

СЕГМЕНТАРНІ ДИСПРОПОРЦІЇ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Максим
Запорожець,
«Індекс-банк»
Україна

КОРПОРАТИВНІ ФІНАНСИ

В умовах ринкової економіки фінансовий ринок є майже безальтернативним механізмом трансформації заощаджень у інвестиційні ресурси, роль якого не обмежується суто економічними функціями. Зарубіжний досвід розвитку фінансового ринку засвідчив можливість існування кількох, концептуально відмінних за своєю суттю моделей, які, втім, незважаючи на антагоністичні принципи побудови, забезпечують ефективний розподіл капіталів в економіці.

Беззаперечно, трансформаційний період фінансового ринку України не виправдано затягнувся, не в останню чергу це є наслідком непослідовності державної політики у цій сфері, постійної зміни вектору розвитку, невиправданого та необґрунтованого копіювання існуючих моделей на вітчизняні терени. В прагматичній площині це виливається у значні секторальні диспропорції, домінанту в певні періоди одних ринків над іншими, що не забезпечує поступального розвитку у довгостроковій перспективі.

Втім, нестійкість самого фінансового ринку та нестабільність його окремих інститутів створюють передумови для докорінних трансформацій, спрямованих на зміну існуючих диспропорцій та впровадження принципово нових форм взаємодії між його учасниками.

Зазначимо, що питання концептуальних засад фінансового ринку України постійно знаходиться в центрі уваги дослідників. Найбільш ґрунтовними є роботи В. Суторміної, О. Мозгового, Д. Леонова, А. Федоренка, О. Маслової, В. Корнеєва, В. Смагіна, В. Ходаківської, В. Беляєва, Ю. Коваленко та інших. Про те, як правило вказані праці акцентують увагу на дослідженні теоретичних та прагматичних аспектів розвитку тільки окремих сегментів фінансового ринку України, тоді як їх порівняльний аналіз є недостатнім. На нашу думку, такий підхід є не зовсім правильним, оскільки не відображає цілісної картини розвитку фінансового ринку та потребує наукового переосмислення.

Питання кількісних та якісних співвідношень різних сегментів фінансового ринку ускладнюється фактичною неможливістю прямих порівнянь зважаючи на різну економічну та правову природу фінансових інструментів. Як вірно зазначає група вітчизняних науковців, фінансовий ринок складається з багатьох типів різноманітних ринків [9, с. 73]. На нашу думку, структуру фінансового ринку України необхідно досліджувати в наступному розрізі (рис. 1).

Щодо достовірності аналізу фінансового ринку України в контексті виділених критеріїв зазначимо наступне: по-перше, наведені рівні дослідження диспропорцій ідентифікуються виходячи з системи оприлюднення інформації, яка функціонує на фінансовому ринку України; по-друге, що впливає з попереднього, окремі аспекти, насамперед, пов'язані із кількісними та якісними параметрами власності на фінансові інструменти, не можуть бути адекватно відображені; по-третє, навіть офіційні дані необхідно певним чином інтерпретувати з врахуванням специфіки органів державного регулювання, які подають відповідну інформацію.

Однак зазначимо, що кожен із сегментів фінансового ринку, які виділяються в економічній літературі, виконує власні, притаманні лише йому функції. Відповідно, говорити про пріоритетність розвитку того чи іншого сегменту щонайменше – некоректно. З цього приводу правильно зазначає вітчизняний вчений В. Корнеєв: «...має місце необґрунтоване протиставлення фінансових активів і сегментів ринку



Джерело: складено автором

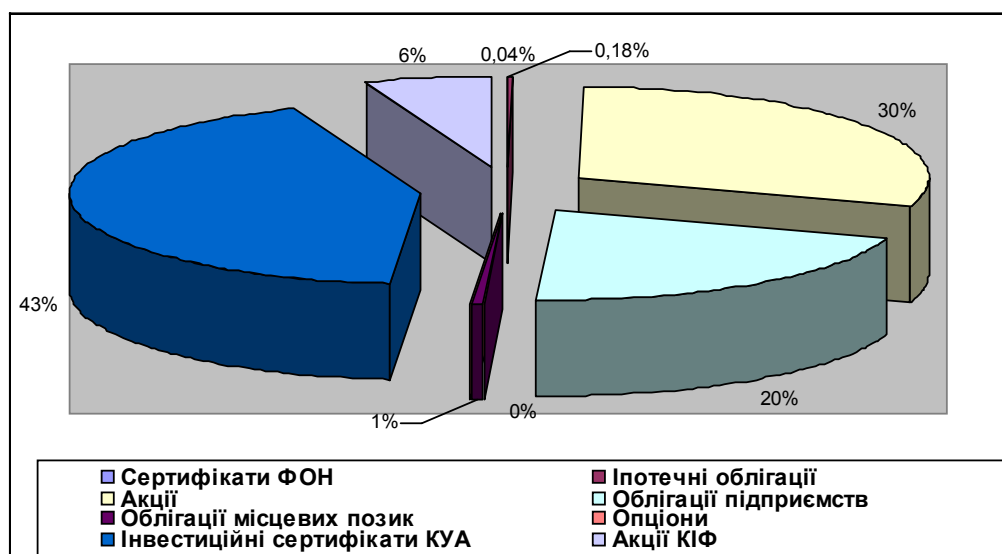
Рис. 1. Система аналізу структури фінансового ринку України

як відмінних» [6, с. 22]. Розвиваючи цю думку, зазначимо, що політика домінування одного сектору фінансового ринку над іншими завжди була низькорезультативною. В історичній ретроспективі слід пригадати бурхливий розвиток ринку державних цінних паперів наприкінці минулого століття в Україні.

Насамперед, зазначимо, що на фінансовому ринку України спостерігаються нерівномірності щодо первинного ринку цінних паперів – окремі сегменти знаходяться в зародковому стані, а інші – просто відсутні (Рис. 2).

Привертають увагу наступні факти, що підтверджують наведену вище гіпотезу:

- по-перше, 2008 рік став періодом бурхливого розвитку спільного інвестування в Україні, що адекватно відобразилося у обсягах випуску інвестиційних сертифікатів КУА, що здійснюють управління активами пайових інвестиційних фондів;
- по-друге, позитивно слід оцінити високу активність на первинному ринку корпоративного сектору – сумарна частка випуску корпоративних облігацій та акцій трохи більше 50 % від обсягу усіх зареєстрованих випусків;



Джерело: складено автором за даними ДКЦПФР

Рис. 2. Структура зареєстрованих випусків цінних паперів в Україні у 2008 році (у %)

- по-третє, на незадовільно низькому рівні протягом тривалого періоду часу залишається емісійна активність щодо цінних паперів, які представляють собою права на нерухомість та/або права на отримання доходів від володіння нею – іпотечних облігацій та сертифікатів фондів операцій з нерухомістю. Ще більш дивною така ситуація виглядає з погляду галопуючого зростання українського ринку нерухомості, яке спостерігалося у 2001-2008 рр.;

- по-четверте, досить цікаво є позиція держави (Рис. 4) та органів місцевого самоврядування. Обсяги випуску облігацій внутрішніх державних позик та цінних паперів органів місцевого самоврядування засвідчують, що на сучасному етапі цей сегмент фінансового ринку не виконує в повній мірі своїх головних завдань: забезпечення наповнення бюджетів відповідного рівня та індикативної функції для визначення вартості грошей в часі.

Принципово незмінною залишається негативна оцінка, якщо перенести дослідження на рівень окремих фінансових інструментів, наприклад, акцій (Рис. 3).

Дані рис. 3 не дають можливості однозначно оцінити тенденції на первинному ринку акцій. З одного боку, позитивно можна оцінити домінанту випусків пайових інструментів відкритими акціонерними товариствами над закритими (втім, необхідно зважати на той факт, що на практиці прослідковуються значні розбіжності між юри-

дично закріпленим статусом публічної корпорації та принципами її діяльності. З іншого – привертає увагу явна перевага в емісійній активності фінансового сектору (комерційних банків, страхових компаній, інвестиційних компаній та фондів) над реальним – 28,9 млрд. грн. проти 18,05 млрд. грн.

Однак, будь-які кількісні оцінки ринку цінних паперів та його сегментів в порівнянні з рівнем розвитку ринку банківського кредитування виглядають, щонайменше, непривабливо. Є всі підстави стверджувати, що 2005-2008 рр. стали періодом безпрецедентної кредитної експансії на фінансовому ринку України (Рис. 4).

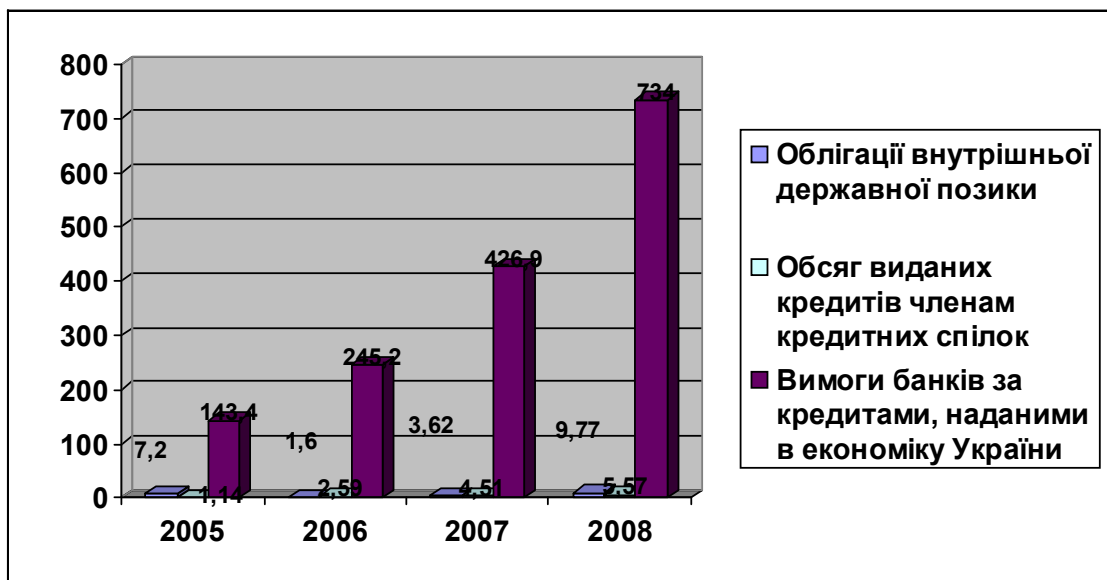
Зазначимо, що нарощування розміру кредитних портфелів комерційних банків, переорієнтація суб'єктів підприємництва на борговий капітал, поширення кредитних послуг серед населення (насамперед, в частині споживчого та іпотечного кредитування) однозначно розцінювалися позитивно усіма суб'єктами ринку, що були залучені в процес надання та споживання цього виду фінансових послуг. Більше того, на певному етапі свого розвитку безмежне кредитування стало вигідним з макроекономічних позицій, адже створювало передумови для збільшення в короткостроковому періоді споживання та створювало у пересічних громадян ілюзію багатства.

Таким чином, проведений аналіз підтверджує, що як в цілому на інструментарному рівні, так і на рівні конкретних фінансових інструментів існу-



Джерело: складено автором за даними ДКЦПФР

Рис. 3. Обсяги випуску акцій окремими емітентами в Україні (млрд.грн.)



Джерело: складено автором за даними ДКРРФП та НБУ [1]

Рис. 4. Кількісні параметри окремих сегментів ринку боргових інструментів України

ють значні диспропорції, які об'єктивно знижують можливості повноцінного виконання фінансовим ринком належних йому функцій. До них, в першу чергу, слід віднести:

- абсолютне лідерство за більшістю кількісних показників кредитних угод у порівнянні з іншими фінансовими інструментами;
- недостатній розвиток ринків державних та муніципальних цінних паперів;
- майже цілковиту відсутність ринків похідних фінансових інструментів, що унеможлиблює використання стратегій хеджування.

Принципово не змінюється ситуація, якщо розглядати вітчизняний фінансовий ринок в розрізі організації торгівлі. Зокрема, станом на кінець 2008 року в Україні діяло 10 фондових бірж та 1 торговельно-інформаційна система. Проте, діяльність окремих організаторів торгівлі багато в чому дискримінує головні принципи такої діяльності на фінансовому ринку, а кількісні параметри укладених біржових контрактів наводять на думку про «кишеньковий» характер їх функціонування. Головні диспропорції на організованому ринку цінних паперів полягають у наступному:

- по-перше, існування абсолютного лідера за обсягом виконаних біржових контрактів – ВАТ ФБ «ПФТС», тоді як інші організатори торгівлі володіють часткою від 0,01 % до 3,64 %;

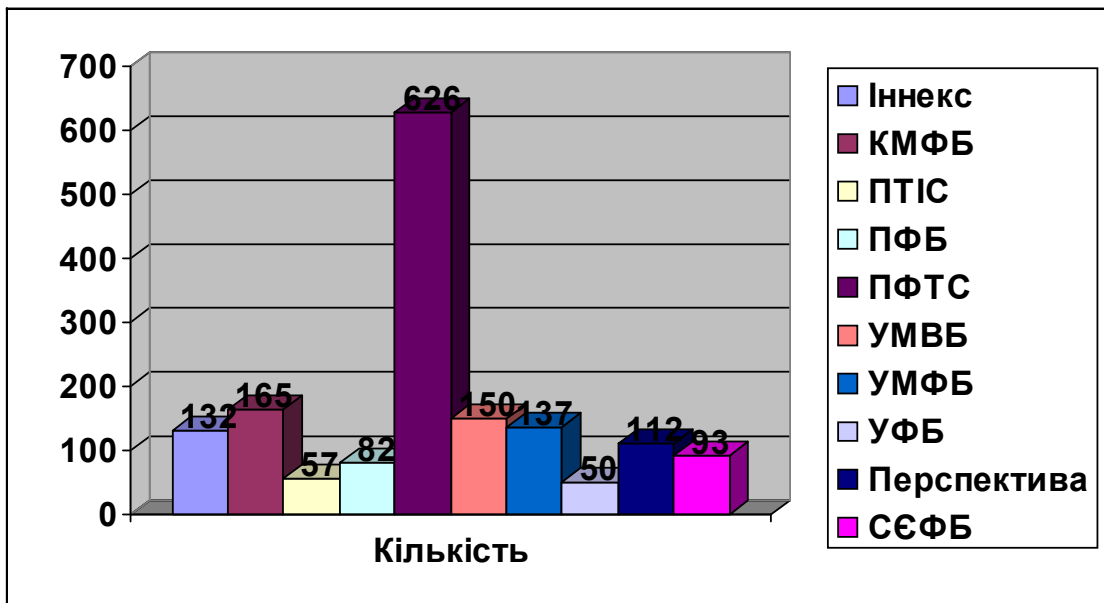
- по-друге, домінанта боргових інструментів за обсягами виконаних біржових контрактів. Зокрема, частка облігацій підприємств сягає 43,99 %, облігацій внутрішніх державних позик – 22,64 %, тоді як акцій - тільки – 31,3 %;

- по-третє, первинний біржовий ринок становить лише 4,55 % обсягу виконаних контрактів, тоді як вторинний – 95,46 %.

Ситуація ускладнюється тим фактом, що більшість емітентів об'єктивно не зацікавлені у присутності власних цінних паперів на організованому ринку, а ціна на фінансові інструменти формується часто кулуарно, під впливом суб'єктивних чинників. Все це призводить до «збіднення» біржових списків цінних паперів, фрагментарності вторинного ринку, та є передумовою для арбітражних операцій (Рис. 5).

Якщо орієнтуватися тільки на дані рис. 5 та порівнювати їх з даними 2007 року, можна зробити висновок про збільшення кількості фінансових інструментів у біржових списках. Так, зниження відбулося тільки на біржі «Іннекс» (з 146 до 134 одиниць), ПТІС (з 70 до 61 одиниць) та ПФТС (з 952 до 934 одиниць). Проте, в цьому питанні, насамперед, треба звертати увагу на якість цінних паперів, а не їх кількість, адже саме в цьому контексті спостерігаються вагомні негативні тенденції.

Об'єктивно слід визнати, що організований ринок цінних паперів не виконує основоположних завдань. Зок-



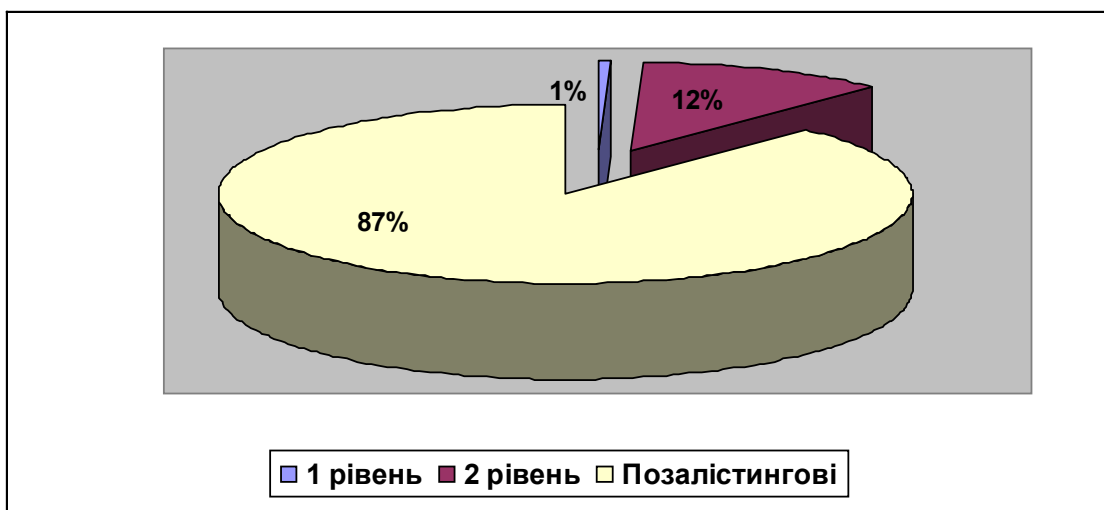
Джерело: складено автором за даними ДКЦПФР

Рис. 5. Кількість цінних паперів у біржових списках організаторів торгівлі у 2008 році

рема, наведемо думку В. Суторміної: «Можна сказати, що найбільші світові фондові біржі за своєю суттю – це закриті клуби для вибраних» [7, с. 459]. За допомогою цієї тези автор намагається підкреслити, що визначальним аспектом для допуску цінних паперів до котирувань є їх висока інвестиційна якість. Абсолютно інакше розвивається біржовий ринок України – гостра конкурентна боротьба між організаторами торгівлі та незначна кількість цінних емітентів, які об’єктивно бажають бачити власні цінні папери в котирувальному лістингу змішують знижувати до мінімального рівня вимоги як щодо самих емітентів так і щодо їх фінансових інструментів (Рис. 6).

Отже, результатом непродуманої, непослідовної державної політики щодо фінансових ринків стали значні диспропорції у його розвитку, що проявляється у секторальних та інституційних нерівномірностях. В таких умовах можна говорити про вторинність функцій, пов’язаних із перерозподілом капіталів в економічній системі. На перший план виходять інші завдання, які і обслуговуються за допомогою механізму фінансових ринків – перерозподіл власності, контроль над фінансовими потоками, податкова оптимізація, «тінізація» діяльності економічних суб’єктів і т.п.

Виправлення ситуації можливе тільки за умови реалізації наступних кроків:



Джерело: складено автором за даними ДКЦПФР

Рис. 6. Розподіл цінних паперів, включених до біржових списків за рівнями лістингу

1. Створення передумов для розвитку ефективного ринку державних та муніципальних цінних паперів, який обслуговуватиме не тільки бюджетні інтереси держави та органів місцевого самоврядування, але й забезпечить індикативну функцію для визначення вартості грошей в часі та дасть можливість оптимізувати портфельні стратегії інвесторів.

2. Концентрація торгівлі цінними паперами на організованому ринку в поєднанні з оптимізацією кількості організаторів торгівлі в Україні.

3. Подолання диспропорцій у розвитку кредитного ринку України в частині оптимізації структури кредитного портфеля комерційних банків, уніфікації методик визначення кредитоспроможності позичальників; обмеження на видачу кредитів позичальникам, що не можуть підтвердити власну платоспроможність.

4. Активізація зусиль, спрямованих на підвищення емісійної активності корпоративного сектору економіки, насамперед, на ринку акцій, що створить передумови для залучення у виробничий сектор довгострокових капіталів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Бюлетень Національного банку України (електронне видання)// www.bank.gov.ua/

2. Евстигнеев Е. Рынок акций в экономике переходного типа// *Мировая экономика и международные отношения*. — 2004. — №9. — С. 47-56.

3. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року № 3480-IV // *Відомості Верховної Ради*. — 2006. — №31.

4. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік. [Електронний ресурс]/ Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua/4/2007>.

5. Звіт Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг за 2007 рік. [Електронний ресурс]/ Режим доступу: www.dfp.gov.ua/fileadmin/downloads/richnyi_zvit_2007_1.pdf

6. Корнєєв В.В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках. — К.: НДФІ, 2003.

7. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник. — К.: КНЕУ, 2004. — 566 с.

8. *Суэтин А.А.* Международный финансовый рынок: Учебное пособие. — М.: КНОРУС, 2004. — 244 с.

9. Фінанси зарубіжних корпорацій: Навч. посібник/ В.М. Суторміна, В.М. Федосов, Н.С. Рязанова. — К.: Либідь, 1993. — 247 с.

10. *Ходаківська В.П., Данілов О.Д.* Ринок фінансових послуг: Навчальний посібник. — Ірпінь: Академія ДПС, 2001.