

ГЛОБАЛЬНІ ІМПЕРАТИВИ РОЗВИТКУ ВІТЧИЗНЯНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

GLOBAL IMPERATIVES OF DOMESTIC STOCK MARKET DEVELOPMENT

В статті аналізується місце вітчизняного фондового ринку у глобальному русі капіталів. На основі порівняльного аналізу визначено перспективи залучення інвестиційних ресурсів в українську економіку за допомогою корпоративних цінних паперів. Встановлено фактори, які обумовлюють низьку інвестиційну привабливість цінних паперів, що емітовані вітчизняними акціонерними товариствами, для закордонних інвесторів. Обґрунтовано ряд заходів, що спрямовані на суттєве посилення позицій вітчизняного фондового ринку на глобальному інвестиційному ринку.

In this article the place of domestic stock market in the global movement of capital is analyzed. On the basis of comparison analysis the perspectives of investment resources' attracting in the Ukrainian economy with the help of corporate securities is made. The factors that stipulate low investment attractiveness of securities issued by domestic joint stock companies for foreign investors are determined. The factors that lead to low investment attractiveness of securities issued by domestic joint stock companies for foreign investors. The row of measures aimed at significantly strengthening of the position of the stock market in the global investment market is measured.

Ключові слова: капітал, інвестиції, інвестор, фондовий ринок, корпоративні цінні папери, акція, облігація, глобалізація.

Keywords: capital, investments, investor, stock market, corporate securities, share, bond, globalization.

Постановка проблеми. На сучасному етапі розвитку перед вітчизняною економікою стоять надзвичайно складні проблеми, від вирішення яких багато в чому залежить подальший євроінтеграційний поступ України. Значна частина з них сформована у інвестиційній сфері – гострий ресурсний голод, що його відчуває реальний сектор економіки чи не протягом усіх років незалежності, зумовлює необхідність застосування цілої множини заходів, спрямованих на активізацію інвестиційної діяльності, формування сприятливого інвестиційного клімату і т.п..

Вирішення цих завдань доволі часто фахівцями пов'язуються на-

самперед із залученням іноземного капіталу – як свідчить набутий досвід, тривалі намагання активізувати використання внутрішніх інвестиційних у вітчизняній економіці ресурсів не були в достатній мірі ефективними.

Державі так і не вдалося стимулювати приплив індивідуальних заощаджень на фінансовий ринок, існуючий інвестиційний потенціал небанківських інституцій використовується обмежено, деякі сегменти фінансового ринку надзвичайно монополізовані, відсутній доступ до окремих фінансових послуг та фінансових інструментів для учасників ринку. Навіть такий

Сергій Бірюк
к. е. н., доцент,
завідувач кафедри
фондового ринку
та корпоративного
управління
Українського
інституту розвитку
фондового ринку

Serhii Biriuk
PhD, Associate
Professor,
Head of
Department of
Capital Market
and corporate
management
USMDI

ФІНАНСОВІ ІНСТРУМЕНТИ

обмежений перелік існуючих проблем свідчить про масштабність необхідних реформ для формування сприятливого інвестиційного середовища.

Яскравим прикладом доцільності таких трансформацій є фондовий ринок – саме для цього сегменту фінансового ринку притаманні суттєві диспропорції, які в повній мірі характеризують переваги та загрози інтеграції у глобальний інвестиційний простір. В цьому контексті наголосимо, що глобалізація, як процес за своїм змістом з невизначеними оцінками та наслідками, здатна виступити як стимулятором так і дестимулятором для вітчизняного фондового ринку. Відповідно, сприймати її виключно як благо, особливо зважаючи на інституційну слабкість вітчизняної економіки, не варто.

Беззастережна «відкритість» українського фондового ринку формує цілий ряд значимих загроз, які вимагають виваженого підходу до інтеграційних процесів. Глобалізація об'єктивно послаблює можливості державного нагляду та контролю за процесам на фондовому ринку – у вітчизняних реаліях це може мати надзвичайно катастрофічні наслідки для його учасників.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питання інтеграції вітчизняного фондового ринку у глобальні інвестиційні потоки розглядалося в роботах Г. Азаренкової, Д. Лук'яненко, О. Мозгового, В. Нікончук, С. Рибак, Л. Савченко, Сидоренка П., О. Чемодурова, Г. Шкодіної, О. Штанько, О. Щекіна та ін..

В той же час, динаміка глобальних інвестиційних потоків, їх постійна трансформація суттєво змінюють вимоги до вітчизняного фондового ринку, формують необхідність застосування абсолютно нових підходів до його розвитку і в контексті державного регулювання, і з погляду ринкової поведінки основних груп учасників.

Мета дослідження – на основі аналізу тенденцій українського фондового ринку, визначити можливість їх синхронізації з процеса-

ми глобального фондового ринку, обґрунтувати заходи, спрямовані на покращення конкурентної позиції України в глобальному інвестиційному середовищі.

Виклад основного матеріалу. Сучасна економічна теорія значну увагу приділяє питанням впливу інвестиційної діяльності на економічний розвиток. Загалом у своїй переважній більшості результати досліджень виокремлюють позитивний вплив активізації інвестиційної діяльності на макроекономічну динаміку.

Провідні західні вчені зазначають, що якісне та кількісне зростання фінансової системи позитивно впливає на макроекономічну динаміку, оскільки забезпечує суттєве скорочення трансакційних витрат, пов'язаних насамперед зі збором та обробкою інформації, підвищує ефективність господарської діяльності, створює умови для залучення в економічний оборот дрібних заощаджень тощо [1-2].

В цьому контексті також слід звернути увагу на висновки П. Абрамова, який на основі аналізу статистичних даних встановив, що економічно розвинених країнах кореляційний зв'язок між показником реального ВВП та реальними інвестиціями знаходиться на надзвичайно високому рівні:

- +0,90 в Німеччині;
- +0,87 у Франції;
- +0,81 – в Японії;
- +0,78 – Італії;
- +0,77 – США;
- +0,72 – Канаді;
- +0,63 – Великобританії [3].

Проте цілком очевидна думка про прямий зв'язок між інвестиціями та економічним зростанням не завжди ефективно трансформується у державну інвестиційну політику, як важливу складову економічної політики. Вірніше треба говорити про відсутність єдиного підходу до впровадження механізмів, як б дозволяли трансформувати заощадження у інвестиційні ресурси. Кожна економічно розвинена країна фактично сформувала свій стратегічний набір заходів економічної політики, спрямованих на формування сприятливого інвестиційного клімату.

Фактично глобальне фінансове середовище перетворилося на арену гострої конкурентної боротьби між різними економічними агентами за інвестиційні ресурси. В рамках такої боротьби використовується різноманітний фінансовий інструментарій, за допомогою якого стимулюється притік капіталу в економіку в цілому, в пріоритетні сектори, галузі, провідні корпорації тощо.

На жаль, слід констатувати, що на сьогодні Україна не має сформованих пріоритетів в інвестиційній політиці, а її фрагментарність фактично призводить до суттєвого погіршення конкурентної позиції нашої держави на глобальному рівні, залишає її осторонь головних міжнародних інвестиційних потоків.

Міжнародна інвестиційна позиція України сформована під впливом значної кількості факторів, деструктивний вплив значної частини яких не вдалося подолати протягом тривалого часу через недостатню ефективність економічних реформ (рис. 1).

Дані Рис. 1 однозначно характеризують Україну як реципієнта капіталу. Втім, існують підстави, щоб приймати таку міжнародну інвестиційну позицію нашої держави з певними застереженнями. Насамперед, слід звернути увагу на країни, які є головними донорами капіталу для України (рис. 2).

Залишимо поза увагою політичні аспекти ПІІ з Росії – як правило, головні обсяги таких інвестиційних потоків припадають на період до суттєвого погіршення політичних відносин між країнами та демонструють намагання північного сусіда реалізувати сценарій економічної експансії на теренах України паралельно з пошуком політичних каналів впливу.

Хоча треба визначити, що до цього часу спостерігається суттєва присутність інвесторів з Росії (прямо чи опосередковано) в окремих значимих секторах вітчизняної економіки. Насамперед в цьому контексті слід виділити банківську систему, енергогенеруючі компанії. Об'єктивно, що надалі частка ПІІ з Росії продовжуватиме скорочуватися, проте це не виключає опосередкованого «входження» на український ринок російського капіталу за допомогою компаній, зареєстрованих в інших країнах.

Ще більш симптоматичною є ситуація з потоками ПІІ з України (рис. 2).

Навіть без детального аналізу наведених на Рис. 3 даних зрозуміло, що фактично в питанні ПІІ з України (як до речі і ПІІ в Україну) мова йде про процес «офшоризації» вітчизняної економіки. Зазначимо, що абсолютна більшість вітчизняних вчених визначають деструктивний характер його впливу на економічні процеси, в т.ч. – інвестиційну діяльність.

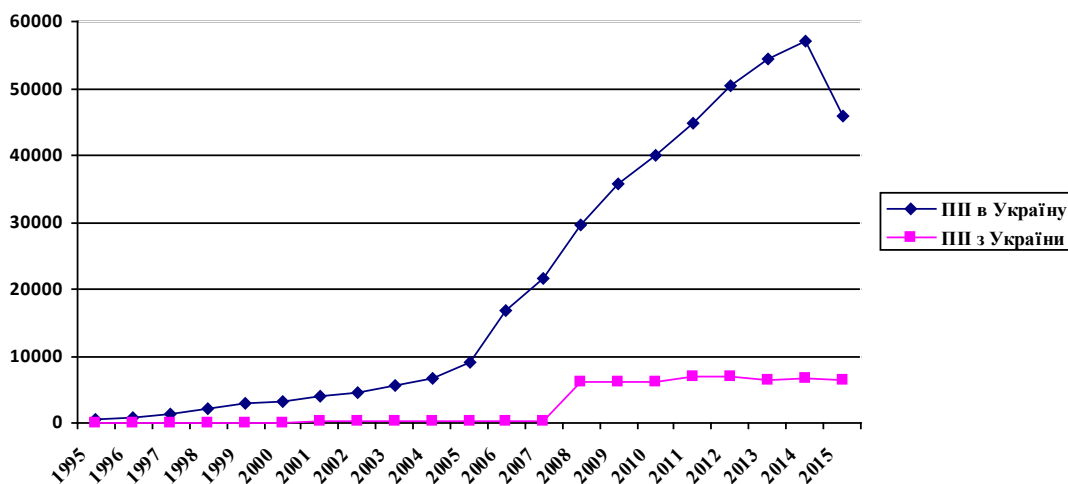


Рис. 1. Прямі іноземні інвестиції (акціонерний капітал) в Україні та з України у 1995-2015 рр., млн. дол. США

Джерело: складено автором за даними Держслужби статистики України [4].

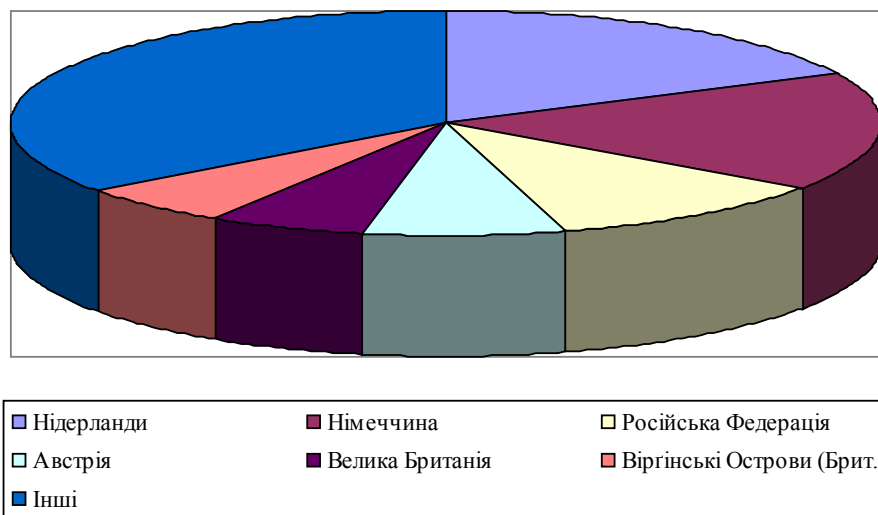


Рис. 2. Структура акціонерного капіталу із країн світу в Україні, %

Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики України [4].

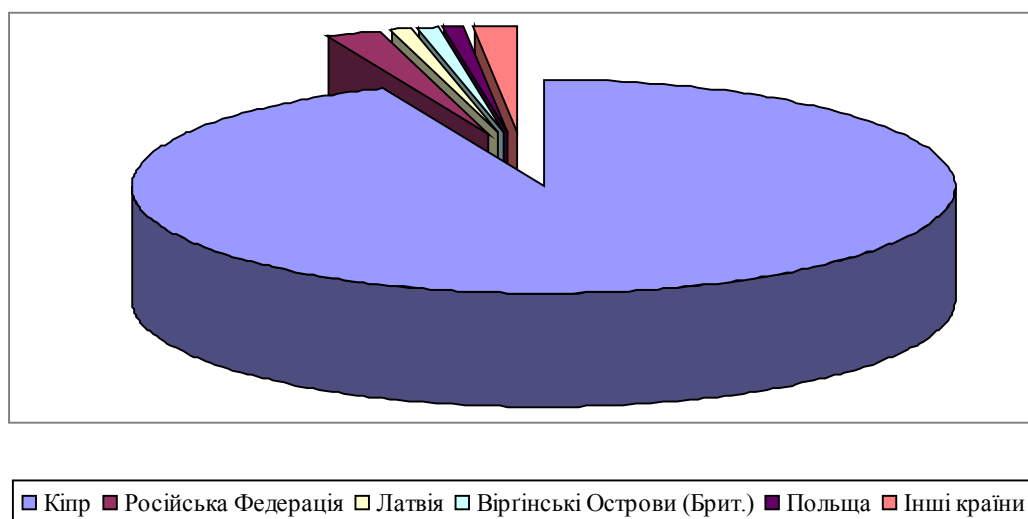


Рис. 3. Структура акціонерного капіталу з України в економіці країн світу, %

Джерело: складено автором за даними Державної служби статистики України [4].

Окрім того, така «офшоризація» набуває в Україні особливих форм. Можна цілком погодитися з думкою Ю. Кіндзерського, який вказує, що «...особливість української /офшоризації» полягає в тому, що усі власники офшорних компаній тісно пов'язані з владою або навіть займають високі державні посади. З огляду на це, сама влада, з одного боку, декларує принцип справедливості та рівномірності оподаткування для всіх суб'єктів, а з іншого – прямо порушує цей принцип, створюючи /податкові оази» для себе і /податкове пекло» для інших...» [5].

Аналізуючи структуру ПІІ в Україні та з України звернемо увагу

також на підхід, запропонований Т. Бусаревою, яка стверджує, що на території ЄС можна виділити три види офшорних зон: класичну, зону низького оподаткування та так звану «престижну» зони [6]. В цілому, структура ПІІ відповідає такому поділові, а вибір вітчизняним бізнесом конкретної офшорної зони визначається насамперед порівнянням потенційних вигід та втрат – в т.ч., враховується можливість повернення капіталу, що попередньо був виведений з України.

Зрозуміло, що вказані процеси екстраполюються на вітчизняний фондовий ринок. В численних концепціях розвитку фінансового сектору,

фондового ринку і т.п. неодноразово декларувалося створення сприятливого клімату для залучення іноземних інвестицій за допомогою цінних паперів. В більшості своїй такі декларації не знайшли реального відображення у формуванні інвестиційного «дизайну», який би був привабливим для нерезидентів.

За офіційними даними НКЦПФР, частка торгів з нерезидентами коливалася на протязі 2010-2014 рр. на рівні 12-18 %, з тенденцією до зниження у 2013-2014 рр. (рис. 4).

Яким чином характеризують наведені цифри місце вітчизняного фондового ринку у глобальному фінансовому середовищі?

З нашої точки зору, оцінити однозначно наведені на рис. 4 цифри вкрай складно. На перший погляд, приплив іноземного капіталу та збільшення обсягу торгів з нерезидентами слід оцінити позитивно – зацікавленість нерезидентів у торгівлі на ринку цінних паперів України свідчить про наявність на ньому інвестиційно привабливих інструментів, певні зрушення у інфраструктурі ринку.

Проте, на противагу цій позиції можна і необхідно навести протилежні аргументи:

✓ *по-перше*, як вже зазначалося, на основі існуючої в Україні системи розкриття інформації надзвичайно

складно встановити кінцевих бенефіціарів, це не дозволяє достатньо точно ідентифікувати країни походження капіталу на вітчизняному фондовому ринку. Тобто, оцінка структури зовнішніх інвестиційних ресурсів є в достатній мірі умовною та не зовсім коректною;

✓ *по-друге*, виходячи з попереднього, ідентифікація учасника ринку як нерезидента не тотожна його раціональній поведінці на вітчизняному фондовому ринку. Підкреслимо, що оскільки більшість нерезидентів на вітчизняному фондовому ринку є такими лише де-юре, уніфікація ринкової поведінки як правило не відбувається;

✓ *по-третє*, набутий досвід прояву фінансових криз (зокрема, у 2008-2009 рр.) свідчить, що за інституційної слабкості українського фондового ринку його надмірна «відкритість» здатна суттєво посилити вплив зовнішніх шоків на динаміку більшості кількісних показників;

✓ *по-четверте*, більш релевантним для оцінки ролі нерезидентів на фондовому ринку є аналіз сальдо обсягу інвестицій цієї групи через різноманітні інструменти фондового ринку. Динаміка цих показників наведена нижче (рис. 5 та рис. 6).

Аналіз показника сальдо інвестицій в економіку України за допомогою

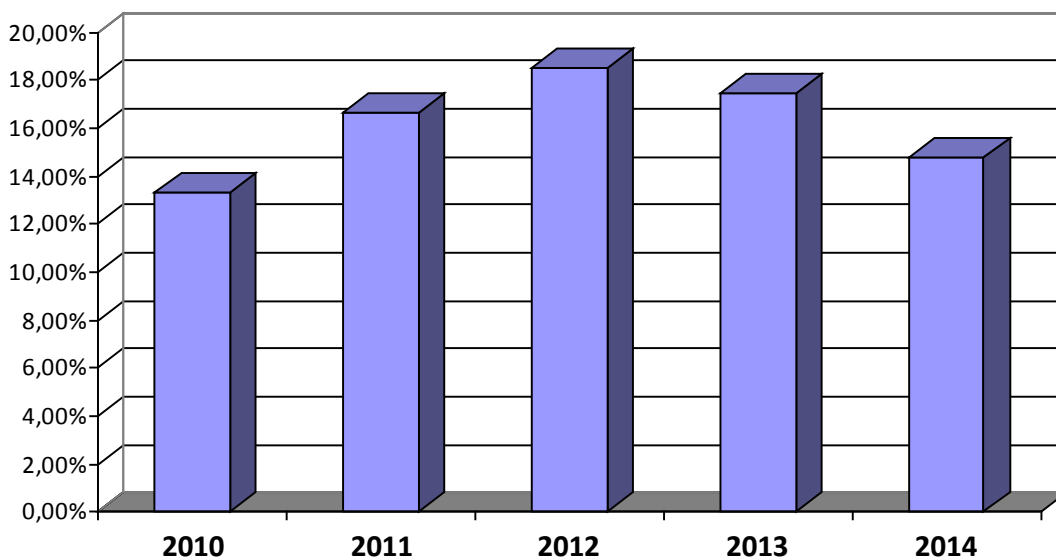


Рис. 4. Частка торгів з нерезидентами на ринку цінних паперів у 2010-2014 рр., %

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР[7].

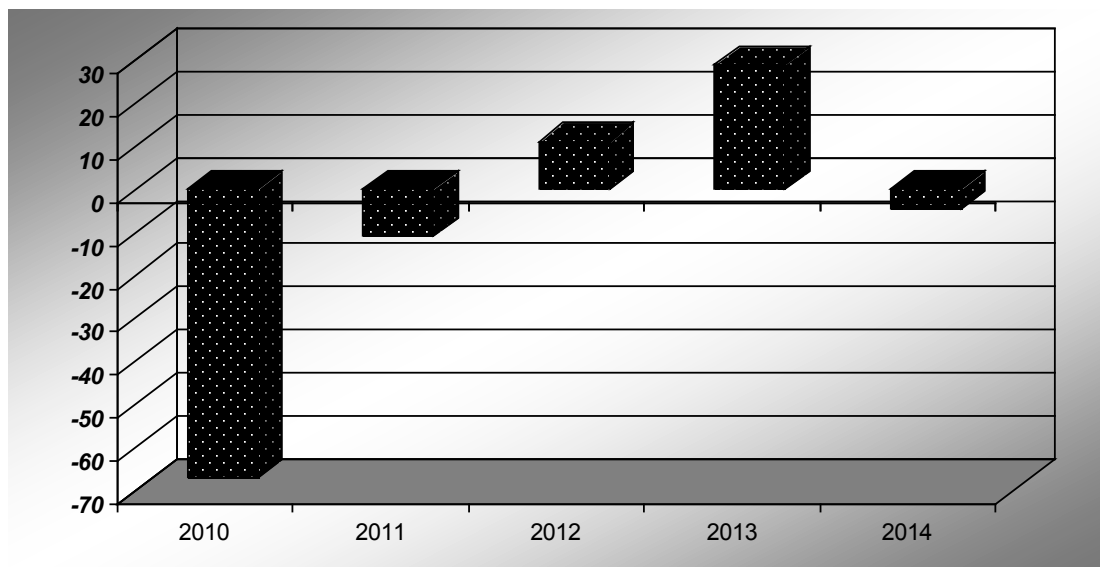


Рис. 5. Сальдо обсягу інвестицій нерезидентів в економіку України через інструменти фондового ринку протягом 2010 – 2014 рр.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР [7].

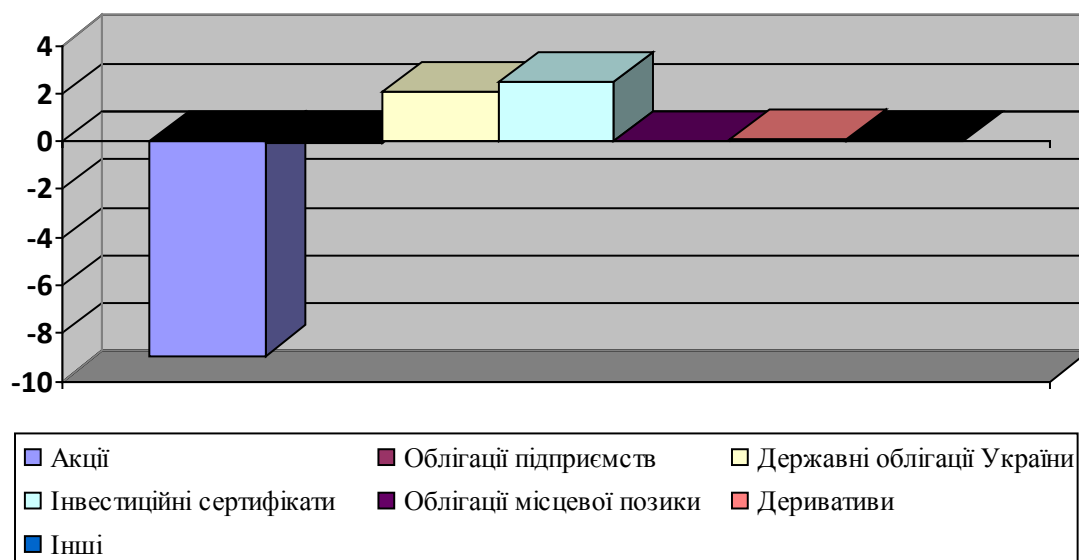


Рис. 6. Сальдо обсягу інвестицій нерезидентів в економіку України розподілом за видом фінансового інструменту протягом 2014 року, млрд грн.

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

різноманітних фінансових інструментів визначає постановку кількох важливих завдань.

Насамперед, привертає увагу той факт, що фактично вітчизняний ринок акцій перетворився на механізм відтоку капіталу з України. Проте така ситуація, зважаючи на цілий ряд факторів не виглядає дивною – рівень корпоративного управління, доступ вітчизняних акціонерних товариств до зовнішніх джерел капіталу, своєрідна дивідендна політика – все це

робить інвестиції в акції вітчизняних корпорацій прерогативою:

✓ *по-перше*, вітчизняних інвесторів (для яких такі інституційні засади функціонування ринку акцій є звичними та в достатній мірі «комфортними»);

✓ *по-друге*, акціонерів-нерезидентів з офшорних зон, які фактично є представниками вітчизняного бізнесу;

✓ *по-третє*, нерезидентів і де-юре і де-факто, орієнтованих на високий рівень ризику інвестиційного портфеля.

Сумнівним виглядає позитивне сальдо інвестицій залучених за рахунок державних облігацій України – ситуація у сфері державних фінансів активізувала боргову політику держави. В той же час, значна частина залучених ресурсів відразу спрямовується на погашення вже існуючої заборгованості. Фактично, мова про продуктивний характер таких ресурсів не йде. Як бачимо, зовсім непривабливими залишаються для закордонних інвесторів корпоративні облігації.

Висновки та перспективи подальших розвідок. Проведене дослідження дає можливість зробити наступні висновки щодо перспектив інтеграції вітчизняного фондового ринку у глобальний фінансовий простір у середньостроковій перспективі:

1. Для українського фондового ринку процес глобалізації потенційно може мати позитивні наслідки, проте пов'язаний і з формуванням суттєвих загроз. Слабкість сформованих на вітчизняному фондовому ринку інституцій посилить його залежність від глобальних фінансових шоків, зменшить ефективність державного регулювання цього сегменту.

2. Відповідно, намагання «пришвидшити» інтеграцію фондового ринку формування відповідних інституцій суттєво знижувати ефективність реформ, закріпить існуючу роль фондового ринку як насамперед певного «оптимізаційного» інструменту для обслуговування завдань сформованих провідними фінансово-промисловими групами в Україні.

3. Інтеграція вітчизняного фінансового ринку насамперед повинна передбачати уніфікацію правил ринкової поведінки головних учасників, безвідносно того, є вони резидентами, чи ні. На сучасному етапі відбувається зворотній процес – нерезиденти у повній користуються прогалинами у законодавстві, недосконалістю інфраструктури для максимізації своїх економічних вигод.

4. Державі слід стимулювати першочергово інвестування капіталу у корпоративні цінні папери – «ефект витіснення», коли державні запозичення домінують над запозиченнями приватного сектору деструктивно впливає на ринок боргового капіталу, а з ним – і на весь ринок цінних паперів.

Як підсумок – глобалізація сформувала певні імперативи для українського фондового ринку. Вирішення цих завдань – першооснова для перетворення фондового ринку у справді ефективний механізм економічних реформ в Україні.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Beck T., Levine R. (2004). Legal Institutions and Financial Development // NBER Working Paper. No 10417. Cambridge, Mass. April.

2. Demirgüç-Kunt A., Levine R. (eds.) (2001). Financial Structure and Economic Growth. A CrossCountry Comparison of Banks, Markets, and Development. Mass.: The MIT Press.

3. Абрамов А.Е. Экономический рост, инвестиции и фондовый рынок [Електронний ресурс] / А.Е. Абрамов. – Режим доступу: https://www.hse.ru/%2Fdata%2F019%2F854%2F1235%2FAbramov.doc&ei=6981U5r6Eqe_ygOqh4IQ&usg=AFQjCNF7rr5dq_xIDPG7arVr0rSMfcAQaw&bvm=bv.62922401,d.bGQ.

4. Прямі інвестиції (акціонерний капітал) [Електронний ресурс]. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. — Режим доступу: www.ukrstat.gov.ua.

5. Кіндзерський Ю. Деструктиви промислової політики в Україні та можливості їх подолання / Ю.В. Кіндзерський // Економіка України. – 2012. - № 12. – С. 4-16.

6. Бусарева Т. Особливості офшоризації глобальної економіки /Т.Г. Бусарева // Молодий вчений. – 2014. - № 12 . – С. 80-84.

7. Річний звіт НКЦПФР за 2014 рік [Електронний ресурс]. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Офіційний сайт. — Режим доступу: www.nssmc.gov.ua.

REFERENCES

1. Beck T., Levine R. (2004). Legal Institutions and Financial Development // NBER Working Paper. No 10417. Cambridge, Mass. April.
2. Demirgьз-Kunt A., Levine R. (eds.) (2001). Financial Structure and Economic Growth. A CrossCountry Comparison of Banks, Markets, and Development. Mass.: The MIT Press.
3. Abramov A. (2010), Economicheskij rost, investicii i fondovij rinok, https://www.hse.ru/2Fdata%2F019%2F854%2F1235%2FAbramov.doc&ei=6981U5r6Eqe_gOqh4IQ&usg=AFQjCNF7rr5dq_xIDPG7arVr0rSMfcAQaw&bvm=bv.62922401,d.bGQ.
4. State Statistics Service of Ukraine (2015), /Direct investment (equity)», available at: <http://www.ukrstat.gov.ua> (Accessed 21 January 2016).
5. Kindzerskij Ju. (2012), Destruktivni promislovi politiki v Ukraini ra mozlivosti ih podolanna, Ekonomika Ukraini, 2012, #12.
6. Busarieva T. (2014), Osoblivosti ofshorizatcii globalnoi ekonomiki, Molodij vchenij, #12, s. 80-84.
7. National securities and stock market commission (2015), /Annual Report 2014», available at: <http://www.nssmc.gov.ua> (Accessed 21 February 2016).