

СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Проаналізовано сучасний стан фондового ринку України та чинники, які негативно впливають на цей сегмент фінансового ринку. Визначено конкретні напрямки подальшого розвитку українського ринку цінних паперів у контексті сучасних тенденцій становлення світового фондового ринку.

Пріоритетним завданням економічної політики в Україні є нарощення обсягів інвестицій і покращення їхньої структури. У нинішній ситуації, коли незначною є частка підприємств, що мають ресурси для здійснення інвестицій, а бюджет має переважно соціальну спрямованість, інвестиціями вважають кошти, які обертаються на фінансових ринках. Фінансування інвестицій у реальний сектор національної економіки через ринок цінних паперів і залучення на досягнення цих цілей вітчизняних капіталів, завдяки активній участі у даному процесі різних суб'єктів, має забезпечити сталий економічний розвиток України. Отже, розвиток фондового ринку як невід'ємної частини фінансового та активізація діяльності комерційних банків на ньому набувають важливого значення для подальшого економічного розвитку України.

З огляду на це проблема раціонального поділу фінансових ресурсів між тими, хто тримає їх як заощадження, і тими, хто має в них потребу, вирішується фінансовим ринком, значним сегментом якого є ринок цінних паперів. За допомогою ринку цінних паперів економіка країни отримує необхідні інвестиції для свого розвитку, відбувається ефективний перерозподіл капіталів між усіма суб'єктами ринку. Необхідною умовою функціонування такого ринку є наявність інфраструктури, яка б створювала сприятливі умови для його роботи.

Таким чином, відсутність єдиної концепції розвитку ринку цінних паперів, неврегульованість в управлінні з боку державних установ привели до утворення в країні децентралізованої інфраструктури ринку цінних паперів. Крім цього, на регіональному рівні інфраструктура ринку цінних паперів ще більш деформована і слаборозвинута. На рівні регіону ринок цінних паперів не став ефективним механізмом залучення інвестицій у регіон. Елементи його інфраструктури не можуть на рівних конкурувати з аналогічними установами, що функціонують у столиці і здебільшого здійснюють спекулятивні операції та обслуговування процесів перерозподілу власності.

Теоретичні засади та практика функціонування ринку цінних паперів, а також елементів його інфраструктури посідають доволі вагоме місце в наукових дослідженнях українських учених: І. Бланка, О. Василика, З. Васильченко, В. Геєця, В. Корнєєва, І. Лютого, Т. Майорової, В. Міщенка, О. Мозгового, А. Пересади, В. Шапрана, В. Шелудько та ін.

Відаючи належне науковим напрацюванням вітчизняних та зарубіжних учених з цієї проблематики, слід зауважити, що наявна потреба в її подальшому дослідженні. Залишаються відкритими питання щодо теоретичного обґрунтування поняття та складових елементів інфраструктури як внутрішньої системи ринку цінних

паперів. Відсутній системний аналіз процесу становлення інфраструктури ринку з урахуванням впливу економічно-інституційних чинників на нього.

За період незалежності Україна так і не спромоглася сформувати ефективний цивілізований фондовий ринок, де б на чітких і зрозумілих умовах за контролюванням державних органів і саморегулюючих організацій зустрічалися емітенти цінних паперів й інвестори. Доречно зауважити, що створити в країні ефективну та надійну інфраструктуру фондового ринку можна і потрібно було давно. Так, на початку 1990-х рр. Європейський Союз надавав реальну технічну допомогу щодо створення повного технологічного циклу національного ринку капіталів – єдиної біржі, центрального депозитарію і центрального платіжного агентства (розрахункового банку) на базі Національного банку. Однак приватизація держпідприємств була розпочата не через біржі, тому цей проект не був реалізований. Пізніше, у 1995 році, Верховна Рада України схвалила Концепцію створення і функціонування ринку цінних паперів в Україні, яка також проголошувала необхідність централізації біржової торгівлі і депозитарної системи. Проте, у 1996–1997 рр. розпочали реалізовувати проект технічної допомоги Агенції США з міжнародного розвитку (USAID) зі створення позабіржової торгово-інформаційної системи ПФТС, яка є альтернативою “традиційним” біржам. З моменту початку функціонування ПФТС біржа втратила всі конкурентні переваги. Щодо централізації депозитарної системи концепція 1995 р. не була реалізована взагалі. З ухваленням у 1997 р. Закону “Про Національну депозитарну систему...” Держкомісія з цінних паперів і фондового ринку (ДКЦПФР) разом із Національним банком створили Національний депозитарій України (НДУ). Однак робота державного депозитарію майже з дня його заснування була заблокована Меморандумом про взаєморозуміння між урядами України та США, який за суттю надавав преференції ще одному проекту USAID – кліринговому депозитарію “Міжрегіональний фондовий союз” (МФС). Розблокувати роботу НДУ вдалося тільки в 2006 р., коли уряд Ю. Єханурова в односторонньому порядку анулював угоду з американцями.

Крім цього, в 2004 р. була ухвалена державна програма розвитку Національної депозитарної системи. Вона не передбачала усунення протиприродної “тридепозитарності”, появу на ринку центральної розрахунково-клірингової установи, інших необхідних компонентів сучасного ринку цінних паперів. Проблеми ринку капіталів – у полі зору Президента України Віктора Ющенка, їм присвячувалось не одне засідання РНБО.

У результаті для державного контролю над процесом реформ на фондовому ринку в 2005 р. було створено спеціальний державний орган – Держагенцію з інвестицій та інновацій. Проте за недавнім рішенням Кабмін України скасував запропоновану агенцію та затверджену попереднім урядом комплексну Концепцію держпрограми модернізації ринків капіталу України, не запропонувавши натомість нічого. Отже, стратегічна реформа, життєво необхідна для всієї економіки країни, стає не на часі.

У цьому разі доречно проаналізувати інвестиційну привабливість та перспективи українського ринку цінних паперів, а також знайти відповідь на запитання – наскільки внутрішньо- та зовнішньоекономічна кон’юнктура, інші інституціональні чинники сприятимуть подоланню проблеми вітчизняного фондового ринку.

Починаючи з 2004 р., у політиці держави щодо фондового ринку окреслився курс на зміцнення позицій організованого ринку цінних паперів, його не тільки кількісного, а і якісного зростання. Запорукою цього стали заходи законодавчого та нормативно-правового регулювання, зокрема, було ухвалено новий Закон України “Про цінні папери та фондовий ринок” і затверджено ДКЦПФР “Положення про функціонування фондових бірж”. Тому український фондовий ринок динамічно розви-

вається впродовж останніх чотирьох років, а за оцінюванням експертів, він у 2008 р. збереже свою привабливість для інвестування коштів. Окрім цього, передбачають його подальше зростання, але й можливе деяке уповільнення темпів, тобто найімовірніше він залишатиметься волатильним, реагуючи на нестабільність, що зберігається на міжнародному фінансовому ринку.

Разом з цим, вважаємо, що український фондовий ринок не зазнає значних коригувань через:

а) задекларовані керівництвом країни грандіозні плани щодо істотної модернізації інвестиційного і фондового ринку;

б) активізацію підготовчої роботи з проведення Євро-2012;

в) анонсування прозорої приватизації привабливих державних об'єктів у 2008 р.

Важливою подією у цьому контексті став вступ України в Світову організацію торгівлі (СОТ). Ефект від вступу в міжнародну торгову організацію може забезпечити додаткове зростання українського ВВП на рівні до 2% на рік, а отже, при вдалій ціновій кон'юктурі світових товарних ринків цей вступ у СОТ може додатково капіталізувати вітчизняний фондовий ринок у 2008 р. на 10–15%.

Варто зазначити, що балансування між негативними і позитивними чинниками, дефіцит інвестицій і недостатня ліквідність українського фондового ринку практично стабілізували вартість переважної частини фінансових інструментів. Проаналізуємо фрагментарно окремі кількісні характеристики складових і фондового ринку України за останній період.

Так, за 2000–2006 рр. торговий оборот фондового ринку України збільшився з 39,2 млрд. до 492,8 млрд. грн. (у 12,6 разу). При цьому показник, який характеризує роль і місце фондового ринку в економіці країни (відношення його торгового обороту до ВВП), підвищився з 23 до 91,6% (майже в 4 рази) [7].

Важливим сегментом фондового ринку є ринок акцій. Так, 2007 р. був періодом стрімкого зростання цін на акції українських підприємств. Провідний індикатор українського ринку акцій, індекс ПФТС, збільшився на рекордні 135%, що стало другим після Китаю за розміром показником у світі. Основними чинниками, які сприяли такому стрімкому розвитку ринку цінних паперів, були такі: поліпшення фінансових показників підприємств (збільшення виробництва, покращення якості продукції підприємств та ін.), зростання ВВП та економіки країни загалом і, як результат, збільшення попиту закордонних інвесторів на акції українських підприємств.

Разом з цим, під впливом загальної негативної тенденції на світових фондових ринках український ринок акцій зафіксував істотне зменшення на початку 2008 р. Ця ситуація багато в чому відображала загальносвітову тенденцію, пов'язану з наслідками іпотечної кризи.

Отже, на нашу думку, у цьому сегменті фондового ринку можливі такі позитивні зрушення:

- 1) результати роботи українських банків за останній період переконливо свідчать про позитивну тенденцію розвитку всієї банківської системи країни, а це значно підвищуватиме курсову вартість акцій українських банків;
- 2) найближчим часом прогнозується суттєве зростання цін на продукцію підприємств гірничодобувного сектора і, як результат, відповідний потенціал розвитку та зростання акцій металургійних компаній;
- 3) інвесторів цікавитиме енергетика у контексті проголошених урядом намірів продовження приватизації у цій галузі;
- 4) за рахунок посилення диверсифікації вкладень портфельних інвесторів і збільшення капіталізації основних емітентів акцій, загальна динаміка підвищення цін на ринку в 2008 р., найімовірніше буде позитивною, оскільки переважна частина українських цінних паперів має значний потенціал для зростання.

Слід зазначити, що негативні чинники світового фондового ринку можуть сповільнити зростання обсягів внутрішніх операцій з купівлі-продажу акцій, але прогноз залишається незмінним – українські цінні папери користуватимуться високим попитом в інвесторів.

Структура ринку облігацій в Україні принципово не змінюється – основним інструментом залишаються корпоративні боргові зобов'язання. Істотність змін у сегменті муніципальних і державних позик залежатиме від змін у бюджеті цього року і політики Кабміну України. Так, Мінфін України розробив Концепцію розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2008–2011 рр. Відповідно до цієї концепції створюються такі умови для розвитку цього ринку, які б забезпечували фінансування потреб держави з мінімально можливим рівнем витрат, здешевлювали старі борги та враховували інтереси всього кола інвесторів.

Отже, на даний момент первинний ринок облігацій внутрішніх державних позик (ОВДП) залишається неліквідним, що пояснюється насамперед низькою дохідністю ОВДП. Проте варто наголосити, що так було не завжди. Знижуватися середньозважена прибутковість облігацій почала з 2002 р. У 2002–2007 рр. максимальна купонна ставка становила 11,94%, мінімальна – 6,3%. Мінфін України розмістив внутрішні державні облігації останній раз 17 березня 2008 р. усього лише на 3,7 млн. грн. під 7,9% річних і з терміном обігу три роки. Всього з початку року Мінфіну вдалося продати ОВДП приблизно на 400 млн. грн., що значно менше, ніж заплановано (900 млн. грн.). На нашу думку, головною причиною є повна відсутність попиту через світову кризу на ринках капіталу, що призвів до дефіциту коштів на зовнішніх ринках. Крім цього, щоб ставки прибутковості з ОВДП були, як і в минулому, привабливими, їх потрібно збільшити мінімум на 2 п. п.

Для активізації ринку муніципальних позик Мінфін України наприкінці минулого року і на початку 2008 р. надав дозволи містами Харків, Сєверодонецьк, Борисполь та Львів на випуск облігацій внутрішньої місцевої позики на три і п'ять років під ставку до 14% річних. Однак зростання відсоткових ставок у 2008 р. ставить під питання можливості розміщення муніципальних облігацій за заявленими ставками.

Щодо ринку інститутів спільного інвестування варто зазначити, що останнім часом ставки за банківськими депозитами вже не задовольняють населення, адже вони дають невеликий дохід, якщо від зароблених відсотків відняти втрати від інфляції. Тому темпи інфляції в Україні змушують фізичних осіб шукати нові джерела не тільки для заощадження, а й нагромадження грошей. Звідси, на думку експертів, поточний рік стане сприятливим для активізації роботи інститутів спільного інвестування (ІІІ).

Згідно з даними Української асоціації інвестиційного бізнесу, результати діяльності вітчизняних ІІІ у 2007 р. свідчать про позитивну динаміку розвитку цього ринку. За станом на початок 2008 р. в Україні функціонує 834 ІІІ, що на 61% більше, ніж відповідний минулорічний показник. А кількість компаній з управління активами (КУА) за рік збільшилась на 40% (з 228 до 321 компанії). Показовим є те, що на тлі збільшення обсягів активів інвестиційних фондів середня дохідність ІІІ значно перевищила рівень інфляції і дохідність альтернативних напрямків інвестування.

Нині серед іноземних інвесторів зростає інтерес до українських ІІІ. Іноземців зацікавила висока дохідність українських фондів. Тому масовий прихід нерезидентів може істотно збільшити обсяги операцій ринку ІІІ. Можемо з цього зробити висновок, що, з одного боку, це позитивно вплине на фондовий ринок, оскільки збільшиться кількість угод і обсяги торгів, а з іншого – такий масовий прихід нерезидентів зробить наш ринок ще більш залежним від настроїв іноземців.

Проаналізувавши ринок інститутів спільного інвестування, можна стверджувати, що він упродовж останніх місяців 2008 р. демонстрував підвищення дохідності, але

ще зарано наголошувати на висхідному тренді. Хоча таке зростання дохідності ІСІ пов'язане із стабілізацією на фондовому ринку, але він залишається доволі слабким.

Трансформаційні процеси в економіці України торкнулися і ринку небанківських фінансових послуг. Так, за період 2006–2007 рр. чітко простежується тенденція щодо подальшого зростання кількості небанківських фінансових установ і збільшення обсягів та асортименту послуг, які вони надають (рис. 1). Разом із кількісними зростають і якісні показники діяльності небанківських фінансових установ. Випереджаючими темпами продовжують нарощувати активи недержавні пенсійні фонди (приріст 98%), кредитні спілки (приріст 62%) та фінансові компанії (приріст 46%).

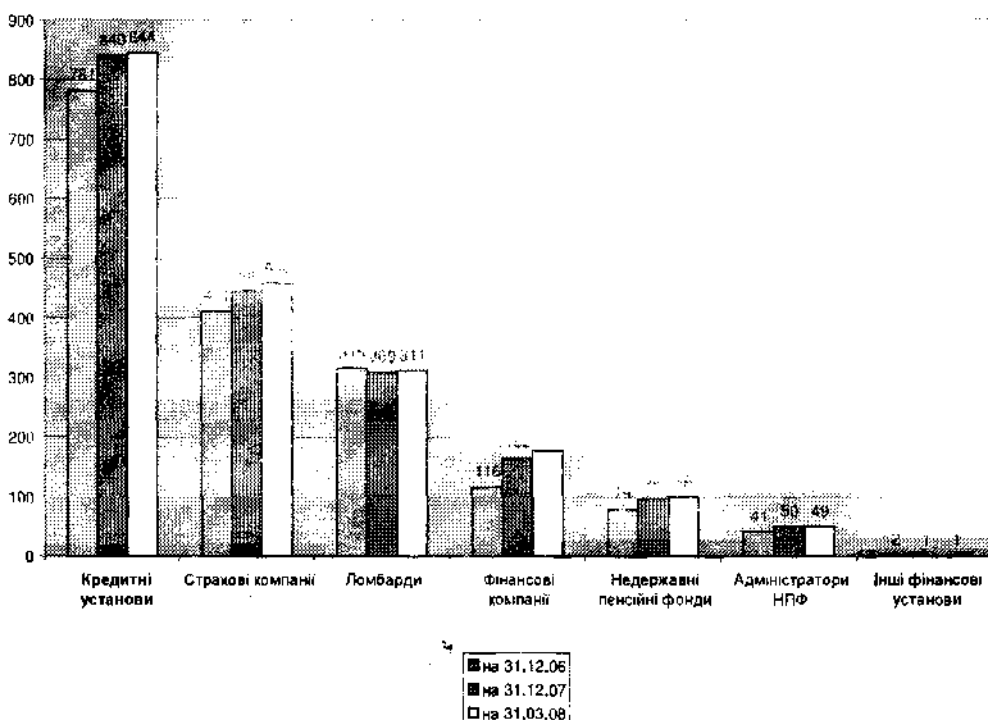


Рис. 1. Динаміка кількості зареєстрованих небанківських фінансових установ [6]

За матеріалами Держфінпослуг можна простежити бурхливий розвиток кредитування, що здійснюють кредитні спілки. Для сектора кредитних спілок характерні не лише високі темпи нарощування активів, а й суттєве збільшення чисельності членів кредитних спілок, що свідчить про сталий системний розвиток цього сектора фінансового ринку та підвищення довіри споживачів до нього.

Найбільш динамічним серед ринків небанківських фінансових послуг є ринок недержавного пенсійного забезпечення. Про це свідчить стрімке зростання не лише активів недержавних пенсійних фондів, а й кількість їхніх учасників, а також обсяги пенсійних внесків і виплат. Переважаючими напрямками інвестування пенсійних активів залишаються депозити в банках (40% від інвестованих активів), акції (26%) та облігації (25%) підприємств, які є резидентами України. Крім цього, такий інструмент, як державні цінні папери, цінні папери місцевих рад як основні інструменти вкладення пенсійних коштів, не має широкого попиту серед компаній з управління активами через низький рівень дохідності.

Загальновідомо, що успішний розвиток вітчизняної економіки визначає стан банківської системи. Нині активи українських банків становлять майже 650 млрд. грн., тобто понад 85% ВВП, тому вплив банків на економіку країни є доволі суттєвим [2; 24]. У I кварталі 2008 р. відбулась реструктуризація банківських активів. Зокрема, у портфелях зменшилася кількість цінних паперів, і вивільнені ресурси були спрямовані на кредитування. З огляду на це у I кварталі 2008 р. кредитування досягло історичного максимуму – понад 0,5 трлн. грн., із них 175 млрд. грн. – населенню. Можна припустити, що таке збільшення обсягів кредитування підприємств сприятиме подоланню інфляції. Однак слід сповільнити активізацію споживчого кредитування, яке ініціюють банки з іноземним капіталом з метою отримання більшої частки ринку, і банки, які продаються. Для такого кредитування банки залучали ресурси із-за кордону і вже мають понад 30 млрд. дол. США боргу. При такому темпі запозичень сукупний борг України може досягти 80% ВВП (нині він перевищує 84 млрд. дол., або 60% ВВП).

На нашу думку, банківська система може увійти в зону ризику, Україна буде фінансово нестійкою до зовнішніх і внутрішніх шоків, тому, доцільно змінити орієнтир зі споживчого на економічне кредитування.

На фондовому ринку України набуває поширення діяльність з управління цінними паперами. Якщо в розвинених країнах спочатку розвивалася діяльність з управління цінними паперами, а вже потім – з управління активами, то в Україні ці процеси відбуваються в іншій послідовності.

Донедавна послуга з управління цінними паперами в Україні не надавалася, оскільки можливість здійснення такої діяльності не була передбачена в нормативному акті ДКЦПФР "Порядок та умови видачі ліцензії на здійснення окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензій, видачі дубліката та копії ліцензії". Після прийняття Комісією в грудні 2007 р. відповідних змін і доповнень до цього документа діяльність з управління цінними паперами в Україні стала можливою за умови отримання ліцензії.

Проаналізувавши сучасний стан основних домінантів фондового ринку України, слід зауважити, що важливу роль в активізації інвестиційного процесу відіграє ступінь довіри інвестора, який залежить від ступеня доступності інформації на ринках капіталу. Доступність інформації насамперед визначається ефективністю наявної системи її розкриття. Існування ефективного фондового ринку без відповідної системи розкриття інформації емітентами та інвесторами неможливе. Таким чином, поширена відтак, існуюча сьогодні система розкриття інформації не задовольняє вимог ефективно функціонуючих та прозорих ринків капіталу. Обмежена законодавча можливість ДКЦПФР щодо акумулювання інформації, фрагментарний характер акумулювання за джерелами отримання та подальшого її надання, наявність цієї інформації лише українською мовою та багато інших проблем призводять до появи більш вагомих проблем функціонування ринків капіталу, насамперед в Україні, і до зменшення рівня активності інвестиційного процесу взагалі. Однак в нашій країні окреслились певні зрушення щодо розбудови системи розкриття інформації, схваленої на засіданні Кабінету Міністрів наприкінці 2007 р. Концепції Державної цільової програми модернізації ринків капіталу України.

Отже, результати, отримані в процесі дослідження, дали змогу сформулювати пропозиції щодо інтегрування фондового ринку України у світове товариство, а також забезпечення стійкої динаміки розвитку його інститутів:

1. Для сучасної інтеграції України у світову економіку перелік цінних паперів потребує поряд із подальшим упровадженням класичних форм зміни їхньої суті й вигляду, а також ступеня ризикованості та надійності. Так, для зменшення рівня ри-

зикованості як рівновагу треба широко застосовувати деривативи, тому що вони дають змогу хеджувати операції з матеріальними та фінансовими інструментами. Крім цього, поширення застосування деривативів дозволить пришвидшити обіг національної грошової одиниці за рахунок розширення спекулятивних операцій.

2. Зменшення податкового тиску, вільне конвертування національної валюти та зрівняння в правах вітчизняних і закордонних компаній у законодавстві України стимулюватимуть портфельне інвестування та пришвидшуватимуть інтеграцію у світове товариство. Цьому також сприятиме підвищення прозорості фондового ринку та залучення нових механізмів приватизації та реприватизації.

3. Для подальшої інтеграції у світове товариство потрібно враховувати процеси, що відбуваються на сучасному етапі глобалізації економіки за кордоном і впливають на роботу національного фондового ринку. Виникла потреба в утворенні єдиної національної торговельної комп'ютерної мережі та підвищенні вимог позабіржової торгівлі до лістингу. Причому зарегульованість непрозорість фондового ринку України, слабе технічне оснащення (порівняно з країнами Заходу) перешкоджають злиттю двох секторів (біржовий і позабіржовий) у найближчий період і не можуть сприяти швидкому інтегруванню у світову економіку.

4. Потребує вдосконалення законодавча база, що забезпечить, з одного боку, усунення виявлених у процесі практичної роботи недоліків уже прийнятих законів і підзаконних актів, а з іншого – ліквідацію білих плям у законодавстві. Стосовно перших слід зазначити, що таким повинен бути проект змін до Закону про ІСІ, а також змін до податкового законодавства. Інший Закон "Про зміни в національній депозитній системі" має створити в країні надійну систему обліку прав власності, що виключає перевищення судами своїх повноважень, пришвидшує створення центрального депозитарію, захищеного від суб'єктивізму як з боку держави, так і окремих учасників ринку, що функціонує за ринковими принципами.

Підбиваючи підсумки, зазначимо, що в Україні загалом сформована інфраструктура фондового ринку. Є достатній інвестиційний потенціал, зосереджений у населення і суб'єктів господарювання. І завдання полягає в тому, щоб як найшвидше повернути інвесторів обличчям до наших інститутів. Успішне вирішення цієї проблеми базується на обов'язковому об'єднанні зусиль держави, насамперед її регуляторів, і ринку у забезпеченні надійної роботи самих інститутів.

Література

1. Григоренко Є. Діяльність інститутів спільного інвестування у нових законодавчих умовах // *Фінансовий ринок України*. – 2006. – № 7. – С. 19–22.
2. Левченко З. Банківська система України: самопочуття в умовах кризи // *Цінні папери України*. – 2008. – № 18. – с.24–25.
3. Михальський В. Сучасний стан фондового ринку України крізь призму процесів глобалізації у світовій економіці // *Ринок цінних паперів України*. – 2007. – № 7–8. – С. 23–38.
4. Назарчук М. Середньостроковий прогноз розвитку фондового ринку України // *Економіка України*. – 2008. № 2. – С. 47–62.
5. Стренко О. Інвестиційна привабливість та перспективи українського ринку цінних паперів у 2008 році // *Фінансовий ринок України*. – 2008. – № 18. – С. 24–25.
6. www.dtp.gov.ua.
7. www.pfts.com/ukr/news.