

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ В ПЕРВОЙ ПОЛОВИНЕ 90-Х ГОДОВ XX ВЕКА

Постановка проблемы

Общепризнано, что рынок ценных бумаг Украины все еще не вышел фактически из стадии становления и является едва ли не самым неразвитым среди фондовых рынков подавляющего большинства стран мира, в том числе ряда стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), Балтии и России.

Неразвитость украинского фондового рынка характеризуется, прежде всего, несовершенством его инфраструктуры, чрезвычайной расчлененностью и незначительным удельным весом в его общем торговом обороте биржевого рынка ценных бумаг, который практически повсеместно является центральным, системообразующим звеном фондовых рынков. Ничтожной остается роль отечественных фондовых бирж в экономике страны, в процессах инвестирования и роста капитализации предприятий, не говоря уже о других важных функциях, присущих подавляющему большинству фондовых бирж зарубежных стран.

Нельзя сказать, что крайне неудовлетворительное состояние отечественного фондового рынка, прежде всего его биржевого сегмента, не являлось предметом озабоченности государства и его высших институций. С планами и заданиями по развитию фондового рынка, совершенствованию его инфраструктуры, повышению роли фондовых бирж неоднократно выступали президенты и правительства Украины, соответствующие законопроекты вносились в Верховную раду Украины. С такой же последовательностью и регулярностью подавляющее большинство этих начинаний не оставляли никакого следа в реалиях фондового рынка.

Почему же все эти попытки «реформ сверху» не достигали цели? Почему не состоялся полноценный биржевой рынок? Какие причины обусловили серьезное и все более углубляющееся отставание в развитии отечественного рынка ценных бумаг от фондовых рынков стран — соседей Украины?

Обстоятельный ответ на эти вопросы необходим для выработки эффективных мер по преодолению длящегося уже второе десятилетие неудовлетворительного состояния фондового рынка Украины. В этой связи важное научное и практическое значение может иметь выявление особенностей его формирования,

начиная с первых лет становления независимого украинского государства.

Анализ последних исследований и публикаций

Проблематика отечественного фондового рынка является постоянным объектом исследований многих украинских ученых и специалистов. При этом подавляющее большинство работ посвящено анализу состояния и нерешенных проблем рынка ценных бумаг в период его становления, с конца 1990-х — начала 2000-х гг. Однако ни в этих работах, ни в трудах И.Кривовязюка, В.Ляшенко, А.Махмудова, О.Мендрула, О.Мозгового, В.Оскольского, П.Павленко, В.Павлова, А.Поважного, с большей или меньшей степенью полноты описывающих период формирования фондового рынка в Украине в 90-х гг. прошлого века, не рассматривались причины возникновения присущих ему многих негативных сторон и проблем. В частности, не анализировалась правовая основа, на которой создавался биржевой рынок ценных бумаг. Мало внимания было уделено процессу формирования внебиржевого неорганизованного сегмента фондового рынка, особенно в первой половине 1990-х гг.

Цель настоящего исследования состоит в изучении особенностей формирования фондового рынка Украины в период 1990-х гг. с учетом тогдашних правовой базы и возможностей его государственного регулирования.

В соответствии с указанной целью были поставлены задачи:

— проанализировать правовую базу формирования фондового рынка, прежде всего его биржевого сегмента;

— рассмотреть основные этапы процесса формирования биржевого и внебиржевого неорганизованного сегментов рынка, особенно в первой половине 1990-х гг.;

— выявить причины негативных деформаций, произошедших в процессе формирования фондового рынка Украины в первой половине 1990-х гг.

Основные результаты исследования

Центральным звеном правовой базы отечественного фондового рынка явился Закон Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже», принятый в июне 1991 г. [1]. Отметим, что в Российской Федерации на

полгода позднее, в декабре 1991 г., был принят не закон, а утвержденное постановлением Правительства «Положение о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР» [2].

Как отмечал бессменный руководитель Украинской фондовой биржи (УФБ) В. Оскольский, инициаторами и участниками разработки проекта этого закона, как и создания самой УФБ, выступили в начале 1991 г. руководители ведущих коммерческих банковских учреждений, ученые-экономисты, члены руководства и специалисты Министерства экономики, Министерства финансов и Экономического отдела Секретариата Кабинета Министров Украины, а также сам В. Оскольский — его тогдашний руководитель. При этом, не ожидая появления государственной программы создания национального рынка ценных бумаг, они исходили из концепции единой национальной фондовой биржи, которой по их замыслу, должна была стать УФБ [3, с. 51].

Эту идею централизации украинского рынка ценных бумаг, а точнее его организационно оформленного биржевого сегмента, в течение ряда последующих лет и теоретически и практически отстаивал В. Оскольский. Централизованная модель фондового рынка, осуществленная во многих странах Западной, Центральной и Восточной Европы (в том числе наиболее эффективно проявившая себя в Польше), а также в ряде азиатских стран, помимо единой фондовой биржи предусматривает единый (центральный, национальный) депозитарий ценных бумаг и единый расчетный (клиринговый) центр [4, с. 36 — 37].

Безусловно, такая централизованная модель фондового рынка была бы наиболее эффективной и в условиях Украины, вступившей на путь глубокой трансформации экономики. Однако содержание Закона «О ценных бумагах и фондовой бирже» в редакции от 18 июня 1991 г. и последующие его редакции не отражали идею централизации рынка.

Хотя отдельные статьи Закона прямо указывали на то, что речь в нем идет не только о самих ценных бумагах, но и об их обращении, т.е. о рынке (ст. 26 «Деятельность по выпуску и обращению ценных бумаг», ст. 29 «Заключение сделок с ценными бумагами»), не говоря уже о развернутом изложении статей 32-36 в разделе II «Фондовая биржа», название этого Закона не содержало термина «фондовый рынок», а в главе 1 не было дано его определение.

В отличие от разработанного в 1990 г. проекта Закона СССР «О ценных бумагах и фондовых биржах», текст которого направлялся на согласование всем союзным республикам, включая УССР, и должен был быть известен разработчикам украинского

проекта Закона, в ст. 26 последнего даже не упоминалась деятельность по хранению, учету и ведению расчетов по операциям с ценными бумагами, не говоря уже об отсутствии самостоятельных новелл, которые были бы посвящены важнейшим институтам централизованного рынка ценных бумаг — единому депозитарию и единому расчетному (клиринговому) центру. Ничто в тексте раздела II «Фондовая биржа», кроме его заголовка, не указывало на ее центральный характер в системе украинского организационно оформленного рынка ценных бумаг.

Закон Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже», в отличие от принятого на полгода позднее «Положения о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР», не содержал понятия об инвестиционных институтах, которые могли в соответствии с пунктом 15 раздела III «Положения» осуществлять свою деятельность на рынке ценных бумаг в качестве посредника (финансового брокера), инвестиционного консультанта, инвестиционной компании или инвестиционного фонда [2, с. 69 — 70]. Закон Украины в ст. 26 дал лишь общую формулировку посреднической деятельности по выпуску и обращению ценных бумаг, осуществляемой банками и торговцами ценными бумагами.

Между тем, раздел III указанного «Положения» в целом и пункты 18 и 19 в частности содержали развернутые описания деятельности инвестиционных компаний, инвестиционных фондов, а также требования к ним. Если бы в Закон Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже» были включены аналогичные положения, хотя бы при подготовке изменений и дополнений к нему, которые были внесены Законом Украины от 14 октября 1992 г. № 2680-ХІІ, можно было бы избежать значительной части нарушений и злоупотреблений этими инвестиционными институтами в период ваучерной приватизации.

Удивляет крайняя ограниченность задач, поставленных перед собой разработчиками проекта Закона Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже», неумение (или нежелание) видеть хотя бы ближайшую его перспективу, на 2-3 года. Вот что писал сам В. Оскольский в 1996 г. об обстоятельствах, при которых разрабатывался этот Закон и которые учитывались разработчиками: «Специфікою фінансового ринку України у 1991 р. можна вважати порівняно розвинуту систему комерційних банків. Про інші різновиди інвестиційних посередників та мережу незалежних брокерських контор і фінансових компаній мова на той час не йшла» [4, с. 52]. Поэтому-то так скупо, схематично изложена упомянутая выше ст. 26 Закона. Но ведь уже в ноябре 1991 г. была образована в виде акционерного

общества инвестиционная компания «ДИКОМ». В марте 1992 г. была создана одна из старейших и лучших компаний — участниц фондового рынка Украины — «КИНТО», идея которой возникла еще в конце 1980-х гг. [5]. В июле этого же года была основана в форме ОАО «Всеукраинская инвестиционная компания «ВІНКО», которая уже в сентябре получила разрешение Минфина на осуществление всех видов деятельности по ценным бумагам [6]. На самой УФБ уже в первом полугодии 1992 было открыто 18 брокерских контор и создано 15 ее филиалов [3, с. 55], а по состоянию на 1 декабря 1994 г. на УФБ действовало 75 брокерских контор и 29 ее филиалов, в том числе Южно-Украинский и Восточный фондовые центры [7].

Разработчики рассматриваемого Закона имели полную возможность создать полноценный, рассчитанный на достаточно длительную перспективу документ, творчески использовав законодательно-правовые наработки последнего советского периода, о которых говорилось выше. О том, что эти наработки были доступны, по крайней мере части членов инициативной группы украинских разработчиков, в том числе проект Закона СССР «О ценных бумагах и фондовых биржах», свидетельствуют многочисленные текстуальные совпадения отдельных пунктов и статей рассматриваемого Закона Украины и соответствующих союзных законодательно-правовых актов.

Определенные совпадения имеются и с текстом проекта Закона СССР «О ценных бумагах и фондовых биржах», например относительно возможности приложения к акции купонного листа, содержания протокола решения о выпуске акций; реквизитов, содержащихся в бланке облигаций; информирования эмитентом фондовой биржи и регистрирующего финансового органа об изменениях в хозяйственной деятельности; минимального количества учредителей фондовой биржи, содержания ее устава и правил и др.

Почему же наиболее существенные положения союзного законодательства, отмеченные выше, имевшие важнейшее значение для развития полноценного, отвечающего если не мировым, то европейским стандартам, реализованным в рассмотренных выше странах Центральной и Восточной Европы, прежде всего в наиболее близкой к Украине стране — Польше, не нашли отражения в Законе Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже»? Если учесть, с какой быстротой разрабатывала его группа энтузиастов створення УФБ» (по выражению самого В. Оскольского), которые менее чем через 3 месяца после принятия этого Закона Верховной Радой Украины подготовили «відповідно до апробованих у світовій практиці зразків» пакет нормативных документов для рас-

смотрения учредительным собранием биржи [3, с. 52], то трудно не предположить, что основной, если не единственной целью разработчиков этого Закона являлось создание правовой базы для скорейшего учреждения Украинской фондовой биржи. Стратегия была принесена в жертву тактике, качество уступило количеству. Видимо, принималось во внимание ожидаемое быстрое развертывание процессов разгосударствления и приватизации, особенно крупных промышленных предприятий, на что ориентировала утвержденная в конце октября 1991 г. Верховной Радой Украины «Концепція роздержавлення і приватизації майна державних підприємств, житлового фонду і землі» [8].

Согласно пункту 2.5 этой «Концепции», уже на первом этапе, в 1991 — 1993 годах, приватизации подлежало, помимо средних и крупных предприятий бытовых услуг, торговли, легкой и перерабатывающей промышленности, также 200 — 250 крупных предприятий других отраслей народного хозяйства. При этом среди основных форм приватизации пунктом 4.2 определена купля-продажа долей (акций, паев) в капитале предприятий на фондовой бирже. Вот почему с такой поспешностью разрабатывался Закон «О ценных бумагах и фондовой бирже»: нужно было успеть создать биржу до начала предполагаемой приватизации! И во имя этой достаточно узкой цели в интересах «группы энтузиастов», а скорее всего одного или нескольких ее членов, в жертву были принесены интересы развития не только биржевого, но и фондового рынка Украины в целом: не был создан правовой фундамент не только централизованного биржевого, но и внебиржевого рынка ценных бумаг, поскольку фактически были проигнорированы такие важнейшие его институты, какими являются инвестиционные фонды, инвестиционные компании и доверительные общества (на роль которых в процессе приватизации указывалось в пункте 4.2 «Концепции»), не выстроена модель организации и функционирования рынка как целостной системы.

Это одна из фундаментальных причин неразвитости, отсталости, ущербности украинского фондового рынка, того неудовлетворительного состояния, в котором он находился в последнее десятилетие XX и пребывает в первом десятилетии XXI века.

К сожалению, Закон «О ценных бумагах и фондовой бирже» являет собой далеко не единственный пример того, как правовые акты Украины готовились и принимались в интересах узких групп или даже отдельных физических и юридических лиц.

Негативно отразились на формировании и развитии отечественного фондового рынка и недостат-

ки принятого в сентябре 1991 г. Закона Украины «О хозяйственных обществах» в той его части, которая регламентировала создание и деятельность акционерных обществ. При подготовке этого законопроекта достаточно широко использовались наработки, воплощенные в «Положении об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью», утвержденном постановлением Совета Министров СССР от 19 июня 1990 г. [9]. Об этом свидетельствуют многочисленные совпадения текстов союзного «Положения» и главы 1 раздела II Закона Украины «О хозяйственных обществах» [10].

Не удивительно, что украинский законопроект, разработка которого, как показано выше, велась на базе упомянутого союзного «Положения», воспринял и присущие этому «Положению» недостатки. Прежде всего следует отметить определенную схематичность содержания Закона «О хозяйственных обществах», особенно той его части, которая касается акционерных обществ. Многие его нормы требовали дополнительной детализации. Так, в Законе не были указаны государственные органы, которые должны были регулировать (контролировать) деятельность (в том числе, эмиссионную) акционерных обществ; отсутствовали требования в отношении раскрытия соответствующей информации, в том числе ее обнародования; ответственности руководителей общества за невыполнение этих требований, за введение инвесторов в заблуждение недобросовестной или ложной информацией. В Законе отсутствовали нормы, регламентирующие корпоративные отношения в акционерном обществе, определяющие пути разрешения корпоративных проблем, в том числе защиты прав миноритарных акционеров и акционеров, владеющих значительными, но менее 25% от уставного фонда, пакетами акций. Определенные пробелы были допущены и в отношении порядка организации и проведения общих собраний акционеров. И, наконец, в Законе оказались обойденными различные аспекты взаимосвязи и взаимовлияния деятельности открытых акционерных обществ и фондового рынка, в частности связанные с рыночным обращением их акций. В течение более полутора десятилетий ни Закон «О ценных бумагах и фондовой бирже», ни Закон «О хозяйственных обществах» в части, касающейся акционерных обществ, не претерпели существенных изменений, несмотря на неоднократные попытки, которые предпринимались с целью устранения указанных недостатков. Все это не могло не сказаться на характере формирующегося фондового рынка Украины и явилось второй фундаментальной причиной его ущербности, наиболее ос-

тро проявившейся в период мирового финансового кризиса 2008 — 2009 гг.

В вопросе периодизации отечественного рынка ценных бумаг, так же, как и отечественной приватизации, единого подхода нет.

На наш взгляд, принципиально важным рубежом, определившим разделение истории формирования отечественного фондового рынка в 1990-х гг. на этапы, является принятие в 1996 г. Закона «Про державне регулювання ринку цінних паперів» и создание Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР). Эта новация в правовом поле формирующегося рынка ценных бумаг Украины была крайне необходимой, поскольку, как справедливо указывают А.Крыклий с соавторами, «відсутність необхідного регулювання та контролю ринку цінних паперів з боку держави спричинило численні зловживання з боку учасників ринку, такі, як випуск сурогатів цінних паперів, незаконне здійснення професійної діяльності, шахрайство, що викликало недовіру до учасників, дискредитацію фондового ринку та його інструментів» [11, с. 3]. Добавим, что, как было сказано выше, во многом все это являлось следствием спешки и, мягко говоря, недальновидности разработчиков Законов Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже» и «О хозяйственных обществах», многочисленных пробелов и недостатков их содержания, а также неумения (или нежелания) власти вникнуть в суть процессов реформирования экономики, понять существо и значение для нее фондового рынка, игнорирования его многочисленных проблем до тех пор, пока они не приобрели критический, если не катастрофический характер. Все это происходило в период глубочайшего социально-экономического кризиса, и власти, к тому же озабоченной трудно разворачивающимся процессом приватизации, было не до проблем нарождающегося фондового рынка.

В 1992-1993 гг. и даже в 1994 г. фактически не было предпосылок и условий для нормальной деятельности фондовой биржи.

Парадоксально, но, вопреки ожиданиям упомянутой выше «группы энтузиастов», в Украине уже с первых лет независимости стал реально функционировать не законодательно прописанный биржевой, а законом не признаваемый де-юре, полупулегалный, полустихийный внебиржевой рынок ценных бумаг.

Процесс приватизации, на которую рассчитывали инициаторы создания УФБ, пошел не так, как планировалось. Масштабы эмиссионной деятельности хозяйствующих субъектов и государства были незначительными, о чем можно судить, сопоставляя объемы за-

Таблица 1

**Сопоставление объемов выпуска ценных бумаг с номинальным ВВП Украины в период 1992 — 2000 гг.
(по данным Госкомстата Украины)**

Показатель	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
ВВП, млн. грн	50	1480	12040	54520	81519	93365	102593	130442	170070
Общая номинальная стоимость выпущенных ценных бумаг, млн. грн.	45,6	57,1	551,2	1994,6	5103,8	12320	21910	34406	52951
в % к ВВП	91,2	3,8	4,6	3,6	6,3	13,2	21,0	26,4	31,1
Номинальная стоимость выпущенных акций, млн. грн.	0,16	3,96	68,4	775,3	2814,7	8908	15011	21611	35093
в % к ВВП	0,4	0,3	0,6	1,4	3,4	9,5	14,6	16,6	20,6
Номинальная стоимость выпущенных акций нарастающим итогом, млн. грн.	0,20	4,16	72,53	847,8	3662,5	12571	27582	49193	84286
в % к ВВП (номинальная капитализация акций)	0,4	0,3	0,6	1,6	4,5	13,5	26,9	37,7	49,6
Номинальная стоимость выпущенных облигаций, млн. грн.	29,2	29,1	3,5	63,9	612,2	1248,1	1020,8	771,9	650,0
в % к ВВП	58,4	2,0	0,0	0,1	0,8	1,3	1,0	0,6	0,4
Номинальная стоимость выпущенных векселей, млн. грн.	-	0,3	314,0	550,5	780,4	1359,2	4704,2	9801	14863
в % к ВВП	-	0,0	2,6	1,0	1,0	1,4	4,6	7,5	8,7

Примечание. Таблица составлена по данным [12, с. 81; 13, с. 32].

регистрированных в Минфине¹ выпусков ценных бумаг в периоды 1992 — 1996 и 1997 — 2000 гг. Номинальная стоимость ценных бумаг, выпущенных в 1992 — 1996 и, особенно, в 1992 — 1994 гг., была во много раз меньше, чем в последующий период [12, с. 81].

Еще более показательным является сопоставление объемов выпуска ценных бумаг с номинальным с ВВП Украины. За исключением 1992 г., когда объем ВВП был одним из самых низких за всю историю независимой Украины, показатели, характеризующие отношение номинальной стоимости выпущенных ценных бумаг (в том числе акций, облигаций и векселей) к номинальному ВВП, в период до 1996 г. включительно отличались крайне малыми значениями и, лишь начиная с 1997 г., они резко возросли (табл. 1).

Однако далеко не все выпущенные в 1992 — 1996 гг. ценные бумаги попадали в обращение на формирующийся фондовый рынок, который был преимущественно внебиржевым и практически нерегулируемым. Сведения о объемах этого, по существу «дикого», рынка отсутствуют. Оценить его масштабы хотя бы

приблизительно можно только экспертным путем. Учитывая инсайдерский характер приватизации, стремление собственников (преимущественно оставшихся нелегальными) приватизированных предприятий сконцентрировать в своих руках и сохранить максимально крупные пакеты акций, многообразные теневые схемы использования ценных бумаг в различных хозяйственных целях, порожденные в период гиперинфляции, жесткой монетарной политики и ваучерной приватизации, только небольшая часть выпущенных бумаг могла обращаться на рынке.

В 1993 — 1994 гг. на внебиржевом рынке наряду с акциями немногочисленных приватизированных и вновь созданных предприятий производственно-торгового профиля деятельности (таких, как АСК «Укрречфлот», АО «Хлебпром», «Техмашремонт», «Разноэкспортинвест» и др.) большим спросом пользовались также акции и депозитные сертификаты банков (АКБ «Украина», «Градобанк», «ИНКО» и др.). Кроме того, на рынке обращались акции, инвестиционные сертификаты, опционы и другие, зачастую не регламентированные

¹ Госкомстат Украины продолжал публиковать данные о стоимости выпущенных ценных бумаг и после того, как функции Минфина по регистрации их выпусков были переданы ГКЦБФР. В целях сопоставимости данных разных периодов вплоть до 2000 года в настоящей работе используются данные Госкомстата, хотя они значительно отличаются от данных ГКЦБФР за 1996-2000 годы.

ванные законодательством виды ценных бумаг многочисленных венчурных, инвестиционных компаний и фондов, доверительных обществ и даже самих брокерских фирм. Однако они не всегда могли удовлетворить потребности населения, пытающегося сохранить свои сбережения в условиях гиперинфляции, и обеспечить приемлемый уровень доходов физических и юридических лиц, рискующих своими вложениями в финансовые инструменты, зачастую сомнительного характера, формирующегося отечественного фондового рынка. В этих условиях все большую привлекательность приобретали акции российских компаний, в сторону которых украинский фондовый рынок (т. е. внебиржевой), еще в конце 1993 г. сделал «крен», по выражению экспертов авторитетного в тот период еженедельника «Финансовая Украина», публикации которого являются, по сути, единственным источником информации о внебиржевом рынке ценных бумаг в период до 1996 года включительно [14].

По мнению некоторых исследователей, в первой половине 1990-х гг. в фондовая торговля в Украине осуществлялась преимущественно на первичном рынке ценных бумаг, как биржевом, так и внебиржевом [15А, с. 4; 16, с. 263]. Что касается внебиржевого рынка, то ввиду отсутствия данных о торговом обороте в этот период, более или менее определенно судить о его состоянии представляется возможным только на основе информации о котировках ценных бумаг, которая регулярно публиковалась в еженедельнике «Финансовая Украина». Так, например, в номере еженедельника за 4 мая 1994 г., в информации о состоянии внебиржевого рынка ценных бумаг котировочный список 13 киевских компаний — торговцев содержал 56 позиций, из которых 14 позиций предлагались на покупку и продажу (содержали двусторонние котировки), а 6 предлагались только на покупку. Таким образом, 20 позиций содержали определенные признаки вторичного рынка ценных бумаг. Остальные 36 позиций предлагались только на продажу. Но при этом из них однозначно к первичному рынку можно было отнести всего 7 позиций на продажи, предлагаемых самими эмитентами — АКБ «Градобанк», «Ажио», «Ва-Банк», «Відродження» и компанией-торговцем «Слид-Инвест». Остальные позиции «только на продажу» могли быть обусловлены состоянием рынка, падением интереса к тем или иным ценным бумагам, как это произошло, например, в тот период с акциями «Укрречфлота». Список 11 харьковских компаний-торговцев включал 59 позиций, из которых 21 имели двустороннюю котировку, 14 — только предложения на покупку и 24 — только на продажу. Из них 3 позиции на продажу предлагались самими эмитентами — СК «Перспектива» и ИФ «УкрСибИнкор — капитал» [17].

Таким образом, с достаточной уверенностью можно утверждать, что уже к середине 1994 г. вполне весомую часть внебиржевого рынка ценных бумаг составлял вторичный рынок, сопоставимый по количеству предлагаемых торговцами котировочных позиций с первичным.

Возвращаясь к поднятой выше проблеме оценки торговых объемов внебиржевого рынка ценных бумаг в 1992 — 1996 гг., единственную возможность оценить хотя бы самые минимальные предполагаемые масштабы внебиржевого рынка тех лет мы видим в том, чтобы рассчитать ориентировочные минимальные объемы фондового рынка, используя данные Госкомстата о стоимости выпусков наиболее «ходовых» ценных бумаг (акций, облигаций и векселей) с учетом возможной минимальной их рыночной доли и в допущении, что их покупка-продажа осуществлялась по номинальной стоимости. Безусловно, это очень грубый подход, но он дает возможность соотнести полученные минимальные оценочные данные с реальными объемами биржевого рынка ценных бумаг, что нам понадобится в дальнейшем. Соответствующий расчет представлен в табл. 2.

Из данных, приведенных в табл. 1 и 2, видно, что в 1992 — 1993 гг. количество эмитированных ценных бумаг, которые могли бы обращаться на биржевом рынке, прежде всего акций банков и венчурных компаний, не говоря уже об акциях приватизированных предприятий, было незначительным. Поэтому неудивительно, что подавляющая часть сделок на УФБ в эти годы осуществлялась с активами, не имевшими отношения к ценным бумагам (табл. 3).

То, что в первые годы торговая деятельность УФБ не была адекватной назначению фондовой биржи, признавал и В. Оскольский. Так, подводя итоги за полугодие со дня проведения первых торгов УФБ, состоявшихся 6 февраля 1992 года, он писал: «Відтак з дня проведення перших торгів УФБ більше виконувала функції міжбанківської валютно-кредитної біржі. Посилював цю схожість і той факт, що з березня 1992 р. УФБ отримала право на проведення валютних торгів і аукціонів». Однако при этом возникла угроза, что УФБ могла «перетворитися з біржі цінних паперів на міжбанківську інвестиційну біржу» [3, с. 54 — 55].

Тем не менее, валютные аукционы на УФБ продолжались проводиться и были прекращены в декабре 1992 г. после выхода Указа Президента Украины «Про реформу грошової системи України» [Там же, с. 56].

В 1993 г. торговый оборот УФБ по-прежнему осуществлялся в основном непрофильными активами: это были аукционы по продаже объектов малой приватизации, межбанковских кредитных денежных ресурсов и экспортных квот. Незначительную часть торгового обо-

Таблица 2

Ориентировочный расчет минимальных объемов рынка акций, облигаций и векселей в Украине по их номинальной стоимости в период 1992 — 1996 гг. (по данным Госкомстата)

Показатель	1992	1993	1994	1995	1996
Номинальная стоимость выпущенных акций, млн. грн.	0,20	3,96	68,37	775,31	2814,70
Ориентировочный free-float (доля акций в свободном обращении на рынке, в % к их номинальной стоимости)	1,0	3,0	5,0	10,0	10,0
Номинальная стоимость акций, которые могли находиться в свободном обращении на рынке, млн. грн.	0,002	0,119	3,418	77,531	281,470
Номинальная стоимость выпущенных облигаций в текущем году, млн. грн.	29,2	29,1	3,5	63,9	612,2
Ориентировочная доля облигаций, которые могли находиться в свободном обращении на рынке, в % к их номинальной стоимости	3,0	5,0	10,0	10,0	10,0
Номинальная стоимость облигаций, которые могли быть в обращении на рынке, млн. грн.	0,876	1,455	0,350	6,390	61,220
Номинальная стоимость выпущенных векселей, млн. грн.	-	0,3	314,0	550,5	780,4
Ориентировочная доля векселей, которые могли обращаться на рынке, в % от их номинальной стоимости	-	10,0	20,0	20,0	20,0
Номинальная стоимость векселей, которые могли обращаться на рынке, млн. грн.	-	0,03	62,8	110,10	156,08
Суммарная номинальная стоимость акций, облигаций и векселей, которые могли обращаться на рынке, млн. грн.	0,878	1,604	66,568	194,021	498,770

- Примечания: 1. Таблица составлена по данным [12, с. 81].
 2. Здесь и далее стоимостные показатели в период 1992 — 1995 гг. выражены в гривневом эквиваленте карбованца в соотношении 1:100000.

рота биржи составили акции АСК «Укрречфлот», выставленные в ходе приватизации на аукционные торги Фондом госимущества Украины (ФГИУ). Лишь в 1994 г. доля ценных бумаг в торговом обороте существенно возросла за счет акций «Укрречфлота», пакеты которых неоднократно выставлял на продажу ФГИУ, и акций АПБ «Украина», а также ценных бумаг нескольких венчурных компаний [4, с. 54 — 55].

Но серьезный прорыв в биржевой торговле ценными бумагами и соответственно в структуре торгового оборота УФБ произошел только в 1995 г., после выхода Указов Президента Украины «Про участь Української фондової біржі в приватизаційних процесах» и «Про заходи щодо залучення додаткових коштів для ліквідації аварії на очисних спорудах міста Харкова». В соответствии с этими Указами на УФБ и ее филиалах подлежали аукционной продаже государственные пакеты акций ОАО, созданных в процессе приватизации [4, с. 50]. Особенно важное значение эти Указы имели для развития биржи, поскольку 1% от сумм продажи акций отчислялся в пользу УФБ в качестве комиссионного сбора.

Таблица 3

Структура биржевого оборота УФБ в 1992 — 1994 гг.

Наименование актива	Доля актива в биржевом обороте, %		
	1992	1993	1994
Кредитные ресурсы	99,5	7,6	6,7
Экспортные квоты	0,0	76,6	66,7
Недвижимость	0,0	12,4	0,0
Ценные бумаги	0,5	3,4	26,6

Примечание. Таблица построена по данным [18, с.17].

Однако, несмотря на многократный рост объемов сделок с ценными бумагами, доля УФБ на формирующемся фондовом рынке Украины была незначительной. Об этом свидетельствует табл. 4, в основу которой наряду с официальными данными УФБ положены экспертные оценки минимальных предполагаемых объемов отечественного фондового рынка в период 1992 — 1996 гг.²

Даже по сравнению с заведомо заниженными,

² Как известно, официальные данные о количественных показателях всего фондового рынка Украины начали публиковаться ГКЦБФР после 1997 года.

Объемы сделок с ценными бумагами на УФБ и их удельный вес в ориентировочной номинальной стоимости ценных бумаг, которые могли обращаться на фондовом рынке Украины в 1992 — 1996 гг.

Показатель	1992	1993	1994	1995	1996
Объем сделок с ценными бумагами на УФБ, тыс. грн.: всего	0,33	33,98	429,62	5392,14	31530,75
в т.ч. с акциями	0,10	33,98	429,62	3698,2	15753
в т.ч. с акциями приватизированных предприятий	-	33,98	0,36	1775,7	11906
Ориентировочная суммарная номинальная стоимость выпущенных акций, облигаций и векселей, которые могли обращаться на рынке, тыс. грн.*	878	1604	66568	194021	498770
Удельный вес биржевого рынка ценных бумаг УФБ в ориентировочной номинальной стоимости акций, облигаций и векселей, которые могли обращаться на рынке ценных бумаг, %	0,4	2,1	0,6	2,8	6,3
Ориентировочная номинальная стоимость выпущенных акций, которые могли обращаться на рынке, тыс. грн.*	2	119	3418	77531	281470
Удельный вес биржевого рынка акций УФБ в ориентировочной стоимости акций, которые могли обращаться на рынке ценных бумаг, %	5,0	28,6	12,6	4,8	5,6

*См. табл. 2.

Примечание: Таблица составлена по данным [18, с.15; 3, с.54; 4Б, с.54,55,57,102; 12, с.81; 19; 20; 21].

предельно минимизированными гипотетическими объемами фондового рынка, доля в них биржевого рынка ценных бумаг УФБ в 1995 — 1996 гг. составляла лишь от 2,8 до 6,3 %. Фактически в этот период Украинская фондовая биржа не была востребована ни самим рынком, ни практически отсутствующими инвестиционными потребности реформируемой экономики Украины.

А неорганизованный и нерегулируемый внебиржевой рынок ценных бумаг уже в 1944 г. демонстрировал стремительное развитие. Об этом можно судить по данным, приведенным в табл. 5, которая составлена на основе публикаций еженедельника «Финансовая Украина».

При этом следует иметь в виду, что фактические масштабы внебиржевого рынка были несомненно шире, поскольку далеко не все торговцы публиковали свои котировки в этом еженедельнике. Так же динамично развивался внебиржевой рынок и в 1995 — 1996 гг. (табл. 6). Он не только многократно превосходил биржевой рынок УФБ по объемам сделок с ценными бумагами. Он существенно отличался качественно, прежде всего по количеству эмитентов ценных бумаг, обращавшихся на рынке, в том числе производственных компаний, что можно видеть из сопоставления данных, приведенных в табл. 5 и 6 с данными табл. 7. Уже в конце 1994 г. эти показатели вне-

биржевого рынка значительно превышали соответствующие показатели УФБ.

Несопоставимым с УФБ было количество видов ценных бумаг, обращавшихся на внебиржевом рынке. Если на УФБ в 1994 г. практически единственным видом ценных бумаг были акции, то на внебиржевом рынке предлагалось, кроме акций, еще 7 видов ценных бумаг. В 1996 г. в торговом обороте УФБ почти 48% составили векселя и 51%-акции [4, с. 58], а на внебиржевом рынке в первом квартале 1996 г. предлагалось 9 видов ценных бумаг, в том числе акции 392 производственных компаний. Быстро росла география внебиржевого рынка: если в конце 1994 г. в еженедельнике «Финансовая Украина» были опубликованы котировочные таблицы 50 торговцев ценными бумагами из 10 городов Украины, то в конце 1995 г. количество таких торговцев возросло до 118 из 31 города страны. При этом наибольшая «плотность» торговцев наблюдалась в Киеве, Донецке, Запорожье, Днепропетровске и Одессе (см. табл. 5 и 6).

Таким образом, с учетом изложенного можно утверждать, что уже в 1994 — 1995 гг. в основных чертах сложилась та модель украинского фондового рынка, которая просуществовала фактически вплоть до мирового финансово-экономического кризиса и потерпела в 2008 — 2009 гг. едва ли не самый жестокий крах среди всех постсоциалистических государств

Таблица 5

**Характеристика изменений, происходивших на внебиржевом рынке ценных бумаг Украины в течение 1994 г.
(по публикациям в еженедельнике «Финансовая Украина»)**

Показатель	Дата публикации и страница, на которой размещена информация о состоянии внебиржевого рынка ценных бумаг			
	12.01.94, с 5	04.05.94, с 6	07.09.94, с 12	14.12.94, с 26
Количество торговцев, выставивших котировки ценных бумаг	13	30	22	50
Количество позиций по ценным бумагам, выставленным на продажу/покупку	104	162	208	393
в том числе:				
по акциям	77	146	188	334
по облигациям	-	1	5	29
по сертификатам	4	8	3	4
по инвестиционным сертификатам	-	4	9	7
по сберегательным сертификатам	-	3	-	1
по депозитным сертификатам	-	-	-	1
по контрактам	20	-	1	-
по опционам	3	-	2	17
Количество эмитентов ценных бумаг	48	-	-	107
в том числе, количество эмитентов акций производственных компаний и банков	20	21	38	39
Города, в которых зарегистрированы торговцы ценными бумагами	Киев, Харьков	Киев, Харьков, Днепропетровск, Симферополь, Одесса, Донецк, Подольск	Киев, Харьков, Днепропетровск, Симферополь, Одесса, Винница, Ивано-Франковск	Киев, Харьков, Днепропетровск, Симферополь, Одесса, Полтава, Донецк, Чернигов, Винница, Ивано-Франковск, Ялта

Центральной и Восточной Европы. Уникальной особенностью этой модели являлось беспрецедентное в мировой практике доминирование неорганизованного (внебиржевого) сегмента фондового рынка над организованным (биржевым). При этом неорганизованный (внебиржевой) рынок превосходил организованный (биржевой) не только количественно, но в некоторых отношениях (по количеству эмитентов, обращающихся видов ценных бумаг и участников рынка) качественно.

В рамках этой модели фондовая биржа практически не выполняла своих классических функций, в частности, наиболее важной — в роли рынка капитала, а являлась скорее приложением, своеобразной «витриной престижа» неорганизованного (внебиржевого)

рынка ценных бумаг и в целом «рыночного имиджа» страны.

В отсутствие вторичного биржевого рынка торговцы использовали биржевые котировки первичного рынка ценных бумаг, сопровождающие торги ажиотажем и соответствующие публикации в прессе для формирования цен и спроса на внебиржевом рынке (заметим, что подобная тактика, но уже на вторичном рынке, впоследствии применялась долгие годы на рынке котировок в ПФТС). Отмечалось также, что основным покупателем ценных бумаг на УФБ являлся мелкий инвестор, приобретающий по 10 — 50 акций. Сами же торговцы ценными бумагами сделки не совершали [22].

Серьезным недостатком УФБ, а впоследствии —

Характеристика изменений, происходивших на внебиржевом рынке ценных бумаг Украины в 1995 — начале 1996 г. (по публикациям в еженедельнике «Финансовая Украина»)

Показатель	Дата публикации и страница, на которой размещена информация о состоянии внебиржевого рынка ценных бумаг					
	25.01.95, с.26	29.03.95, с.26	29.06.95, с.42-43	14.11.95, с.46-47	23.01.96, с.46-47	05.03.96 с.46-47
Количество торговцев, выставивших позиции, по котировкам ценных бумаг: всего:	58	77	87	118	100	129
в т.ч. комбанков:	2	6	14	17	14	8
Количество позиций по ценным бумагам в котировочных списках: всего:	521	779	915	1147	1248	1372
в т.ч. по акциям	441	676	767	-	-	-
из них: по акциям производственных (в т.ч. промышленных) компаний	118	222	296	-	-	-
по акциям комбанков	59	82	47	-	-	-
по облигациям компаний	31	33	42	-	-	-
по сертификатам контрактов	8	10	16	-	-	-
по инвестиционным сертификатам	20	37	55	-	-	-
по сберегательным сертификатам	4	3	3	-	-	-
по депозитным сертификатам	1	1	1	-	-	-
по опционам	16	13	4	-	-	-
по векселям	-	1	2	-	-	-
по муниципальным облигациям	-	2	2	-	-	-
по государственным краткосрочным облигациям (ГКО)	-	3	23	-	-	-
Количество эмитентов, чьи ценные бумаги внесены в котировочные списки: всего:	-	-	-	380	505	506
производственных (в т.ч. промышленных) предприятий	-	-	-	206	303	392
государственных и муниципальных органов	-	-	-	4	2	4
комбанков	-	-	-	19	21	16
прочих финансовых посредников	-	-	-	151	179	94
Количество эмитентов по видам ценных бумаг, внесенных в котировочные списки:						
акций	-	-	-	314	426	440
облигаций компаний	-	-	-	4	3	4
муниципальных облигаций	-	-	-	1	-	2
облигаций внутренних государственных займов(ОВГЗ)	-	-	-	1	1	1
компенсационных сертификатов (КС)	-	-	-	1	1	1
инвестиционных сертификатов (ИС)	-	-	-	45	45	38
сберегательных сертификатов (СС)	-	-	-	2	2	2
векселей	-	-	-	1	-	-
опционов	-	-	-	11	14	13
сертификатов контрактов	-	-	-	-	1	-
фьючерсных контрактов	-	-	-	-	12	5
Количество городов, в которых зарегистрированы торговцы ценными бумагами	19	23	26	31	25	23
Города с наибольшим количеством зарегистрированных торговцев (в скобках)	-	-	Киев (23), Днепропетровск (8) Донецк(8) Одесса(7) Харьков(6) Запорожье (6)	Киев(40) Донецк(12) Запорожье (8) Днепропетровск (7) Одесса(6)	-	Киев(50) Донецк(12) Днепропетровск (11) Запорожье (8) Харьков(5) Симферополь (5)

Количество и категории эмитентов, ценные бумаги которых были допущены к обращению и котированию на УФБ в 1993 — 1996 гг.

Категории эмитентов	1993	1994	1995	1996
Всего эмитентов	14	35	122	421
В том числе:				
производственных компаний	5	4	70	357
комбанков	9	15	20	17
прочих финансовых посредников	-	16	32	47

Примечание. Таблица составлена по данным [4, с. 48 — 50].

и всего отечественного биржевого рынка, являлась неспособность сформировать свой, имеющий общенациональную значимость, фондовый индекс из-за полного отсутствия или весьма малой доли вторичного биржевого рынка ценных бумаг. Так, этот показатель составил на УФБ в 1996 г. всего лишь 6,9% [4, с. 58]. На внебиржевом рынке ситуация в период 1995 — 1996 гг. была существенно иной, значительные позиции на нем занимал вторичный рынок ценных бумаг. Об этом можно судить, сопоставляя, как было показано выше, количество позиций с разными видами котировок по ценным бумагам, которые были приведены в котировочных списках, публиковавшихся в еженедельнике «Финансовая Украина».

Так, согласно информации о состоянии рынка, опубликованной в номере от 14.11.95 г. (с. 46 — 47), характерные для вторичного рынка двусторонние («на покупку и продажу») и односторонние («только на покупку») котировки акций производственных, фактически приватизированных, компаний предлагались соответственно в 50 и 40 позициях списка, а односторонние («только на продажу»), характерные для первичного рынка, — в 116 позициях. В номере от 05.03.96 г. (с. 46 — 47) аналогичные показатели составили соответственно 278, 334 и 760 позиций.

Значительная доля внебиржевого вторичного рынка ценных бумаг позволила еженедельнику «Финансовая Украина» еще в июне 1994 г. сформировать первый в стране индикатор внебиржевого рынка ликвидных акций -Л— индекс [23]. В том же году свой фондовый индекс (КБ-индекс), базирующийся в основном на котировках внебиржевого рынка, сформировала компания — торговец ценными бумагами АО «Комекс-брок». В отличие от L — индекса (латинская буква «L» заменила в дальнейшем русскую «Л» в названии индекса), КБ — индекс рассчитывался на узкой базе акций, которыми торговала эта компания [24]. Комментируя возможности этого индекса, редакция еженедельника «Финансовая Украина» отмечала: «Он (КБ-индекс—авт.) косвенно отражает ситуацию на всем рынке ЦБ (прежде всего, киевском).

Наиболее ценной является информация об объемах продаж, скрываемая торговцами до сего времени по не совсем понятным причинам» [24]. Однако основная причина понятна. Инструменты и механизмы внебиржевого рынка с первых же лет его существования активно использовались теневой экономикой, следствием чего и явилась его информационная непрозрачность.

Рассматривая основные, характерные черты формирующегося отечественного внебиржевого рынка ценных бумаг в 1994 — 1996 гг., нельзя не обратить внимание и на другие его негативные стороны, проблема преодоления которых так и не была разрешена до конца и в дальнейшем.

Как уже указывалось выше, внебиржевой рынок ценных бумаг в Украине возник и в течение ряда лет функционировал фактически при полном отсутствии правового поля и прямого государственного регулирования. Председатель подкомиссии Верховного Совета по ценным бумагам И.Квятковский так характеризовал эту проблему в январе 1995 г.: «Констатируем некоторые факты: проблема становления и развития рынка ценных бумаг — это не только проблема его инфраструктуры, но и проблема законодательства о собственности, коммерческого кодекса, корпоративного права, а также проблема институциональных инвесторов: инвестиционных (трастовых) компаний, пенсионных фондов, страховых компаний. Очевидно, что почти по всем указанным направлениям законодательная база либо отсутствует совершенно, либо явно недостаточна. Сложность ситуации связана не только с отсутствием законодательной базы, которая регулирует рынок капитала, но и с историческим отсутствием (в границах столетия) понятия необходимости защиты собственности, ментальностью нашего народа, которая в данном случае определяется чрезвычайно большим доверием к тому, что рекламируется в средствах массовой информации, отсутствием специалистов-экспертов и развитой инфраструктуры фондового рынка» [25].

Целый ряд проблем фондового рынка был по-

рожден негативными явлениями, сопровождавшими процесс сертификатной приватизации и акционирования бывших государственных предприятий. Не стесненные ни законодательными, ни иными регуляторными рамками, многие инвестиционные компании и фонды, другие финансовые посредники, в том числе с сомнительным статусом, создали многочисленные теневые схемы с использованием ПИСов в целях их обмена на акции приватизируемых предприятий, зачастую в интересах легальных и нелегальных собственников; злоупотребляли денежными средствами граждан; манипулировали информацией, в том числе инсайдерской, о реальном состоянии объектов вложений. Особенно крупными и массовыми злоупотреблениями отличались доверительные общества (трасты), легализованные декретом Кабинета Министров Украины от 17 марта 1993 г. Документ содержал многочисленные пробелы и неточности, в частности касающиеся определения предмета и спектра деятельности доверительных обществ, чем они и воспользовались.

С самого начала «трастового бума» (1993 — 1994 гг.) преобладающая часть трастов «ажитоажно» развивалась как мини-банки в направлении привлечения средств без действенного контроля. Некоторые доверительные общества присвоили имущественные сертификаты граждан, признав себя псевдобанкротами, а также осуществляли мошеннические операции с денежными средствами» [26, с. 157].

По состоянию на начало мая 1995 г. своими мошенническими действиями они нанесли ущерб 25 тыс. граждан на общую сумму свыше 20 млн. долл. и около 100 млрд. крб. (1 млн. грн.), что по тем временам было огромной потерей для населения [27].

Уже во второй половине 1994 г. появились первые признаки краха «финансовых пирамид». Сообщения о «лопнувших» трастах и связанных с ними громких скандалах как в центре, так и в регионах множилось, привлекая внимание правоохранительных органов и центральной власти.

Первым реагировал на ситуацию Президент Украины, который своим Распоряжением от 1 марта 1995 г. «О мерах по упорядочению операций доверительных обществ с денежными средствами граждан Украины» обязал Кабинет Министров при участии Нацбанка Украины подготовить в двухнедельный срок проект Закона Украины «О внесении изменений и дополнений в Декрет Кабинета Министров Украины от 17 марта 1993 года № 23 «О доверительных обществах». Распоряжение предписывало предусмотреть нормы о привлечении денежных средств граждан доверительными обществами только через комбанки, систематическое информирование доверителей о результатах операций с их денежными средствами и дей-

ственный контроль государственных органов за деятельностью доверительных обществ [28]. В конце марта 1995 г. был подписан Указ Президента Украины «О внесении изменений и дополнений в «Положение об инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях», ранее утвержденное Указом Президента от 19 февраля 1994 г. Предусматривалось увеличение норм содержания в активах этих компаний ценных бумаг и инвестирования их активов в ценные бумаги одного эмитента, а также информирование Антимонопольного комитета Украины о заключенных ими договорах относительно приобретения ценных бумаг в соответствии с установленными нормами [29]. По сути, это были первые акты государства за весь предыдущий период стихийного саморазвития украинского фондового рынка, а фактически, внебиржевого его сегмента. Государство, преодолевая «рыночный романтизм», начало осмысленно выстраивать свою регуляторную политику в отношении рынка ценных бумаг.

Исполнение Распоряжения Президента о доверительных обществах вместо установленных двух недель затянулось на весь 1995 г. Только в конце декабря было принято Постановление Верховного Совета Украины «Об устранении злоупотреблений в процессе привлечения субъектами предпринимательской деятельности денежных средств граждан», которым был установлен запрет на осуществление государственной регистрации вновь созданных доверительных обществ до введения в действие Закона Украины о доверительных обществах [30]. Заметим, что этот закон так и не был принят. Трастовые скандалы продолжались и в 1996 г.

Не лучшей была ситуация с созданием и деятельностью приватизированных предприятий, преобразованных в акционерные общества. Руководитель подкомиссии Верховной Рады по ценным бумагам констатировал: «Неосведомленность в этой сфере приводит к тому, что процесс приватизации сопровождается почти полной неразберихой в создании акционерных обществ, недостаточным осмыслением эмитентом самого механизма осуществления эмиссии и последствий неверно выбранного пути. Почти сплошь наблюдается неподготовленность менеджеров приватизированных предприятий к управлению ими как акционерными обществами. Безусловным тормозом в развитии инвестиционного процесса являются создание в ходе приватизации закрытых акционерных обществ и объединение в одном лице двух противоположных по существу функций: функции акционера-собственника и наемного работника. Отсутствие развитой инфраструктуры рынка капиталов не дает возможности определить реальную стоимость ценных бумаг, что наряду с отсутствием в законодательстве

норм о недопущении использования «внутренней информации» приводит к сплошной практике использования этой информации для обогащения как руководителей предприятий, так и торговцев ценными бумагами за счет мелкого инвестора» [25].

Серьезные проблемы отмечались также в эмиссионной деятельности предприятий и в сфере обращения ценных бумаг. Отсутствовала четкая система гарантий размещения ценных бумаг как для отечественных, так и для иностранных юридических и физических лиц. Не доведена до логического завершения и техническая сторона дела. Только 76% ценных бумаг были напечатаны со всеми необходимыми реквизитами, включая защиту. Монополию в выпуске ценных бумаг в Украине прочно удерживали банки, более чем в 5 раз превосходя в этом промышленные предприятия. В таких весомых для хозяйственного комплекса Украины отраслях, как сельское хозяйство, транспорт и связь, выпущено в общей сложности лишь 3% общей массы ценных бумаг. Не было найдено оптимальное соотношение биржевого и внебиржевого наличного и безналичного оборотов. Фактически незадействованными или задействованными крайне незначительно в этом важном деле оставались банки, система казначейства и валютная биржа» [31, с. 20].

Украинская межбанковская валютная биржа (УМВБ), учрежденная в июле 1993 г. крупнейшими отечественными коммерческими банками, пришла на смену созданной в августе 1992 г. Валютной бирже Нацбанка Украины. В соответствии с Постановлением НБУ от 8 июля 1993 г. УМВБ должна была выполнять функции постоянно действующего центра по проведению на территории Украины операций по купле-продаже иностранной валюты уполномоченными коммерческими банками, ценных бумаг, номинированных в валюте, а также по установлению единого валютного курса, действующего в Украине. В апреле 1994 г. на УМВБ был проведен первый аукцион по продаже российского рубля [32, с. 254; 33, с. 1].

Однако государственной поддержки и тем более — участия государства в ее уставном капитале она, в отличие от российской ММВБ, не получила. Это обстоятельство явилось фактически решающим в дальнейшей судьбе УМВБ и отечественного валютного рынка в целом.

Суммарные объемы торгов основными валютами на УМВБ в 1994 — 1998 гг. многократно уступали аналогичным показателям ММВБ. Но после Азиатского финансового кризиса, затронувшего и Украину, решением НБУ от 19 марта 1999 г. валютные торги на УМВБ были прекращены [34, с. 123]. Тем самым эта биржа по существу утратила статус валютной, а курсообразование гривни, осуществляемое НБУ на ос-

нове закрытых аукционов, а впоследствии — иных непрозрачных методов, приобрело нерыночный и даже волонтаристский характер. Цивилизованный, полноценный валютный рынок в Украине не состоялся.

Не очень удачной складывалась ситуация для УМВБ и после ее выхода на рынок ценных бумаг. Если в России государство способствовало монопольному положению ММВБ на рынке государственных облигаций, что в конечном счете предопределило ведущую роль этой биржи на фондовом рынке, то в Украине с самого начала роль УМВБ на рынке ОВГЗ была весьма скромной. Так, по данным НБУ [35, с. 134], в 1996 г. на торгах УМВБ было реализовано 3,7% от всей суммы продаж ОВГЗ, а остальная часть сделок купли-продажи осуществлялась на внебиржевом рынке. В 1997 г. объем продаж на УМВБ составил 5,7%, в 1998 — 0,7%, в 1999 — 4,3% и только в 2000 г. — 20,1%. Объемы сделок с ОВГЗ на УМВБ в 1996 — 2000 гг. были просто несопоставимы с аналогичными показателями ММВБ. После выхода на фондовый рынок ПФТС УМВБ, начиная с 2000 г., постепенно утрачивала свои позиции на организованном рынке ценных бумаг Украины, занимая 2 — 3 и даже 4-е места по объемам торгов среди других фондовых площадок Украины. УМВБ, в отличие от российской ММВБ, фактически была лишена возможности стать ведущей фондовой площадкой Украины.

Но далеко не лучшей была судьба УФБ и ее амбициозных планов по созданию на ее базе Национальной фондовой биржи и построению при ее ведущей роли централизованного биржевого рынка ценных бумаг.

Парадоксально, но в крушении этих планов одной из основных причин явилось именно успешное участие УФБ в процессе приватизации. С одной стороны, возникающие финансово-промышленные группы и властные структуры в центре и на местах, особенно в индустриально развитых регионах страны, увидели на примере УФБ реальную возможность использования фондовой биржи в качестве удобной площадки для реализации своих интересов в процессе приватизации предприятий. С другой — серьезным стимулом для появления новых фондовых бирж был установленный в 1995 г. Указами Президента Украины 1%-ный биржевой сбор, который при достаточно больших объемах приватизационных торгов мог составить крупные суммы.

Первой инициативу проявила группа компаний из г. Харькова, которая еще в декабре 1993 г. созвала учредительную конференцию [36]. Однако эта попытка успехом не увенчалась из-за разногласий внутри этой группы и противодействия со стороны УФБ и поддерживающих ее центральных органов власти.

Продолжительная борьба происходила вокруг

процесса регистрации Киевской международной фондовой биржи (КМФБ), организационное собрание учредителей которой состоялось еще в октябре 1993 г. Минфин отказал в регистрации биржи, ссылаясь на закон, якобы предусматривающий создание в Украине только одной биржи (каким образом Закон «О ценных бумагах и фондовой бирже» отражал эту идею фактически, было показано выше).

Инициаторам КМФБ помогли обращение в Комиссию Верховного Совета с просьбой о толковании Закона, а также последовавшие затем заключения Минюста, Минэкономики, Антимонопольного комитета Украины, которые высказались за множественность фондовых бирж. Организаторы биржи подали иск на Минфин в Высший арбитражный суд и выиграли процесс. В мае 1995 г. КМФБ была зарегистрирована Постановлением Кабинета Министров Украины. Однако многие специалисты и участники рынка считали, что в условиях слабого развития рынка ценных бумаг главным побудительным мотивом создания КМФБ была «не рыночная потребность, а стремление ликвидировать монополию УФБ» [37, с. 11].

Не менее сложным и продолжительным был многоступенчатый процесс создания и официальной апробации Донецкой фондовой биржи. Прошел почти год в напряженных переговорах, прежде чем в январе 1996 г. биржа была зарегистрирована Постановлением Кабмина.

Понятно, что в центре этой, временами ожесточенной, борьбы была УФБ, последовательно отстаивавшая идею централизации биржевого рынка ценных бумаг, в чем она имела мощную поддержку со стороны государства. В. Оскольский писал в 2001 г.: «Протягом п'яти років своєї діяльності Українська фондова біржа відчувала постійну підтримку з боку органів державної виконавчої влади та законодавчих органів. Ця підтримка почалася ще у підготовчий період до створення біржі та її перших кроків з боку економічного відділу Секретаріату Кабінету Міністрів України, Міністерств фінансів та економіки та інших органів. Не переривалася вона і подальшому» [4, с. 68].

Ярким свидетельством такой поддержки явилась «Концепция функционирования и развития фондового рынка в Украине», утвержденная Постановлением Кабмина в апреле 1994 г. [38]. В основу этого документа была положена «Концепция функціонування і розвитку ринку капіталів в Україні», разработанная УФБ в августе 1993 г. и переработанная по замечаниям министерств и ведомств, других негосударственных организаций и французских специалистов [3, с. 60]. В разделе 3 утвержденной Кабмином «Концепции» было записано: «Основными элементами централизованной системы обращения ценных бумаг должны выступать:

— УФБ как единственное место котирования (определения курсов) ценных бумаг, принятых для обращения и котирования на бирже;

— единый Центральный депозитарий ценных бумаг при УФБ, обеспечивающий обращение ценных бумаг в форме компьютерных записей на счетах и работающий в рамках единого программного обеспечения системы «биржа-депозитарий-клиринговый банк»;

— единый клиринговый банк, создаваемый на базе акционерного банка «Украина» для обеспечения расчетов по заключенным соглашениям купли-продажи ценных бумаг, выплаты дивидендов и т. п.;

— брокерские конторы (брокеры), банки-брокеры, зарегистрированные на УФБ и которые являются участниками Центрального депозитария и клирингового банка;

— банки, инвестиционные фонды и компании, доверительные общества, другие торговцы ценными бумагами, не являющиеся брокерами УФБ, но ставшие участниками Центрального депозитария и клирингового банка;

— эмитенты, ценные бумаги которых допущены к обращению и котированию на УФБ и которые являются участниками Центрального депозитария.

Высший биржевой комитет, осуществляющий контроль и регулирование деятельности всех эмитентов системы централизованного обращения ценных бумаг, устанавливает порядок и правила осуществления операций с ценными бумагами и соглашений, связанных с такими бумагами» [38, с. 60].

Интересно отметить: этот правительственный акт появился в то время, когда инициативные группы рождающихся новых фондовых бирж уже, образно говоря, «стучались в двери» Кабмина. Вместе с тем, нельзя не признать, что впервые на правительственном уровне в Украине была выстроена, хотя бы в общих чертах, модель централизованного рынка ценных бумаг, главным системо-образующим звеном которого была фондовая биржа, персонифицированная в лице УФБ.

Также впервые после принятия первой редакции закона «О ценных бумагах и фондовой бирже» в разделе 5 «Концепции» было введено понятие о внебиржевом рынке ценных бумаг и его инфраструктуре, установлено, что «внебиржевой рынок ценных бумаг не является альтернативой, а дополняет и расширяет биржевой рынок, причем как на вторичном, так и, что особенно важно, на первичном уровне» [38, с. 62].

Но противостояние между сторонниками централизованного биржевого рынка, представлявшими в основном высшие звенья исполнительной власти, и сторонниками «многобиржия», среди которых были представители местных властей и влиятельные депутаты Верховной Рады Украины, продолжалось. Принятая

в сентябре 1995 г. парламентским большинством «Концепция функционирования и развития фондового рынка Украины» представляла собой компромиссный вариант обоих подходов. С одной стороны, «Концепция» декларировала: «Целостность рынка обеспечивается функционированием единой биржевой системы, действующей под эгидой Национальной фондовой биржи (на этот «титул» претендовала УФБ — авт.)... Принцип целостности требует введения единых основных правил по ценообразованию на рынке ценных бумаг на всей территории Украины» [39, с. 8]. С другой стороны, допускалось: «Исходя из потребностей развития фондового рынка Украины и в соответствии с действующим законодательством (каково оно было на тот момент, показано выше — авт.) могут быть созданы новые фондовые биржи» [Там же, с. 10].

Несмотря на то, что «Концепция» позволяла УФБ и впредь на какой-то период сохранять свое лидерство и бороться за осуществление идеи централизации биржевого рынка ценных бумаг, общий «баланс» этого документа все же был не в ее пользу. Фактически им было положено начало эрозии ведущих позиций УФБ и самой биржи, которая привела в середине первого десятилетия нового века к полной утрате ее лидерства среди остальных фондовых бирж страны. Но главная, по нашему мнению, причина поражения УФБ коренилась в том, что принятый в спешке в 1991 г. Закон «О ценных бумагах и фондовой бирже» и его последующие версии не создали правовой основы для централизации биржевого рынка ценных бумаг в Украине. Сторонники «монобиржия» победили, их аргументы юридически оказались весомее, поскольку указанный Закон прямо не ограничивал количество фондовых бирж в Украине. Но расчлененный на множество мелких сегментов биржевой рынок не смог противостоять фактически централизованному внебиржевому рынку, воплощенному во второй половине 1990-х гг. в ПФТС. Лишенные возможности привлечения инвестиций для своего развития, отечественные фондовые биржи фактически паразитировали в течение многих лет за счет биржевого рынка приватизации, к тому же весьма скромного по объемам в сравнении с вторичным рынком ПФТС.

Ситуация могла быть совершенно иной, если бы в Украине победила идея централизации биржевого рынка, если бы инициаторы создания УФБ с самого начала ориентировались не на быструю приватизацию, а на долгосрочную перспективу создания в стране полноценного биржевого рынка капитала.

Вместе с тем, трудно переоценить огромный вклад УФБ в дело становления отечественного биржевого рынка ценных бумаг, формирования системы организации биржевой торговли ценными бумагами.

Выводы

1. Принятый в июне 1991 г. Закон Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже» имел ряд существенных недостатков принципиального значения.

Во-первых, он не имел системного характера, который бы предусматривал создание национального рынка ценных бумаг.

Во-вторых, хотя разработчики этого закона исходили их концепции единой национальной фондовой биржи (которой, по их замыслу, должна была стать УФБ) и централизованной модели фондового рынка, ни первоначальная редакция закона, ни его последующие редакции не отражали идею централизации рынка. Как следствие, в нем даже не упоминались такие важнейшие функции, как деятельность по хранению, учету и ведению расчетов по операциям с ценными бумагами, а также такие важнейшие институты, как единый депозитарий и единый расчетный (клиринговый) центр.

В-третьих, упомянутый Закон не создал правового фундамента не только для организации централизованного биржевого, но и для функционирования внебиржевого рынка ценных бумаг, поскольку он вообще не упоминался и фактически были проигнорированы такие институциональные финансовые посредники, как инвестиционные фонды, инвестиционные компании и доверительные общества; не выстроена модель организации и функционирования рынка как целостной системы и ее государственного регулирования.

2. В 1992 — 1994 гг. в Украине фактически не было предпосылок для нормальной деятельности фондовой биржи. Но уже с первых лет независимости стал реально функционировать не законодательно прописанный биржевой, а законом не признаваемый де-юре, полуправильный, полустихийный неорганизованный внебиржевой рынок ценных бумаг. Только в 1995 г., после выхода Указа Президента Украины и принятия Верховной Радой «Концепции функционирования и развития фондового рынка Украины», государство начало осмысленную выстраивать регуляторную политику в отношении рынка ценных бумаг, включая его неорганизованный сегмент.

3. В 1994 — 1995 гг. в основных чертах сложилась модель украинского фондового рынка, просуществовавшая вплоть до мирового финансово-экономического кризиса 2008 — 2009 гг. Уникальной особенностью этой модели являлось беспрецедентное в мировой практике доминирование неорганизованного сегмента фондового рынка над организованным. При этом неорганизованный рынок превосходил организованный не только количественно, но в некоторых отношениях (по количеству эмитентов, обращающихся видов ценных бумаг и участников рынка) качественно. В рамках этой модели фондовая биржа практически не выполня-

ла своих классических функций, а являлась скорее придатком, своеобразной «витриной престижа» неорганизованного рынка ценных бумаг и в целом «рыночного имиджа» страны. Инструменты и механизмы внебиржевого рынка с первых лет его существования активно использовались теневой экономикой, следствием чего и была его информационная непрозрачность.

Література

1. **Закон** Украины «О ценных бумагах и фондовой бирже» №1202-ХІІ от 18 июня 1991 года // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 1993. — №8. — С. 22 — 37. 2. **Положение** о выпуске и обращении ценных бумаг и фондовых биржах в РСФСР: Утверждено Постановлением Правительства РСФСР от 28 декабря 1991г. №78// Собрание постановлений правительства Российской Федерации. — 1992. — №5. — Ст. 26. — С. 67 — 78. 3. **Оскольский В.В.** Ринок цінних паперів України: Проблеми функціонування і розвитку / В. В. Оскольский. — К. : КСУ, 1996. — 147 с. 4. **Оскольский В.В.** Ринок цінних паперів України: погляд через призму діяльності Української фондової біржі / В. В. Оскольский. — К. : УФБ, 2001. — 216 с. 5. **Оксаніч С.** У тому, що на ринку ІСІ стабільна ситуація — велика заслуга «КІНТО» / С. Оксаніч // Територія Бізнесу. — 22.01.2009. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.tb.mk.ua/magazines/?article=296>. 6. **Система** розриття інформації на фондовому ринку України. — [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.smida.gov.ua/emitent/zvit.php?kod=13317856&year=2002&table=DOD6A>. 7. **Гермес:** Еженедельный информационный выпуск Украинской фондовой биржи № 21 // Деловая Украина. — 1994. — 10 декабря (№ 97). — С. 3. 8. **Концепція** роздержавлення і приватизації підприємств, землі і житлового фонду: Схвалена Постановою Верховної Ради України 31 жовтня 1991 року №1767-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. — 1991. — № 53. — Ст. 795. 9. **Положение** об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью: Утверждено Постановлением Совета Министров СССР от 19 июня 1990г. №590 // Собрание постановлений правительства Союза Советских Социалистических республик (отдел первый). — 1990. — № 15. — Ст.82. — С. 333 — 356. 10. **Закон** Украины «О хозяйственных обществах» №1576-ХІІ от 19 сентября 1991 года // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 1992. — № 2. — С. 3 — 11. 11. **Криклій А.С.** Фондовий ринок України: Становлення, проблеми та етапи розвитку / А. С. Криклій, Р. В. Пікус, Е. В. Мельникова // Економіка та держава. — 2006. — № 8. — С. 3 — 5. 12. **Статистичний** щорічник

України за 2001 рік / за ред. О. Г. Осауленка; відп. за вип. В.А.Головко / Держкомстат України. — К. : Техніка, 2002. — 644 с. 13. Бюлетень Національного банку України. — 2006. — Червень (№ 6). 14. **Харченко А.** Новый год на фондовый рынок сюрпризов не принес / А. Харченко // Финансовая Украина. — 1994. — 12 января. — С. 5. 15. **Новошинская Л.** Антологія українського ринку цінних паперів / Л. Новошинская, Ф. Стасюк // Ринок цінних паперів України. — 2004. — № 5 — 6. — С. 3 — 16. 16. **Ляшенко В.И.** Фондовые индексы и рейтинги / В. И. Ляшенко. — Донецк : Сталкер, 1998. — 320 с. 17. **ФСФР** благоговия фондовые биржи ММВБ и РТС. — [Электронный ресурс]. — Режим доступа : http://www.businesspress.ru/newspaper/article_mid_40_aid_315725.tmi 18. **Українська** фондова біржа: Річний звіт. — К., 1996. — 38 с. 19. **Гермес:** Еженедельный информационный выпуск Украинской фондовой биржи № 24 // Деловая Украина. — 1994. — 31 декабря (№ 103). — С.3. 20. **Гермес:** Еженедельный информационный выпуск Украинской фондовой биржи № 41 // Деловая Украина. — 1995. — декабрь (№ 96). — С. 3. 21. **Гермес:** Еженедельный информационный выпуск Украинской фондовой биржи № 1 (117) // Деловая Украина. — 1997. — январь (№ 2). — С. 3. 22. **Кошевой Д.** На бирже торговать хорошо, а вне биржи — лучше / Д. Кошевой // Финансовая Украина. — 1994. — 28 сентября. — С. 14. 23. **Рассчитан** первый индикатор рынка ценных бумаг. Пока довольно условный // Финансовая Украина. — 1994. — 8 июня. — С. 12 — 13. 24. **Жураховская Л.** «Комекс-брок» обзавелся собственным фондовым индексом / Л. Жураховская // Финансовая Украина. — 1995. — 4 января. — С. 23. 25. **Квятковский И.** Фондовый рынок: взгляд из Комиссии по ценным бумагам / И. Квятковский // Финансовая Украина. — 1995. — 25 января. — С. 22. 26. **Шелест В.В.** Особливості створення та діяльності довірчих товариств в Україні / В. В. Шелест // Актуальні проблеми економіки. — 2008. — № 8 (86). — С. 155 — 158. 27. **Алексеев А.** Финансовые посредники — профессионалов пока еще меньше, чем проходимцев / А. Алексеев // Финансовая Украина. — 1995. — 4 мая. — С. 12. 28. **О мерах** по упорядочению операций доверительных обществ с денежными средствами граждан Украины: Распоряжение Президента Украины от 1 марта 1995 года № 42/95-рп // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 1995. — № 5. — С. 55. 29. **О внесении** изменений и дополнений в Положение об инвестиционных фондах и инвестиционных компаниях: Указ Президента Украины от 28 марта 1995 года № 265/95 // Государственный информационный бюллетень о приватизации. —

1995. — № 5. — С. 55. 30. **Об устранении** злоупотреблений в процессе привлечения субъектами предпринимательской деятельности денежных средств граждан: Постановление Верховного Совета Украины от 22 декабря 1995 года № 491/95-ВС // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 1996. — № 2. — С. 34. 31. **Барановский А.** Рынок ценных бумаг в Украине / А. Барановский // Финансовая Украина. — 1995. — 22 июня. — С. 20 — 21. 32. **Поважний А. С.** Ценные бумаги и фондовый рынок : учебн. пособие / А. С. Поважний. — Донецк : Лебедь, 2000. — 627 с. 33. **Силенко В.** История «прихватации» Валютной биржи НБУ / В. Силенко. — [Электронный ресурс]. — Режим доступа : http://www.vitrenko.org/news.php?lang=1&part_id=25&subpart_id=1&article_id=402&year_id=2007&month_id= 34. **Бюлетень** Національного банку України. — 1999. — Грудень (№ 12). 35. **Бюлетень** Національного банку України. — 2000. — Грудень (№ 12). 36. **Лень О.** Рождению Харьковской фондовой биржи угрожает предвыборная борьба / О. Лень // Финансовая Украина. — 1994. — 19 января. — С. 5. 37. **Суровцев Г.** Вдосконалення біржової системи — передумова ефективного розвитку економіки України / Г. Суровцев, С. Ільченко // Економічний часопис. — 1998. — № 8. — С. 11 — 14. 38. **Концепция** функционирования и развития фондового рынка в Украине: Утверждена Постановлением Кабинета Министров Украины от 29 апреля 1994 г. №277 // Государственный информационный бюллетень о приватизации. — 1994. — № 10. — С. 58 — 64. 39. **Концепция** функционирования и развития фондового рынка Украины: Одобрена Постановлением Верховного Совета Украины от 22 сентября 1995 года // Бизнес: Документы, комментарии, консультации. — 1995. — № 42. — С. 8 — 10.

Назарчук М. І. Особливості формування фондового ринку в Україні в першій половині 90-х рр. ХХ ст.

З метою з'ясування причин серйозних недоліків у функціонуванні фондового ринку України, насамперед його біржового сегменту, ретроспективно розглянуто найсуттєвіші моменти в історії його формування в першій половині 90-х рр. минулого століття. Детально проаналізовано особливості законодавчо-правової бази тих років та їх вплив на формування біржового ринку цінних паперів. Простежені маловідомі епізоди й наведені відповідні відомості про функціонування неорганізова-

ного позабіржового сегмента ринку. Установлено, що якраз у першій половині 90-х рр. склалося багато негативних сторін вітчизняного фондового ринку. З'ясовані причини, з яких в Україні не вдалося створити централізований біржовий ринок цінних паперів.

Ключові слова: біржовий ринок, цінні папери, позабіржовий сегмент.

Назарчук М. И. Особенности формирования фондового рынка в Украине в первой половине 90-х годов ХХ века

В целях выяснения причин серьезных недостатков в функционировании фондового рынка Украины, прежде всего его биржевого сегмента, ретроспективно рассмотрены наиболее существенные моменты в истории его формирования в первой половине 90-х годов прошлого века. Детально проанализированы особенности законодательно-правовой базы тех лет и их влияние на формирование биржевого рынка ценных бумаг. Прослежены малоизвестные эпизоды и приведены соответствующие сведения о функционировании неорганизованного внебиржевого сегмента рынка. Установлено, что именно в первой половине 90-х гг. сложились многие негативные стороны отечественного фондового рынка. Выяснены причины, по которым в Украине не удалось создать централизованный биржевой рынок ценных бумаг.

Ключевые слова: биржевый рынок, ценные бумаги, внебиржевой сегмент.

Nazarchuk M. I. Peculiarities of Ukrainian stock market formation in the first half of 90th of XX century

With the purpose of finding out the causes of serious drawbacks in functioning of the Ukrainian stock market, and first of all its on-exchange segment, the most significant moments in the history of its creation in the first half of 90th of XX century are retrospectively considered. Peculiarities of a legislative legal base of those years and its influence on the creation of a securities stock market are thoroughly analyzed. Little known episodes are traced and corresponding information about functioning of an unorganized off-exchange market segment are given. It is found out that right in the first half of 90th the most negative qualities of the national stock market were formed. The reasons of failing to create a centralized Ukrainian securities stock market are founded out.

Key words: stock market, securities, off-floor segment.

Отримано від автора 03.07.2009 р.

Прийнято до друку 30.09.2009 р.