

Н.В. Дацій

РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

На сьогодні за браком привабливих фінансових інструментів, що представляють реальний капітал на ринках інвестицій, інвестування здійснюється головним чином у готівкову іноземну валюту, оборотний капітал для проведення торгово-посередницьких угод, тобто через альтернативні джерела фінансування. Масштаби інвестиційної пропозиції істотно обмежуються такими факторами, як розрив між сукупним інвестиційним потенціалом і ресурсами, залученими кредитно-фінансовими інститутами та фондовим ринком, невикористання значної частини акумульованих ресурсів для виробничого інвестування.

В українській економіці склалася деформована модель інвестування. Заощадження населення, що в ринковій економіці є найважливішим інвестиційним ресурсом, в українських умовах практично не залучено в інвестиційний процес. Аналіз структури приросту цих заощаджень свідчить про зростання переваг щодо їх збереження у найбільш ліквідній і надійній формі – іноземній готівковій валюті. Через зазначені процеси, що посилюються під впливом фінансової кризи, менше ніж десята частка приросту заощаджень надходить на фінансовий ринок шляхом купівлі цінних паперів та внесків у банки. Однак і вона в основному не трансформується у виробничі інвестиції.

Питанням розвитку фінансового ринку в Україні присвячено праці багатьох науковців, серед яких: А. Мороз,¹ О. Мозговий,² І. Бураковський,³ В. Василенко,⁴ С. Васильченко,⁵ І. Лютий.⁶ Поряд з цим багато проблем залишаються поза увагою вчених. З огляду на це, метою даної статті є визначення показників інвестиційної активності в країнах розвиненої ринкової економіки, обґрунтування шляхів залучення прямих закордонних інвестицій в економіку України та розкриття факторів впливу на стан фондового ринку, зокрема таких, які обмежують залучення коштів населення комерційними банками.

Кошти населення, розміщені на фондовому ринку, вкладаються, як правило, у спекулятивні фінансові інструменти. Ця ситуація зумовлена такими обставинами:

- через складний фінансовий стан значна частина вітчизняних підприємств не може залучати кошти шляхом розміщення цінних паперів, тому що відповідно до законодавства однією з умов одержання права на розміщення цінних паперів є беззбиткова господарська діяльність;
- фінансовий стан підприємств не дає змогу забезпечити необхідний рівень прибутковості для дрібних приватних інвесторів;
- залучення коштів дрібних інвесторів ускладнене і для самих підприємств, оскільки воно пов'язане зі значними витратами на виплату дивідендів, проведення рекламної компанії та ін;
- оскільки сегмент вторинного ринку цінних паперів, орієнтований на кошти дрібних інвесторів, не сформовано, вкладення в цінні папери

підприємств є неліквідними, у той час як населення воліє зберігати заощадження у високоліквідній формі.

Ресурси населення займають незначне місце в загальному обсязі коштів, мобілізованих ринком цінних паперів, що орієнтований переважно на залучення коштів фірм та інституційних інвесторів. Оскільки можливості спрямування грошових потоків у виробничу сферу безпосередньо пов'язані зі ступенем сформованості ринку, вважаємо за необхідне дати коротку характеристику сучасного стану ринку корпоративних цінних паперів.

Як відомо, одним із найважливіших показників інвестиційної активності в країнах розвиненої ринкової економіки є капіталізація фондового ринку, яка визначається як вартість усіх цінних паперів, що обертаються на ньому, відповідно до їх ринкової оцінки. В Україні останніми роками спостерігався інтенсивний розвиток ринку корпоративних цінних паперів, що виражається у підвищенні їх вартості (табл. 1).

Таблиця 1

Вартість цінних паперів на початок року, млн. грн.

Цінні папери	1996	1998	2000	2001	2002	2002 до 1996
Усього	1994,6	12320,0	34406,2	52950,8	67483,1	у 33,8 р.
Акції	775,3	8908,3	21610,9	35092,9	42095,2	у 54,2 р.
Облігації	63,9	1248,1	771,9	650,0	1315,5	у 20,6 р.
Казначейські зобов'язання	52,8	29,6	–	–	–	–
Ощадні сертифікати	289,7	136,8	916,2	743,0	2305,9	у 8,0 р.
Векселі	550,5	1359,2	9800,8	14863,0	20102,0	у 36,5 р.
Інші цінні папери	262,4	638,0	1306,4	1601,9	1664,5	у 6,3 р.

Джерело: Статистичний щорічник України за 2001 рік / За ред. О.Г. Осауленка – К.: Державний комітет статистики України, 2002. – С. 81.

У цілому станом на 1.01.2001 р. більше ніж 75% від загального обсягу випущених цінних паперів припадало на два види діяльності – фінансову (39,8%) та промисловість (38,2%) (табл. 2), тоді як на сільське господарство – всього 1,6%.

Найбільші підприємства одержали можливість залучення прямих закордонних інвестицій шляхом випуску та розміщення на світових фінансових ринках європозик, американських депозитарних розписок (ADR) і глобальних депозитарних розписок (GDR). Однак більшість вітчизняних підприємств не було представлено на ринку цінних паперів. В умовах спаду ділової активності, погіршення фінансового стану підприємств можливості залучення ними коштів шляхом випуску акцій суттєво знизилися; акції безперспективних підприємств мали низький рейтинг або взагалі не одержували ринкової оцінки, тому що угоди по них не здійснювалися. На 1.01.2001 р. сума нерозміщених цінних паперів становила 9,0% від випущених.⁷

Таблиця 2

Випуск цінних паперів за видами економічної діяльності

Галузь	Випущено на 1.01.2001 р., тис. грн.	Частка у загальному обсязі, %
Усього, у тому числі:	93873403	100,0
Сільське господарство	1492907	1,6
Промисловість	35875892	38,2
Фінанси, кредит, страхування, пенсійне забезпечення	37356862	39,8
Транспорт і зв'язок	6585063	7,0
Торгівля і громадське харчування	8253839	8,8

Джерело: Фінанси України за 2000 рік. – К.: Державний комітет статистики України, 2001. – С. 35.

Зростання капіталізації українського фондового ринку було багато в чому зумовлено масованим надходженням коштів закордонних інвесторів, що здійснювали короткострокові спекулятивні вкладення. Спекулятивний характер ринку корпоративних цінних паперів, посилення його залежності від закордонних інвесторів зумовили високий ступінь нестійкості ринку, його уразливість при змінах кон'юнктури на світових фінансових ринках.

У цих умовах погіршення ситуації на фінансових ринках країн Південно-Східної Азії стало поштовхом для розгортання кризи на українському фондовому ринку. На стан ринку вплинули й інші фактори: спад світових цін на продукцію вітчизняних підприємств-експортерів, недостатні юридичні гарантії забезпечення прав акціонерів, нерозвиненість інфраструктури ринку та ін. З осені 1997 р. і до початку 1999 р. ситуацію на ринку корпоративних цінних паперів можна було охарактеризувати як таку, що постійно погіршується: на основних українських фондових біржах спостерігалася стійка тенденція зниження курсу акцій і скорочення оборотів торгів. Капіталізація ринку цінних паперів різко зменшилася.

У 1999–2001 рр. становище на ринку корпоративних цінних паперів дещо стабілізувалося. Проте фондовий ринок як і раніше залишається відірваним від реального сектора економіки.

У цілому можна констатувати, що цей варіант залучення ресурсів у виробництво практично не реалізується. Обіг цінних паперів, власне кажучи, не пов'язаний з відтворювальним процесом. Кошти, одержані від спекулятивних операцій з цінними паперами, залишаються у сфері фінансового обігу. Роль ринку цінних паперів як механізму перерозподілу заощаджень у інвестиції може зрости лише на базі поліпшення фундаментальних показників вітчизняної економіки. Важливе значення має і розв'язання різних економічних, правових, технологічних та інституційних проблем, що стримують надходження коштів населення й інших приватних інвесторів у цінні папери українських підприємств.

Є й інші фактори, що обмежують залучення коштів населення комерційними банками: для вкладників – це збереження недовіри до приватних фінансових інститутів, відсутність законодавчого механізму захисту внесків, депозитна політика банків, що не стимулювала збільшення внесків шляхом встановлення системи гнучких депозитних ставок; для банків – менша привабливість цього ресурсу порівняно з іншими джерелами, зумовлена тим, що кошти населення є дорогим, в основному, короткостроковим і нестійким грошовим ресурсом, чутливим до ризиків і коливань залежно від змін не тільки реальної економічної кон'юнктури, й інших обставин.

Значну роль у залученні тимчасово вільних коштів, у тому числі коштів населення, продовжують відігравати інститути кредитної системи, головним чином банки, що акумулюють 80–90% від організованих заощаджень. Разом з тим близько половини внесків локалізовано в Національному банку України (табл. 3).

Таблиця 3

Окремі дані по банках України

Показник	1999	2002	2002, % до 1999 р.
Кількість комерційних банків за реєстром	203	182	89,7
Із загальної кількості:			
Державні	2	2	100,0
Акціонерні товариства	173	162	93,6
Товариства з обмеженою відповідальністю	28	25	89,3
Залишок заборгованості за кредитами, усього, млн. грн.	21812	41199	188,9

Джерело: Фінанси України за 2002 рік – К.: Державний комітет статистики України, 2003. – С. 27.

Діяльність інших банків у 1996–2002 рр. щодо залучення коштів приватних вкладників помітно активізувалася, хоча монополія Національного банку на ринку приватних внесків значно знизила конкурентні можливості банків у цьому секторі.

Кризові події спричинили істотну зміну ситуації на ринку приватних внесків, що проявилася у різкому спаді довіри до кредитних інститутів, перерозподілі внесків між Національним банком України та іншими банками. Системна банківська криза у 1998 р. призвела до значного зменшення можливостей залучення коштів населення, використання власних і залучених ресурсів як джерела фінансування інвестицій. Тому на сьогодні частка кредитів банків у загальному обсязі інвестицій в основний капітал за джерелами фінансування становить усього 1,7%.

За цих умов фінансовий ринок як механізм перерозподілу заощаджень в інвестиції характеризувався як вкрай неефективний. Порушення в процесі відтворення суспільного капіталу збільшували розбалансо-

ваність між інвестиційним попитом та пропозицією. Зв'язки і залежності між фінансовим та інвестиційним ринком деформувалися, останній не реагував на такі імпульси грошового ринку, як зміна грошової маси, відсоткової ставки.

Наявність істотних розбіжностей в умовах економічного функціонування реального і фінансового секторів призводила до формування протилежної спрямованості грошових потоків, відтоку капіталу з виробничого сектора у фінансовий, що, скорочуючи інвестиційно-фінансові ресурси виробництва, зумовлювало нестійкість фінансового сектора, зростання якого не мало стабільної відтворювальної основи.

Накопичення внутрішніх економічних протиріч, що активізувалося під впливом погіршення кон'юнктури на світових фінансових ринках, прямі помилки в проведенні грошово-кредитної, бюджетної політики і формуванні державного боргу не могли не призвести до системної економічної кризи, колапсу фінансового сектора, обмеження можливостей ринкового інвестування економіки.

Тим часом потрясіння на фінансових ринках суттєво не позначилися на реальному секторі економіки, про що свідчить економічне зростання. Відособленість реального сектора від фінансового, що склалася на сучасному етапі, характерні для нього домінування негрошових форм розрахунків і низькі обсяги банківського кредитування виступили як захисний бар'єр.

На сьогодні гострота проблеми відтоку капіталу з виробничої сфери не зменшується. Великий розрив між відсотковими ставками і рівнем рентабельності виробництва, що визначає спрямованість інвестиційних потоків у економіці, перешкоджає становленню механізму рівноважних цін на інвестиційні товари.

Як відомо, вільне ціноутворення на інвестиційні товари вимагає конкуренції на інвестиційних ринках, що є необхідною умовою ефективності ринкової економіки. В українській економіці, яка характеризується нееластичною структурою, високим ступенем монополізації, несформованістю інвестиційного ринку, можливості розвитку конкуренції обмежені. Різка диференціація умов функціонування різних секторів економіки зумовила виникнення ірраціональних форм конкуренції, що виявляються в суперництві між реальним і фінансовим секторами економіки за залучення інвестиційних ресурсів.

При відособленості цих економічних секторів, відсутності можливостей для використання інвестиційного капіталу дія механізму рівноважних цін на інвестиційні товари виявляється лише в тенденції, обмежуючись окремими сегментами. Так, у рамках сегмента об'єктів фінансового інвестування рівноважна функція ціни реалізується в зближенні рівня прибутковості різних фінансових інструментів.

Деформація інвестиційного ринку, пов'язана з розбалансованістю у бік перевищення попиту на інвестиційні ресурси, виражається у відсутності ефективних точок їх взаємодії. Таким чином процеси, що протікають у сфері інвестиційного попиту та інвестиційної пропозиції, відокремлюються, набувають самостійного значення. Нерозвиненість інвести-

ційних ринків стримує процес трансформації заощаджень у інвестиції, що має принципове значення для вітчизняної економіки.

Завдання підвищення ефективності трансформації внутрішніх заощаджень у інвестиції зумовлює необхідність відновлення і зміцнення фінансового сектора. В умовах економічного зростання дестабілізація фінансових ринків стає серйозною перешкодою реформування економіки. Подальший розвиток економіки неможливий без створення розвиненого фінансового сектора, здатного мобілізувати і надати економіці інвестиційні ресурси для її стабільного функціонування. У руслі вирішення цих завдань необхідно відновити акумуляцію коштів на ринку позикових капіталів, цінних паперів, у кредитній сфері; сформувати умови для підвищення ефективності використання фінансових ресурсів; посилити роль фінансового посередництва в процесі трансформації заощаджень у інвестиції; забезпечити передбачуваність фінансового ринку, що дає змогу здійснювати фінансове планування, орієнтуючись на реалістичні прогнози.

Процес створення механізму мобілізації інвестиційних ресурсів та їх ефективного розміщення передбачає розвиток інвестиційної інфраструктури, різних інституційних органів інвесторів, що відповідають ринковій економіці.

У найбільш загальному вигляді фінансові інститути включають комерційні банки (універсальні та спеціалізовані); небанківські кредитно-фінансові інститути (фінансові та страхові компанії, пенсійні фонди, ломбарди, кредитні союзи і товариства); інвестиційні інститути (інвестиційні компанії та фонди, фондові біржі, фінансові брокери, інвестиційні консультанти та ін.).

Загальною характеристикою для всіх груп інституційних інвесторів є акумулювання ними тимчасово вільних коштів (держави, фірм, населення) з подальшим їх вкладенням у економіку. Разом з тим кожна із зазначених груп має власну специфіку як у здійсненні властивих їй функцій, так і в механізмі акумуляції інвестиційних ресурсів та їх подальшому розміщенні.

Умови, що склалися в українській економіці, характеризуються відносною нерозвиненістю мережі небанківських та інвестиційних інститутів, визначають провідні позиції банківської системи у розв'язанні проблем акумулювання коштів з метою їх подальшого інвестування.

Це зумовлено, на наш погляд, такими причинами:

- по-перше, структура українського фінансового ринку відрізняється помітним домінуванням банків над небанківськими фінансовими інститутами;
- по-друге, на відміну від інших фінансово-кредитних інститутів банки традиційно мають більш тісні й розвинені зв'язки з виробництвом, володіють достатньою інформацією про фінансовий стан підприємств (через обслуговування їх ділового обігу), що дає їм змогу враховувати в розрахунках не тільки поточну рентабельність, а й можливі перспективи;
- по-третє, банки відіграють важливу роль у становленні інших фінансових інститутів, будучи засновниками (співзасновниками) фінансових і нефінансових компаній та їх об'єднань, активними учасниками системи

колективного інвестування, керуючи активами небанківських інститутів тощо;

- по-четверте, подальший розвиток сучасної банківської системи, найважливішим фактором якого є відірваність банківської системи від реального сектора, багато в чому залежить від того, якою мірою банки зможуть виконувати функції щодо забезпечення вітчизняного виробництва фінансовими коштами, перебудувати свою діяльність шляхом посилення її інвестиційної спрямованості.

З урахуванням зазначеного, банкам відводиться особлива роль у формуванні інфраструктури фінансового ринку, підвищенні ефективності фінансового посередництва і всієї системи розподілу ресурсів у економіці, оскільки в найближчому майбутньому банківська система буде залишатися основною частиною українського фінансового сектора, незважаючи на розвиток інших типів фінансових інститутів. Разом з тим реалізація цієї ролі в якісно нових умовах, що склалися, неможлива без державної підтримки, заходів щодо відновлення довіри населення до банківської системи, її оздоровлення, зміцнення інвестиційного потенціалу.

Одержати засоби для довгострокового фінансування підприємства можуть не тільки завдяки банківським кредитам. Їх можна зібрати, вийшовши на внутрішній фондовий ринок, організувавши облігаційні позики свого підприємства. Облігації – це на сьогодні один із найперспективніших і новаторських інструментів залучення довгострокових позикових засобів у нашій країні.

Чим привабливий фондовий ринок? На думку спеціалістів:

- обсяг залучення може бути дуже великим;
- немає необхідності надання ліквідного забезпечення під засоби, що залучаються;

- є можливість здешевлення своїх позикових засобів порівняно з банківськими ресурсами;

- можливе створення публічної кредитної історії;
- залучаються засоби без зміни структури власності, відсутній конфлікт між власниками й акціонерами;

- при використанні залучених у такий спосіб засобів залишаються ще можливості додаткового залучення по тих самих банківських кредитах.

Незважаючи на всі плюси, вихід на фондовий ринок не такий простий, як здається. Потенційні учасники ринку можуть зіткнутися з такими труднощами, як:

- можливість втрати контролю над компанією у разі вливання нових акціонерів;

- дорожнеча самого процесу виходу на фондові біржі;
- жорсткість правил, за якими компанія буде жити, вийшовши на фондовий ринок.

Як стверджують фахівці, місткість ринку корпоративних облігацій поступово збільшується. Тільки за 1-й квартал 2001 р. випущено цінних паперів на 315 млн грн. Обсяги емісії рідко перевищують 50 млн грн. Термін обігу облігацій у середньому – 2 роки (оскільки неможливо прогнозувати

макроекономічну ситуацію на триваліший час), але існує тенденція залучення більш “довгих” грошей – до 3 і 5 років. Емітенти виплачують або кварталні, або піврічні купони. При цьому існують механізми дострокового викупу облігацій. Основна їхня маса має прибутковість у гривні, що свідчить про стабільність обмінного курсу, хоча деякі облігації прив’язані до іноземної валюти. У 2002 р. загальний обсяг емісії становив 685 млн грн. Середній розмір емісії кожної позики було зафіксовано на рівні 7 млн грн.

Основними інвесторами на ринку облігацій України найчастіше виступають банки через нерозвиненість інших інституційних інвесторів – пенсійних фондів, страховиків. На сьогодні у банкірів сконцентровано великі ресурси.

Прибутковість облігацій пов’язана з депозитними і кредитними ставками. Їхнє зниження в 2002 р. сприяло також зменшенню “облігаційних” ставок (20–22% річних на початку року і 16–18% – наприкінці). З початку 2003 р. ставки вже знизилися до 15–17%, а під кінець року прогнозується зниження ще на 1–2%.

¹ *Мороз А.Н.* Комерческие банки: финансовая устойчивость коммерческого банка. – К.: УФБШ, 1996.

² *Мозговий О.М.* Фондовий ринок: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.

³ *Бураковський І.* Іноземний капітал і приватизація в Україні: проблеми та перспективи // Економічний часопис. – 2001. – № 2. – С. 25–27.

⁴ *Василенко В.* Умови підвищення ефективності спеціального режиму інвестиційної діяльності // Економіка України. – 2000. – № 3. – С. 48–51.

⁵ *Васильченко С.М.* Теоретичні основи інвестування // Фінанси України. – 2001. – № 1. – С. 93–99.

⁶ *Лютій І.О.* Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки. Монографія. – К.: Атака, 2000.

⁷ *Фінанси України за 2000 рік.* – К.: Державний комітет статистики України, 2001. – С. 36.