

Віктор КОЗЮК, Павло ЛУЦІВ

**ВПЛИВ РІШЕННЯ ЩОДО ЗАПРОВАДЖЕННЯ ТРЕТЬОГО РІВНЯ ЛІСТИНГУ
ЦІННИХ ПАПЕРІВ НА ФОНДОВІ ІНДЕКСИ ПФТС
ТА «УКРАЇНСЬКОЇ ФОНДОВОЇ БІРЖІ»**

Розглянуто доцільність впровадження третього рівня лістингу цінних паперів на українських фондових біржах. Використано статистичні та математичні методи дослідження, в результаті чого встановлено значний ступінь впливу на вітчизняні фондові індекси з боку зарубіжних та міжнародних фондових індексів. Подано пропозицію щодо запровадження третього рівня лістингу на постійній основі.

The article discusses the advisability of introducing the third level of listing of securities on the Ukrainian stock exchanges. The author used statistical and mathematical methods, thus it was concluded high impact on the domestic dynamics of indices of foreign and international stock indices. Fears that this decision would adversely affect the liquidity of the stock market have been refuted. The author concluded on the feasibility of implementing this solution on an ongoing basis.

За станом на 2011 р. понад 60% промислово-виробничого потенціалу України зосереджено в акціонерних товариствах. Джерелом фінансування їхньої діяльності є емісія цінних паперів, переважно акцій. Найідеальнішим способом безпечного продажу цінних паперів для акціонерного товариства є їхнє котирування на фондовій біржі, оскільки в цьому випадку конверсійні операції здійснюються під постійним контролем самої біржі, яка захищає торговельні угоди від проявів у них елементів шахрайства та інших корисливих зловживань як з боку інвестора, так і емітента.

Для отримання дозволу на внесення цінних паперів до біржового списку останні повинні пройти **лістинг** – сукупність процедур з включення цінних паперів до реєстру організатора торгівлі і здійснення контролю за відповідністю цінних паперів та емітента умовам і вимогам, передбаченим правилами організатора торгівлі (відповідно до ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»). Згідно з п. 24 Закону України «Про акціонерні товариства», публічні акціонерні товариства зобов'язані пройти процедуру лістингу й залишатися в біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі. Проте більшість бірж України перебувають на стадії становлення, володіючи низьким рівнем технологічного озброєння, що не відповідає світовим стандартам. Виняток становлять хіба що Перша фондова торговельна система (ПФТС) та «Українська фондова біржа», котрі володіють сучасними технологіями і технічними засобами проведення торгових операцій. Однак на цих біржах встановлено доволі жорсткі вимоги щодо проходження процедури лістингу цінними паперами акціонерних товариств, а відтак – більшість з них не в змозі розмістити тут свій капітал. Цей факт сповільнює економічний розвиток акціонерних товариств, а оскільки ними виробляється майже 75% валового внутрішнього продукту країни, це негативно позначається на загальному економічному розвитку нашої держави. Для поліпшення ситуації Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку внесла пропозицію щодо запровадження третього рівня лістингу на даних торгових системах.

Мета цієї роботи полягає в аналізі можливих позитивних чи негативних наслідків впровадження зазначеної вище пропозиції на стан фондового ринку й економіки держави загалом.

Загалом робота присвячена дослідженню фондових ринків, аналіз яких вже провели багато зарубіжних та вітчизняних науковців. У працях В. А. Галанова та І. В. Шкодінової досліджено основні тенденції фондового ринку України, які формуються під впливом світової економічної кризи, й запропоновано програму реформування інституційної структури фондового ринку. Такі науковці, як В. В. Колесник, В. В. Корнєєв, М. О. Бурмака у своїх працях досліджували роль фондового ринку у формуванні інвестиційного капіталу.

За станом на жовтень 2011 р. членами ПФТС були 154 акціонерних товариства. Відповідно на «Українській фондовій біржі» котирувалися цінні папери 52 компаній. У той же час, згідно з даними ДКЦПФР в Україні як юридичні особи було зареєстровано 29977 акціонерних товариств. Проте лише 0,687% з них виставили свої акції на продаж на даних біржах. Цей показник зумовлений різними факторами, зокрема: акції приватних акціонерних товариств взагалі не можуть бути допущені до торгів, до котирувального списку першого рівня лістингу включаються акції українських емітентів, які, починаючи з 2005 р., залучали фінансування на європейських фондових біржах тощо. Але основним фактором, як вже раніше зазначалося, є жорсткі умови внесення до біржового списку. В ході дослідження було виявлено, що процедури лістингу на обох біржах практично не мають суттєвих відмінностей. Різниця є лише у вимогах для облігацій місцевих позик щодо номінальної вартості серії випуску облігацій. Для ПФТС ця сума становить не менше 25 млн. грн., а для «Української фондової біржі» – не менше 3 млн. грн. Решта вимог не відрізняються. Зокрема, наведемо деякі умови щодо внесення акцій до біржового списку першого рівня лістингу, а саме:

- загальна кількість акціонерів емітента становить не менше 500 осіб;
- вартість чистих активів емітента становить не менше 100 млн. грн.;
- річний дохід від реалізації товарів, робіт, послуг за останній фінансовий рік становить не менше 100 млн. грн.

Як бачимо, відповідати цим вимогам можуть лише найбільші підприємства, як правило, це ТНК, міжнародні банки чи великі комунальні підприємства, які функціонують на ринку природної монополії. Через це клієнтами ПФТС на першому рівні лістингу є лише 15 підприємств, серед них Райффайзен Банк Аваль, ЛуАЗ, Укртелеком та ін.

Варто зазначити, що у 2008 р. ДКЦПФР вже вдавалася до заходів пом'якшення умов лістингу цінних паперів. Тоді йшлося, зокрема, про призупинення дії вимог до цінних паперів та їхніх емітентів за показниками мінімальної ринкової капіталізації емітента, мінімальної кількості акціонерів, мінімального річного доходу від реалізації товарів і послуг, а також дії вимоги по відсутності збитків. Ці зміни діяли до 1 січня 2011 р. і мали на меті, за словами голови ДКЦПФР: «Підвищення ліквідності фондового ринку та ефективності його функціонування». Сам факт прийняття такого рішення засвідчує існування вищезгаданої проблеми та необхідності її подолання.

Пригадаємо, третій рівень лістингу вже існував у практиці фондового ринку, коли у 2007 р. за рішенням ДКЦПФР його було скасовано. У ході даного дослідження був зроблений висновок, що це мало негативний вплив на ліквідність ринку, оскільки поза лістингом опинилися майже 90% одних лише акцій українських емітентів.

Вже з 2008 р. регулятор розпочав підготовку змін у положення «Про функціонування фондових бірж», плануючи повернути біржам третій рівень лістингу. Паралельно розпочалися обговорення щодо критеріїв потрапляння цінних паперів у третій рівень лістингу. Точні умови цього рівня лістингу не затверджені остаточно, тож даний аналіз базується виключно на офіційно запропонованій основній умові самої ДКЦПФР: цінні папери можуть перебувати на даному рівні не більше одного року, після чого вони муситимуть перейти у перший або другий рівень лістингу (тобто даний рівень планується запроваджувати як перехідний і тимчасовий), а також від думок та припущень офіційних експертів, зокрема голови правління Української міжбанківської валютної біржі Петра Переверзева, аналітика ІК Concorde Capital Олександра Климчука, керівника аналітичного відділу ІК Dragon Capital Андрія Беспятова та ін. За словами Андрія Беспятова, в третій рівень потрапить більша кількість компаній-учасниць біржової торгівлі. «Можна припустити, що мінімальні вимоги за вартістю чистих активів, обороту і капіталізації будуть на рівні 25–30 млн. грн.», – зазначає аналітик.

Цікаво, що проти такого рішення виступило саме керівництво ПФТС та «УФБ». У прес-службі бірж заявили, що це призведе до негативних наслідків для ринку, оскільки у котирувальні списки може потрапити велика кількість неліквідних цінних паперів з низьким рівнем попиту на них, що призведе до зниження іміджу бірж. Обґрунтування цих побоювань можна знайти у Звіті Міжнародного валютного фонду з питань глобальної фінансової стабільності. Зокрема, у другому розділі зазначається, що світова фінансова криза змусила довгострокових інвесторів уважніше підходити до оцінювання ризиків, особливо ризику ліквідності.

Проаналізуємо, чи дійсно таке рішення призведе до зниження загальної ліквідності фондового ринку, а відтак – до впливу капіталу інвесторів з фондових бірж та зниження їхньої репутації. Цей аналіз можна провести на основі оцінки фондового індексу ПФТС. Головним показником розвитку ринку цінних паперів України, визнаним не тільки в межах нашої держави, а й за кордоном, є індекс

ПФТС. Приймаючи рішення щодо інвестування капіталу у вітчизняні цінні папери, іноземні інвестори значну увагу приділяють аналізу динаміки цього індексу. Значення індексу ПФТС розраховується за цінами угод, укладених з двадцяти найбільш ліквідних акцій емітентів, види економічної діяльності яких належать до різних секторів економіки України. Ліквідність цих акцій залежить від фінансового стану їхніх емітентів, а не ліквідності цінних паперів, які перебувають на іншому рівні лістингу. Підтвердимо це аналітично, проаналізувавши зв'язок між фінансовими показниками емітентів «Райффайзен Банк Аваль» та «Укртелеком» та індексом ПФТС за допомогою множинного кореляційно-регресійного аналізу.

Таблиця 1

**Динаміка фінансових показників компаній «Укртелеком»,
«Райффайзен Банк Аваль» та фондового індексу ПФТС**

Рік	Чистий прибуток «Укртелеком», тис. грн.	Чистий прибуток «Райффайзен Банк Аваль», тис. грн.	Індекс ПФТС	Дохід від реалізації «Укртелеком», тис. грн.	Дохід від реалізації «Райффайзен Банк Аваль», тис. грн.
2006	46 846 400	34 415 500	78 944 302	23 670 760	498,86
2007	26 719 300	65 587 800	80 392 257	33 350 520	1 091,06
2008	-15 255 220	21 841 400	78 901 640	11 767 840	732,27
2009	-4 564 260	23 677 400	81 381 120	24 376 680	423,12
2010	-25 876 700	74 594 800	80 066 850	42 036 800	811,21

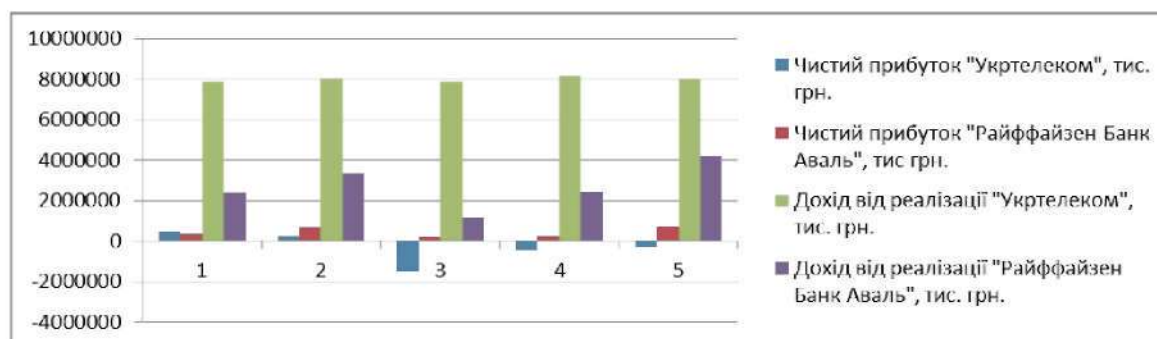


Рис. 1. Динаміка основних фінансових показників компаній «Укртелеком» та «Райффайзен Банк Аваль», тис. грн.

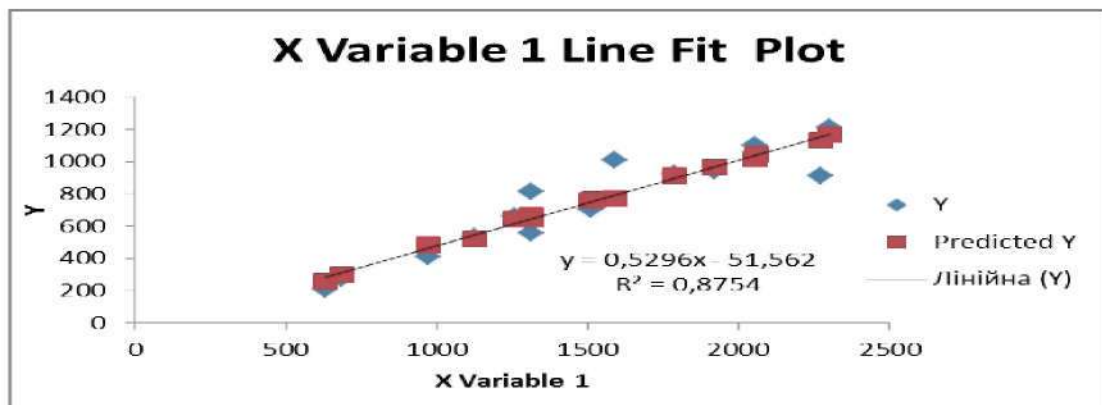
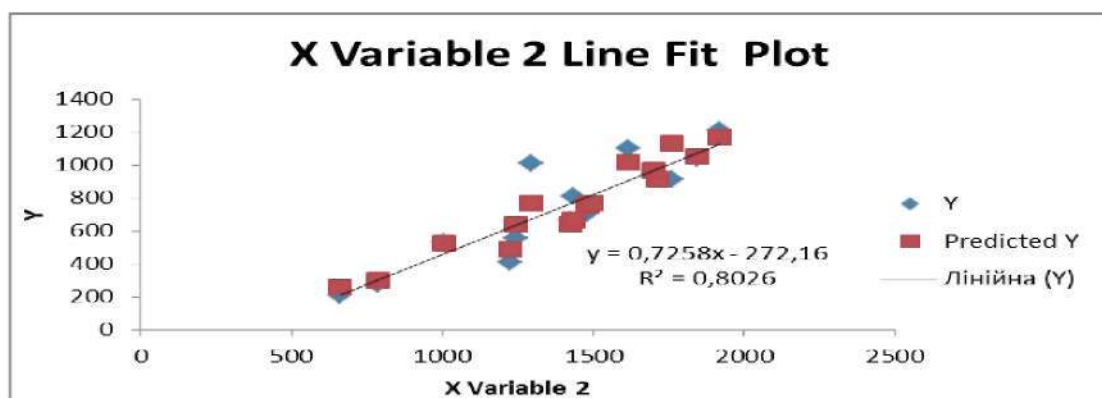
Отриманий лінійний коефіцієнт кореляції $r=0,78$, коефіцієнт детермінації $d=0,613$. А відтак, встановлена наявність прямого причинно-наслідкового зв'язку між фінансовою стабільністю компаній, акції яких котируються у біржовому списку першого рівня лістингу ПФТС і величиною основного фондового індексу ПФТС.

На даний час індекси українських фондових бірж характеризуються значною волатильністю. На думку національного рейтингового агентства «Рюрик», цей факт пояснюється насамперед низькою ліквідністю фінансового ринку та високою питомою вагою спекулятивних операцій. Також важливим фактором, який впливає на стан цих індексів, є коливання індексів російських бірж РТС та ММВБ. Таке припущення пояснюється високою взаємозалежністю економік України та Росії, внаслідок чого на стан провідних компаній України впливає стан російської економіки, рівень попиту на українську продукцію на російському ринку. Також поясненням цьому є спільний клас активів та подібне позиціонування ринків України та Росії в очах іноземних інвесторів.

У ході подальшого дослідження був проведений багатофакторний кореляційно-регресійний аналіз, в якому за факторні ознаки X_1 , X_2 брались значення індексів РТС і ММВБ, а за результативну ознаку – значення індексу ПФТС. Величини індексів, що використовувалися для обрахунку, були взяті на основі простої середньої арифметичної цін відкриття, закриття, мінімуму і максимуму (табл. 2).

Динаміка фондових індексів РТС, ММБВ та ПФТС

Історія даних	РТС	ММБВ	ПФТС
01. 04. 2009 д.	685,26	787,22	274,59
01. 07. 2009 д.	971,24	1223,00	411,20
01. 10. 2009 д.	1261,14	1424,73	663,91
09. 01. 2010 д.	1510,065	1479,66	705,00
01. 04. 2010 д.	1590,92	1294,41	1012,45
01. 07. 2010 д.	1314,48	1436,32	811,28
01. 10. 2010 д.	1519,68	1496,24	743,12
09. 01. 2011 д.	1785,68	1714,25	923,18
01. 04. 2011 д.	2058,47	1843,43	1040,13
01. 07. 2011 д.	1921,53	1702,19	943,15
03. 10. 2011 д.	1314,83	1242,57	558,04

Рис. 2. Графік підбору по змінній X_1 Рис. 3. Графік підбору по змінній X_2

Отриманий лінійний коефіцієнт кореляції $r = 0,93$, тому можна стверджувати, що між даними індексами існує щільний зв'язок. Коефіцієнт детермінації $D=0,88$. Висока щільність зв'язку обумовлена також тим, що на індекси впливають спільні фактори, внаслідок чого індекси поведуть себе високо корельовано.

Поряд із російськими фондовими індексами, значний вплив на стан індексу ПФТС здійснює індекс MSCI World, який є вимірювачем продуктивності ринків цінних паперів розвинених країн. Цей вплив був проаналізований методом аналітичного групування (табл. 3).

Таблиця 3

Динаміка фондових індексів MSCI World та ПФТС

Історичні дані	Індекс MSCI World	Індекс ПФТС
09. 01. 2009 р.	920,23	211,41
01. 04. 2009 р.	804,38	274,59
01. 07. 2009 р.	944,43	411,20
01. 10. 2009 р.	1086,94	663,91
09. 01. 2010 р.	1210,13	705,00
01. 04. 2010 р.	1212,09	1012,45
01. 07. 2010 р.	1039,81	811,28
01. 10. 2010 р.	1177,50	743,12
09. 01. 2011 р.	1298,91	923,19
01. 04. 2011 р.	1345,62	1040,13
01. 07. 2011 р.	1314,00	943,15
03. 10. 2011 р.	1103,26	558,04

Одержане емпіричне кореляційне відношення $r=0,90$, коефіцієнт детермінації $d=0,81$, отже, між цими індексами існує щільний зв'язок.

На основі отриманих даних можна зробити висновок, що побоювання керівництва ПФТС щодо погіршення ситуації на біржі через впровадження третього рівня лістингу, а відтак зниження біржового індексу через приплив низько ліквідних цінних паперів підлягають сумніву.

Наступним кроком проаналізуємо можливі позитивні результати такого рішення. Президент інвестфонду «Амадеус-Індекс ПФТС» Михайло Ройко стверджує, що поява чергового рівня біржового списку, навпаки, знизить ризики інвесторів: «Це буде сигнал для інвестора, що це звичайні біржові папери, а не сміття». Тому ліквідність паперів, які потраплять в третій рівень, підвищиться, як вважає А. Беспятов. А президент Асоціації НПФ і адміністраторів НПФ Андрій Рибальченко вважає, що це «...зніме проблему диверсифікованості активів НПФ» [2].

Як вже зазначалось на початку, торгівля цінними паперами акціонерного товариства на фондовій біржі є для нього найшвидшим і найбезпечнішим способом їхнього продажу. Торгівля ж цінними паперами на біржах рівня ПФТС чи «УФБ» буде вкрай вигідною для акціонерних товариств. Сформулюємо основні проблеми, з якими стикаються акціонерні товариства на позабіржовому ринку, і які можна подолати при виході на фондову біржу:

- неможливість власників цінних паперів самостійно знайти покупця;
- непрозорі торги;
- відсутність моніторингу ризиків і здатність реагувати на них;
- неможливість визначити реальну вартість цінних паперів і маніпулювання цінами.

У нашій роботі було спростовано небезпеку зниження ліквідності фондових бірж ПФТС та «УФБ» внаслідок впровадження третього рівня лістингу цінних паперів і зроблено висновок, що таке рішення зумовить загалом позитивні результати на фондовому ринку й в економіці загалом завдяки тому, що:

- посилить ліквідність фінансового ринку через залучення нових фінансових інструментів до котирування на найбільших фондових біржах України;
- допоможе значній кількості акціонерних товариств вирішити проблеми, пов'язані з перебуванням на позабіржовому ринку;
- дасть змогу підприємствам вигідно продавати свої цінні папери на найбільших фондових біржах України;
- прискорить темпи економічного розвитку підприємств і загальні темпи розвитку економіки.

На думку авторів, хибним рішенням є те, що цей рівень лістингу планується ввести як перехідний, після чого підприємства мають внести свої акції до котирувального списку другого або першого рівня лістингу, в інакшому випадку вони будуть виключені з біржових списків. Для новоствореного підприємства збільшення вартості своїх активів, капіталізації та обсягів продажів до 50 млн. грн. (мінімальні вимоги другого рівня лістингу на ПФТС та «Українській фондовій біржі») протягом одного року існування є практично нереальним завданням, воно буде змушене перейти на біржу з менш жорсткими вимогами, що володіє нижчим рівнем технічного забезпечення та меншою кількістю клієнтів. Отже, вважаємо за доцільне запропоноване рішення щодо запровадження цього рівня лістингу застосовувати в Україні не лише тимчасово, а й на постійній основі.

Література

1. Офіційний сайт «УФБ» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrse.kiev.ua/listing>
2. Офіційний сайт ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pfts.com>
3. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480-IV.
4. Богачев С. Капиталотворческая функция промышленных корпораций : моногр. / С. Богачев / НАН Украины. Университет экономики промышленности. – Донецк, 2005. – 236 с.
5. Офіційний сайт ДКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua>
6. Річний звіт ДКЦПФР за 2010 рік.
7. Стратегія економічного та соціального розвитку України на 2004–2015 роки «Шляхом європейської інтеграції» / авт. колектив : А. С. Гальчинський, В. М. Гесць та ін. – К. : ІВЦ Держкомстату України, 2004. – 416 с.
8. Beck T. Finance and the Sources of Growth / T. Beck, R. Levine, N. Loayza // *Journal of Financial Economics*. – 2000. – № 58.
9. Amel D. Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence / D. Amel, C. Barnes, F. Panetta, C. Salleo // *Journal of Banking and Finance*. – 2004. – № 28.
10. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : навч. посіб. / В. М. Шелудько. – 3-тє вид. [випр. і доп.]. – К. : Знання-Прес, 2008.