні процеси інфраструктури ринку цінних паперів у країнах колишнього СРСР і Центрально-Східного регіону, визначено фондові центри й регіони. Виділено основні сценарії й перспективи розвитку фондової інфраструктури України після злиття ПФТС і ММВБ. Позначено головні причини зацікавленості іноземних інвесторів у поглинанні української фондової інфраструктури. Зроблено висновки щодо позитивних і негативних наслідків формування моноцентричного й біполярного національного ринку цінних паперів. Запропоновано найбільш оптимальний варіант інтеграції фондового ринку України з урахуванням економічних і політичних передумов.

**Ключові слова:** ринок цінних паперів, інфраструктура, фондовий регіон, фондова біржа, інтеграція, інвестиції.

## **O. V. Kopylova**

Odessa National I. I. Mechnikov University

### **PERSPECTIVES OF THE UKRAINIAN STOCK MARKET INFRASTRUCTURE DEVELOPMENT AFTER MERGE OF PFTS AND MISE**

#### **Summary**

The basic integration processes of a securities market infrastructure in the countries of the former USSR and central-east region are analysed, the share centers and regions are defined in article. The basic scenarios and prospects of development of a share infrastructure of Ukraine after merge of PFTS and the Moscow Interbank Stock Exchange are allocated. The main reasons of interest of foreign investors in absorption of the Ukrainian share infrastructure are designated. Conclusions concerning positive and negative consequences of formation monopolar and bipolar national securities market are drawn. The optimal variant of integration of stock market of Ukraine taking into account economic and political preconditions is offered.

**Key words:** a securities market, an infrastructure, stock market region, stock exchange, integration, investments.