

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Наказ Міністерства освіти і науки України від 29.12.2014 № 1528)

Ефективна  
ЕКОНОМІКА

Дніпропетровський державний  
аграрно-економічний університет



№ 10, 2010

[Назад](#)

[Головна](#)

УДК 338

*С. М. Аржєвітін*

*Перший заступник голови Комітету Верховної Ради України*

*з питань фінансів і банківської діяльності,*

*докторант кафедри банківської справи*

*ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»*

## РОЗВИТОК РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ

**Вступ.** Відновлення економічного зростання, а головне – зміни нарешті існуючої два десятиліття деформованої економіки, стимулювання інноваційної діяльності та освоєння високопродуктивної конкурентної промислової продукції тощо не можливе без функціонування ринку цінних паперів та формування, нарешті, державної цілісної концепції його розвитку. У більшості країн світу рівень розвитку індустрії цінних паперів розглядається як індикатор зрілості ринкових стосунків. Якщо говорити про українську індустрію цінних паперів, то слід визнати, що вона за своїми інституційними і функціональними характеристиках в неповній мірі відповідає світовим тенденціям розвитку.

Фактично відсутня стратегія розвитку ринку цінних паперів, не говорячи вже посткризову стратегію і про оцінку чинників, що визначають формування повноцінної структури ринку. Це, у свою чергу, уповільнює інвестиційні процеси і стримує розвиток реального сектора вітчизняної економіки, не сприяє його кооперації і інтеграції до світової спільноти.

Метою даної роботи є аналіз процесів становлення ринку цінних паперів, оцінка проблем і перспектив його подальшої реструктуризації і розвитку для залучення інвестицій в реальний сектор економіки.

**Основна частина.** Ступінь економічного зростання визначається інвестиційним кліматом, що окреслюється економічними, політичними, законодавчими та соціальними умовами в країні. Група економічних факторів є вирішальною та багатовимірною. Вона включає як зовнішні, так і внутрішні умови. До зовнішніх економічних умов інвестиційної привабливості відносяться: стан економіки, окремих видів економічної діяльності, забезпеченість економіки грошима, ступінь розвитку фінансового ринку в цілому та окремих його сегментів (в першу чергу ринок цінних паперів та ринок банківських послуг) зокрема. Поки що зовнішні чинники не дають надії на швидке відновлення ринків. Внутрішні чинники представлені показниками фінансового стану підприємства, та стану конкурентоспроможності. Між цими групами існує взаємозв'язок та взаємообумовленість: чим нижче рівень освоєння підприємствами сучасних умов введення бізнесу, тим не значніша роль фондового ринку та ринку банківських послуг, які мають суттєві проблеми. З іншого боку: чим розвинутіше механізми функціонування зазначених ринків, тим кращі умови для введення бізнесу мають підприємства.

У сучасному світі існує декілька базових моделей щодо функціонування фінансового ринку, вибір яких визначальним чином впливає на ефективність економіки країни. Ці моделі, по-суті, пов'язані з двома варіантами функціонування фінансового посередництва: 1) англо-американська модель (ринково-орієнтована модель); 2) континентальна, або, як її ще називають японо-німецька (банківсько-орієнтована модель). Головне розмежування між моделями стосується рівня централізації ринку. Централізація проявляється в розподілі функцій фінансового посередництва. Економічне призначення фінансових посередників полягає в «забезпеченні базовим суб'єктам грошового ринку максимально сприятливих умов для успішного функціонування» [1, с. 541].

Питання щодо ефективності тієї чи іншої моделі ринку досить дискусійне, особливо враховуючи останню світову фінансову кризу. Одним з головних недоліків англо-американської моделі світовими експертами було визнано недостатній рівень адекватного державного регулювання. Ринки переросли ту регуляцію, яка була встановлена. Як зазначив лауреат Нобелівської премії по економіці американський дослідник Пол Кругман в інтерв'ю Бі-бі-сі, існувала система банків, яка добре регулювалася. Але потім набули розвитку хедж-фонди і віртуальні грошові ринки похідних цінних паперів. Іншими словами набула розвитку система, де велика частина банківської діяльності вироблялася організаціями, які не називалися банками, - і ця діяльність не регулювалася банками! Регулювання повинне було змінитися відповідно до цих обставин, але так не сталося, і тому світ виявився уразливим в цій фінансовій кризі [2]. Розвиваючи вітчизняний ринок цінних паперів, нам потрібно обов'язково враховувати світовий досвід не тільки з питань механізмів торгівлі фінансовими інструментами, а з погляду необхідності розвитку адекватної системи регулювання.

Враховуючи історичне минуле системи господарювання в Україні доцільним слід визнати банківсько-орієнтовану модель, яка здатна залучити значні вільні грошові кошти населення, як основного внутрішнього інвестора. А проте беручи до уваги небажання банків брати на себе ризик довгострокового фінансування, без якого не можливо досягти модернізації основних фондів підприємств та значних структурних змін в економіці, враховуючи світовий досвід, видається необхідним активно розвивати і ринок цінних паперів. Даний ринок є невід'ємним елементом функціонування ринкової економіки, однією з найважливіших функцій якого є мобілізація фінансових ресурсів інвестиційного призначення, зокрема пов'язаних з реалізацією структурних перетворень в економіці.

Слід відзначити, що з початку функціонування та до цього часу ринок цінних паперів в Україні розвивається дискретно та фрагментарно, але з великим потенціалом. В умовах глобалізації саме ринок цінних паперів, як інтегруючий, може стати тим елементом економіки який сприятиме притоку не тільки заощаджень населення, гарантуючи їм високу дохідність, але й притоку іноземних інвестицій та підвищення конкурентоспроможності наших підприємств (через вихід на світові ринки капіталу).

Про підвищення ролі ринку цінних паперів в економіці країни свідчить той факт, що починаючи з 2007 року обсяги торгівлі цінними паперами перевищують обсяги у таких сферах як виробництво сільськогосподарської продукції та промисловість (див. рис. 1). Вітчизняний ринок виглядає дуже привабливим для інвесторів з точки зору своєї доходності: за останні десять років фондовий індекс ПФТС зріс у 14,6 рази та продовжує зростати. Однак і падіння цін теж є найбільш масштабними.

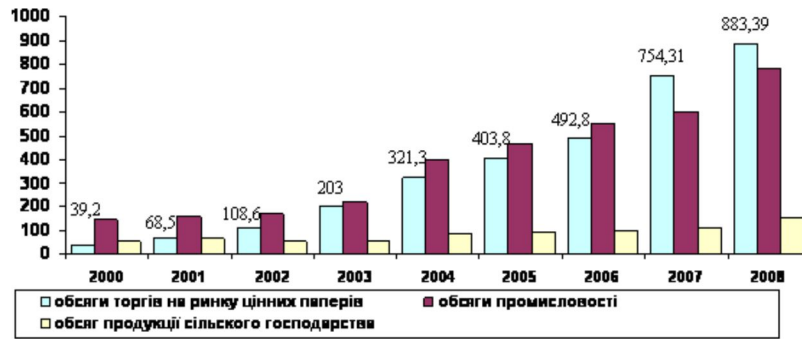


Рис. 1. Динаміка обсягів торгів на ринку, реалізованої промислової продукції та продукції сільського господарства станом на кінець року (млрд. грн.)

У 2008 році капіталізація провідних вітчизняних компаній скоротилася у 3,9 рази у гривневому та у 5,9 рази у доларовому еквіваленті. Саме тому з точки зору співвідношення "ризик-дохід" український фондовий ринок для інвесторів виглядає неефективним. Критерієм оцінки ризику є волатильність. Українському ринку притаманні такі оцінки: низька ліквідність українського ринку, що відбивається, в першу чергу, на його високій волатильності в порівнянні з більшістю країн. Під час кризи 2008-2009 років вітчизняний організований ринок акцій знизився майже ушестеро за індексом ПФТС, а з весни 2009 року до весни 2010 року зріс у п'ятеро. Таким чином, волатильність українського ринку у три-чотири рази вища за волатильність розвинених ринків. Це призводить до того, що вартість цінних паперів збільшується швидше на стадії підйому, коли на ринок заходять крупні покупці, і знижується швидше на спаді, коли інвестори масово прагнуть отримати готівку в обмін на цінні папери. Маємо ринок на якому переважна більшість операцій носить спекулятивний характер, майже відсутні операції інвестиційного спрямування. Пов'язувати відсутність операцій інвестиційного характеру виключно з нерозвинутістю та неліквідністю ринку цінних паперів було б не правомірно. Певний «внесок» роблять і самі позичальники – підприємства, які або взагалі не оприлюднюють фінансові результати, або оприлюднюють недостовірну і неповну офіційну інформацію щодо діяльності підприємства. Крім того, фінансові результати українських компаній останніми роками (2008-2009рр) сильно поступаються тим, що демонструють підприємства, наприклад, Індії і Китаю та не сприяють залученню коштів. Тому іноземні інвестори будуть, швидше за все, купувати папери на ринку цих країн, зважаючи на переоцінку вітчизняних цінних паперів, а внутрішнім інвесторам не вистачає ліквідності та притаманна зайва паніка, через невпевненість у стабільності ринку.

Низький рівень ліквідності вітчизняного ринку цінних паперів обумовлений також недостатньою інфраструктурою учасників ринку, яка останній часом не розвивається. Будь-яка паніка на ринку в силу внутрішніх умов, або зовнішніх, як це було останнім часом, зупиняє торги, тому що покупці (спекулянти), не бажають ризикувати, та виводять гроші. Ринок завмирає та очікувано підтверджує свою репутацію самого волатильного та низьколіквідного ринку. За оцінками аналітиків казати про фундаментальне відновлення українського ринку цінних паперів зарано, в тому числі через дію зовнішніх національних та світових чинників.

Проте слід пам'ятати, що іноземний капітал, який можливо увійде на вітчизняний ринок цінних паперів, не буде сприяти його всебічному розвитку, бо має інші інтереси (або контроль над високотехнологічними підприємствами з їх надприбутками або отримання спекулятивного доходу). Зацікавленими у формуванні дієвої моделі ринку цінних паперів мають бути перш за все підприємці, домогосподарства та обов'язково держава. Участь у ринку цінних паперів населення є окремим показником його зрілості. Саме "внутрішні" гроші компенсують перепади в інвестуванні з боку міжнародних інвесторів і створюють сприятливий психологічний настрій в країні.

Важливим джерелом фінансування інвестиційної діяльності підприємств є позичкові кошти від емісійних паперів, а також купівля акцій підприємства [273, с.652]. Вітчизняний ринок цінних паперів слід визнати переважно ринком емітуємих цінних паперів, на відміну від розвинених, де ринок представлений цінними паперами, що знаходяться в обігу. Вже випущені акції, за окремим виключенням, не є цікавими. Відчувається постійний дефіцит ліквідних фінансових інструментів. За даними Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку масштаби емісійної діяльності в Україні неухильно зростають (див. рис. 2). Проте, якщо на розвинених ринках превалюють акції із встановленим розміром дивідендів, то на українському ринку інвестори орієнтуються на дохід, пов'язаний із зростанням курсової вартості.



Рис. 2. Динаміка обсягів випусків цінних паперів зареєстрованих Комісією станом на кінець року (млрд. грн.)

Серед суб'єктів підприємницької діяльності, незважаючи на значний розмір статутного капіталу, банки, як емітенти боргових зобов'язань, займають одне з останніх місць. На відміну від банків країн із банкоцентричним типом фінансової системи, частка цінних паперів у зобов'язаннях українських банків незначна. Вона складає лише 1,4%, тоді як у країнах Єврозони - 57,6% [4, с.74].

Зазначимо, що поступово, хаотично але вітчизняний ринок набуває ознак розвитку, намагання зрушити з місця. Так поряд з "інтернет-трейдингом", який було запроваджено на українському ринку акцій у 2009 році, в 2010 році з'явився ще один важливий елемент - строковий ринок. Українські інвестори отримали можливість торгувати новим фінансовим інструментом - ф'ючерсом на індекс акцій "Української біржі". Передбачається, що він дасть можливість інвесторам страхувати свої портфелі від несприятливої ринкової кон'юнктури і високої волатильності індексів. Такі інструменти користуються популярністю через кризу на світових ринках. Одним із слабких місць нововведення є недостатньо відпрацьована законодавча база. Держкомісія з цінних паперів і фондового ринку заважати розвитку нового інструмента не збирається, але й удосконалювати правила гри не поспішає.

На сьогоднішній день на вітчизняному ринку цінних паперів накопичилися проблеми, які потребують їх негайного розв'язання, а саме:

- низька ліквідність біржового ринку (до цього часу питома вага біржового ринку в загальному обсязі операцій з цінними паперами не перевищує 5 %);
- нерозвиненість сектору інституційного інвестування та механізмів ринку (боргові інструменти, венчурні фонди, торгівля деривативами);

- вузький спектр фінансових інструментів фінансування, в першу чергу за операціями з фізичними особами та новітнє (ринкове) функціонування державних цінних паперів (ОВДП), муніципальних та корпоративних цінних паперів;

- недостатньо сформована та підпорядкована обліково-розрахункова інфраструктура ринку цінних паперів. Сьогодні існує повна розпорошеність і невизначеність між БАТ» Національним депозитарієм України», БАТ «Всеукраїнським депозитарієм цінних паперів», депозитарієм Національного банку України. Між цими установами ведуться справжні «війни» за місце під сонцем в доступі до інсайдерської інформації;

- нерозвинутість біржової торгівлі, низький рівень сучасних технологій біржової торгівлі;
- низькі стандарти та ефективність корпоративного управління;
- відсутність лояльних до інвесторів стандартів корпоративного управління, насамперед стосовно дивідендної політики;
- інформаційна закритість ринку, недостатність та нерегулярність отримання фінансової інформації про діяльність емітентів;
- дестабілізаційна ситуація на валютному ринку.

Питання стимулювання розвитку ринку цінних паперів потребують системного підходу до їх розв'язання, потрібно одночасно вживати заходи у сфері бізнес середовища для забезпечення функціонування на ньому промислових корпорацій, фінансового ринку для забезпечення залучення необхідних коштів вітчизняних й іноземних інвесторів та удосконалення державного регулювання для реалізації програм. Щоб зробити потужний ривок у подальшому розвитку ринку цінних паперів потрібно зосередити увагу на наступних напрямках розвитку:

- поліпшити бізнес середовище та зменшити податковий тиск на підприємства;
- формування інформаційної відкритості та прозорості ринку цінних паперів, удосконалення системи розкриття інформації про діяльність корпоративних підприємств;
- запровадити заходи з підвищення ліквідності;
- переглянути лістингові вимоги у бік збільшення ліквідності та створити умови для спрощення крос-лістингу цінних паперів;
- вдосконалення системи захисту прав та інтересів акціонерів та забезпечення рівноправності мажоритарних та міноритарних інвесторів, визначення ефективної дивідендної політики;
- формування умов інтеграції вітчизняного фондового ринку з іноземними ринками капіталів. Стимулювання притоку в країну портфельних інвестицій, а не спекулятивного капіталу.
- реформування ринку фінансових послуг і створення комунікованості учасників фондового ринку.
- підвищення рівня корпоративного управління;
- стимулювання діяльності емітентів цінних паперів за рахунок лістингу з метою формування вторинного ринку цінних паперів, збільшення частки цінних паперів, що вільно обертаються на ринку;
- сприяння залученню до ринку різних типів потенційних та діючих, приватних та інституціональних інвесторів;
- розвиток інноваційних технологій та новітніх фінансових інструментів;
- удосконалення та консолідація системи державного регулювання, що передбачає активну участь держави у підтримці розвитку ринку цінних паперів, який має забезпечити реальний сектор економіки необхідними фінансовими ресурсами.

Для формування інформаційної відкритості та прозорості ринку цінних паперів, удосконалення системи розкриття інформації на ринку цінних паперів необхідно:

- створити систему публічного розкриття інформації організаціями, що надають роздрібні послуги на фінансових ринках;
- посилити роботу націлену на використання сучасних інформаційних технологій для підвищення ефективності збору, обробки, аналізу й публічного розкриття інформації емітентами й іншими учасниками фінансового ринку, а також для забезпечення доступу всіх зацікавлених осіб до баз даних, які містять інформацію, що розкривається;
- забезпечити правову основу діяльності рейтингових агентств, а також передбачити більш широкі можливості використання рейтингів при здійсненні регулювання діяльності фінансових посередників;
- установити вимоги до розкриття інформації про особи, що є реальними власниками (кінцевими бенефіціарами) вітчизняних компаній, з метою забезпечення попиту на емітовані фінансові інструменти й зниження вартості залучення капіталу;
- забезпечити виконання вимог до розкриття інформації про реальних власників (кінцевих бенефіціарів), передбачених для кредитних організацій, професійними учасниками ринку цінних паперів, що управляють компаніями тощо діяльність яких пов'язана з наданням фінансових послуг широкому колу осіб;
- установити вимоги до розкриття інформації про іноземні цінні папери, що враховують специфіку таких цінних паперів.

Крім цих заходів, з метою покращення інвестиційного клімату в Україні необхідно на державному рівні переглянути обтяжливі регуляторні процедури, високий податковий тиск на економіку, інституційні механізми забезпечення гарантій прав власності. В 2010 р. оновленому Уряд також потрібно передбачити розвиток державно – приватного партнерства з метою стимулювання інвестиційної діяльності, створення індустріальних (промислових) парків, відновити діяльність ефективних для держави, а не для бізнес кланів, спеціальних і вільних економічних зон, посилити державні гарантії прав концесіонерів, вдосконалити механізми залучення інвесторів на умовах угод про розподіл продукції тощо. Між іншим, іноземні експерти зазначають, що в Україні, як норма життя, вже прижились традиційні рейдерські захоплення, а подальша приватизація інвестиційно привабливих об'єктів без політичних дилерів і хабарів майже не можлива. Ці факти набувають системний характер і, звісно, гальмують приплив інвестицій у розвиток стратегічних галузей економіки. Що стосується системи управління державною власністю, то вона майже відсутня, державні директори дбають зовсім про інше. Свідченням цього є мізерні відрядження до бюджету від діяльності державно – «казанних» підприємств. Проблемаю залишається відсутність національного інституційного інвестора. До цього часу його роль в основному виконував іноземний інвестор, але в наслідок кризи спостерігається критичний дефіцит інвестиційних ресурсів, які можуть бути інвестовані в економіку України. Страховий ринок так і не виступив ефективним джерелом накопичення довгострокових фінансових ресурсів, які через механізм фондового ринку та банківської системи могли б стати суттєвим джерелом фінансування реального сектору економіки та перерозподілу ресурсів між секторами економіки.

Стає очевидним, без реформування фінансово– банківського сектору і ефективного функціонування національного ринку цінних паперів не можливо здійснити технологічну модернізацію економіки країни. А це і нова галузева структура промислового виробництва, нова частка продукції соціальної орієнтації, заміна зношених основних засобів, інноваційна діяльність, природоохоронні заходи тощо. Врешті решт зміна неефективного власника – приватизатора на європейського організатора виробництва. За офіційною статистикою Мінекономіки рівень тіньової економіки збільшується і на кінець 2009 р. сягнув 35 % від ВВП.

Великі надії в нашій державі покладають на проведення Євро – 2012. Відновлення зростання обсягів інвестування до рівня 11 – 14 % пов'язують саме з реалізацією інфраструктурних проєктів у рамках підготовки Євро – 2012 та завершенні розпочатих раніше будівельних та інших інвестиційних програм. Все це повинно стимулювати внутрішній попит на продукцію металургійного комплексу, нафтохімічної промисловості, машинобудування та будівельних матеріалів. Очікується, що ці програми сприятимуть часткового повернення з – за кордону тимчасово працюючих там наших українців. Разом це все повинно сприяти підвищенню темпів росту економіки, зростання рівня доходів населення, зміна самої структури економіки.

Без вирішення перехованих вище проблем, здійснення економічних реформ в країні і покращення добробуту людей не можливо.

#### Список використаних джерел

1. Гроші та кредит. Підручник / За заг. ред. Савлука М. І.) - К.: КНЕУ, 2001. - 602 с.
2. Кризові інвестиції // Weekluya - № 42 (358) 6-12.11.2009 – с. 16-17
3. Сергій Антонов Український фондовий ринок: їжачок в тумані 02.06.2010 14:40, для Економічної правди <http://www.epravda.com.ua/markets/2010/06/2/237074/>

4. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали. Вип.4 / За ред. О.І. Кірсєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребеник – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132с.

*Стаття надійшла до редакції 01.10.2010 р.*



ТОВ "ДКС Центр"