

СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ И ПЕРСПЕКТИВЫ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ

Рассмотрены основные этапы эволюционного развития фондового рынка Украины, определены основные проблемы каждого из этапов. Предложен анализ факторов оказывающих дестабилизирующее действие на эффективность функционирования фондового рынка Украины.

The basic stages of evolutionary fund market of Ukraine development are considered, basic problems are certain each of the stages. The analysis of factors is offered rendering the destabilization operating on efficiency of functioning of fund market of Ukraine.

Под воздействием мирового финансового кризиса фондовые рынки развитых и развивающихся стран продемонстрировали стремительное падение. Кризисная ситуация не обошла украинский фондовый рынок, о чем свидетельствует существенное сокращение доли рыночной капитализации акций в ВВП с 78,4% в 2007 году до 15,9 % в 2009 году. Главным кризисным фактором для украинского рынка стали его фрагментарность, спекулятивный характер и зависимость от поведения иностранных инвесторов. Изменение доли капитализации рынка акций в ВВП Украины показано на рис 1.

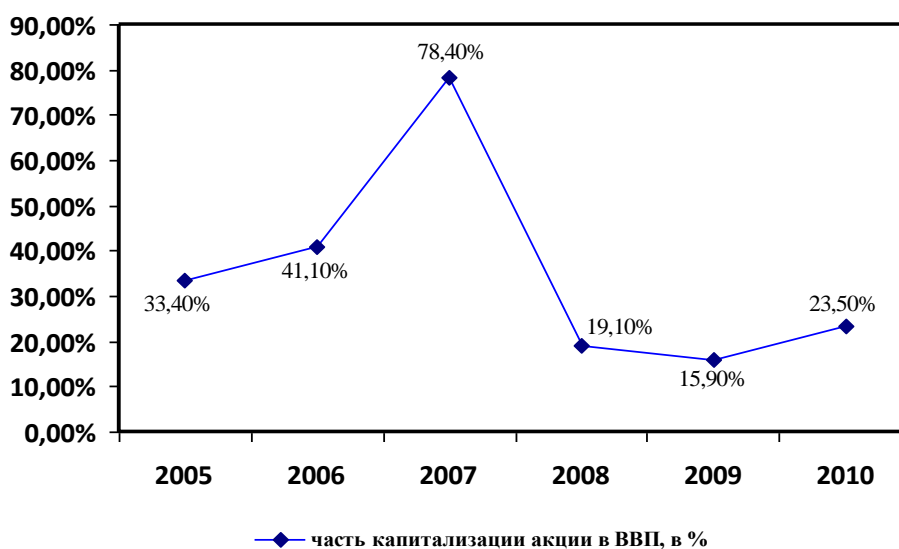


Рис. 1. Изменение доли капитализации рынка акций в ВВП

Несмотря на слишком непростой в целом для политико-экономического развития страны 2007 год, а также биржевые реформы, которые начались в ноябре, капитализация рынка акций, по сравнению с 2006 годом, выросла в 2,5 раза. Это объясняется тем, что основные объемы инвестиций в украинские акции приходились на иностранных инвесторов, чувствительных к динамике мировых фондовых рынков.

По оценкам аналитиков, в этот период доля иностранных инвесторов на отечественном фондовом рынке как основных покупателей ценных бумаг составила приблизительно 95% [2].

Впервые отечественный фондовый рынок иностранцы открыли для себя после известных политических событий в конце 2004 году. Второе «открытие» фондового рынка Украине состоялось в 2007 году после того, как несколько отечественных компаний провели IPO на зарубежных площадках и около 20 компаний осуществили частные размещения среди иностранных инвесторов. На рост популярности рынка большое влияние имели реструктуризация и высокие финансовые результаты украинского бизнеса, например, размещения IPO на основной площадке Лондонской фондовой биржи металлургической компании Ferrexpo Plc. Капитализация Ferrexpo Plc в ходе размещения на Лондонской бирже в 2007 году составила 3,1 млрд. дол. США.

За короткий период становления украинский фондовый рынок характеризовался быстрым наращиванием масштабов. Так, отношение общих объемов торгов на рынке ценных бумаг к ВВП уже в 2007 году составило 104,7%, продолжив рост и в кризисный период, составив в 2010 году 140,5% (рис.2).

По итогам 2007 года индекс акций ПФТС вырос на 135,4% и стал вторым по темпам роста в мире после китайского iChina CSI 300 index. [4] с Динамика фондового рынка страны стимулировалась стабильным развитием национальной экономики, хотя, большинство операций на рынке проводилось за счет иностранного спекулятивного капитала.

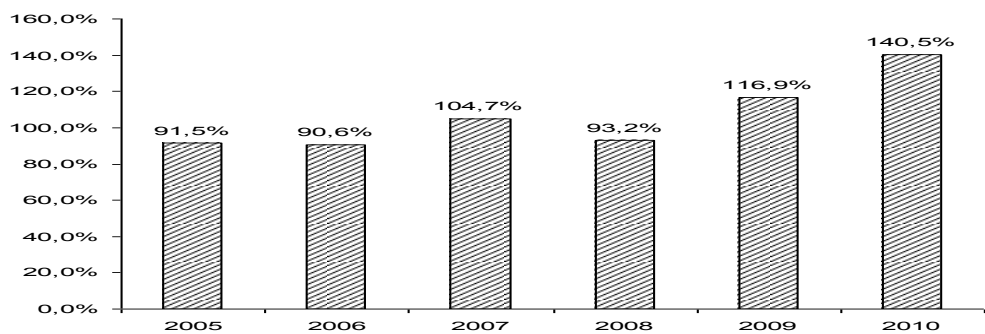


Рис. 2. Динамика отношения объемов торгов на фондовом рынке Украины к ВВП за период 2005-2010 гг¹.

В это же время отмечается существенный разрыв между динамикой годовых темпов роста реального ВВП и индекса ПТФС (рис.3).



Рис.3 Динамика годовых темпов роста ВВП и индекса ПТФС

Ситуация, когда фондовый индекс растет на 135,34% в год, а ВВП всего на 7,9% говорит о том, что в наших ожиданиях будущих доходов были заложены завышенные представления о перспективах компаний. Конечно, эталонного значения корреляция между темпами роста ВВП и динамикой фондовых индексов, а также капитализацией рынка финансовая наука пока не выработала. Ситуация могла развиваться в двух направлениях или быстрое достижение справедливой цены в случае исторической низкой цены определенных компаний или, как свидетельствует мировая практика, значительный разгон их динамики чреват надуванием «пузырей», которые

¹ Составлено автором по данным годовых отчетов ГКЦБФР и статистических бюллетеней НБУ

рано или поздно лопаются. Что наиболее характерно для развивающихся рынков.

На фондовом рынке Украины 2007 года наблюдался определенный парадокс. Капитализация росла не путем увеличения общего количества акционерных компаний, а путем роста курсовой стоимости акций ограниченного количества компаний.

Следовательно, резкий докризисный рост фондового рынка не отображал реального состояния производства и национальной экономики. Отличительная особенность украинского фондового рынка этого периода стала его фрагментарность, спекулятивный характер и зависимость от поведения иностранных инвесторов.

Надо отметить, что по данным, представленным международными агентствами [8], в странах с развитыми рынками капитала в течение последних сорока лет среднегодовые темпы роста ВВП и фондовых индексов приблизительно совпадали. На 1% годового прироста ВВП фондовый рынок США отвечает в среднем 0,99% роста индекса DowJones, рынок Великобритании – 1,04% сводного индекса FTSE. В Японии и Германии экономика растет даже быстрее фондовых индексов: увеличению немецкого валового продукта на 1% отвечало 0,75% увеличения индекса. В период с 1995 по 2005 год среднее соотношение прироста индекса к росту ВВП по сорока странам составило 2,3. Данный показатель развития фондового рынка Украины за период 2004 - 2007 лет составил 13,35.

Более значительное несоответствие динамики двух показателей оказалось лишь в Аргентине – 62,1. Выходит, что в среднем ежегодном выражении на 1% прироста экономики украинский ПФТС - индекс отвечал ростом в 13,35%.

2008 год показал, что опасения аналитиков фондового рынка и исследователей финансовых рынков переходных экономик оправдались. Украинский фондовый рынок сохранил высокую отраслевую концентрацию. На четыре самые большие отрасли – энергетика, добывающая

промышленность, черная металлургия и финансовый сектор приходится приблизительно 78% национальной капитализации.

Например, среди ценных бумаг, которые включены в I уровень листинга, наибольшим спросом в IV квартале 2007 года пользовались:

- акции энергетических компаний: объем торгов составлял 48,65% от объема торгов ценными бумагами, включенными в I уровень листинга;
- облигации коммерческих банков: объем торгов составлял 20,88% от торгов ценными бумагами, включенными в I уровень листинга.

Данное утверждение можно подтвердить изменением количества ценных бумаг, которые включены в листинг первого уровня украинского фондового рынка (табл.1).

Таблица.1

Количество ценных бумаг, включенных в I уровень листинга

	Год				
	2006	2007	2008	2009	2010
Количество ценных бумаг	20	18	15	18	146

При этом следует отметить, что в 2010 году из 146 ценных бумаг, которые были включены в первый уровень листинга, 86% были *облигациями* украинских предприятий.

Следствием спекулятивного роста фондового рынка стало его катастрофическое падение во время мирового финансового кризиса –74,8%. Украинский фондовый рынок, сформированный иностранным капиталом, стал зависим от динамики мировых фондовых рынков (рис.4).

Учитывая уроки 2007 года надо иметь в виду, что, с одной стороны, для обеспечения роста реального сектора необходимо быстрее восстановление привлекательности фондового рынка для иностранных инвестиций (о некотором возобновлении рынка свидетельствуют темпы роста индекса ПФТС в 2009-2010 годах). Но, с другой стороны, такое восстановление увеличивает риски, связанные с притоком спекулятивного

капитала и ростом волатильности мировых рынков из-за проблем восстановления экономики США и долгового кризиса стран Еврозоны.

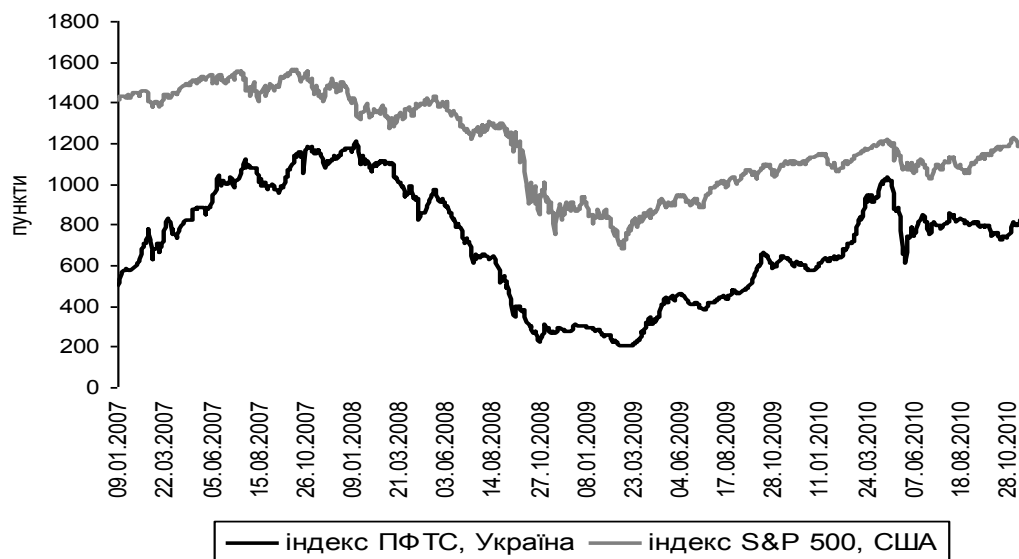


Рис.4. Динамика фондовых индексов ПФТС и S&P 500 [8].

Спекулятивный характер участия иностранного капитала частично подтверждается данными рис.5.

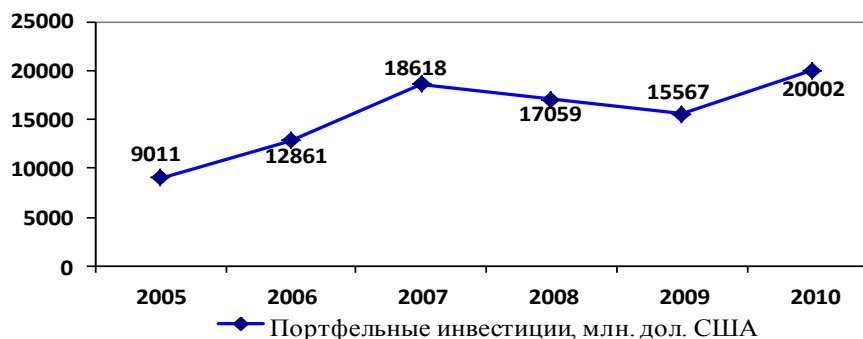


Рис. 5. Участие иностранного капитала

Динамика объема иностранных инвестиций за период 2005-2010 гг. свидетельствует о повышении заинтересованности иностранных инвесторов национальным рынком с 2006г. Особенную привлекательность для иностранных инвесторов приобрел финансовый сектор, в результате чего иностранный капитал пришел в коммерческие банки, страховые компании, фондовые биржи.

Важным фактором интеграции отечественного фондового рынка в мировую финансовую систему стал приход стратегических иностранных инвесторов на самые большие фондовые биржи страны. В 2010г. контрольный пакет акций самого большого организатора торгов – ПФТС был продан Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ), а в марте в 2009 г. стартовали торги на Украинской бирже, 40% пакетом акций которой владеет Русская торговая система (РТС). По итогам данных операций фондовый рынок Украины на 65% принадлежит России.

Кроме того, на кризисное падение украинского фондового рынка влияет негативная динамика мировых сырьевых и товарных рынков. Ведь экономика Украины зависима от развития металлургической, химической отраслей промышленности и машиностроения, предприятия которых в большинстве являются экспортно-ориентированными и испытывают значительные потери и ухудшение финансового состояния в кризисный период. Структура фондового индекса ПФТС преимущественно представлена именно такими предприятиями, то есть должна характеризовать состояние ведущих отраслей реального сектора экономики. Если проанализировать финансовые показатели «голубых фишек» ПФТС, то эти предприятия, как правило, не платят дивиденды и в некоторые годы являлись убыточными, т.е. инвесторов, вкладывающих средства в акции украинских предприятий, не интересуют дивиденды и даже прибыль эмитентов. Это еще раз подтверждает спекулятивность биржевых операций и их отстранённость от потребностей реального сектора экономики.

Надо отметить, что непопулярность дивидендных доходов и ориентация инвесторов на краткосрочные прибыли от роста курсовой стоимости акций является характерной тенденцией не только для фондового рынка Украины, а и для мирового рынка. По данным Standard & Poor's на протяжении последних двух десятилетий дивидендная доходность наибольших компаний мира постепенно уменьшалась: максимальное значение показателя составило в 1991 году 3,72%, минимальное значение

было в 2000 году на уровне 1,16%. Среднее значение дивидендной доходности на протяжении отмеченного периода составило 2,12% [8].

Следовательно, динамический рост фондового рынка Украины, что наблюдалось к началу мирового кризиса, не отображал реального состояния национальной экономики. На сегодня рынок остается спекулятивным и волатильным, что зависит от динамики мировых рынков. Между тем, эффективное функционирование фондового рынка является необходимым условием привлечения долгосрочных инвестиций и обновления реального сектора экономики. Фондовый рынок должен способствовать стабилизации и росту экономики путем выполнения общественно важных функций, в частности аккумуляции и перераспределения инвестиций между отраслями и предприятиями, формирования информационных индикаторов для инвесторов, поддержки ликвидности и перераспределения рисков и др. Вместе с тем, перспективы эффективного функционирования фондового рынка связаны с действием следующих дестабилизирующих факторов.

1. *Низкая капитализация фондового рынка.* Согласно классификации Standard & Poor's, фондовые рынки развивающихся стран разделяются на развивающиеся рынки и пограничные рынки (frontier market). Развивающийся рынок находится на переходной стадии развития, что характеризуется ростом, повышенным уровнем активности и усложнением инфраструктуры, и отвечает хотя бы одному из двух критериев: 1) функционирует в стране с низким или средним уровнем доходов в соответствии с классификацией Мирового банка; 2) его реальная капитализация, в которую можно инвестировать, является незначительной сравнительно с текущим ВВП страны.

На начало 2010 года Standard & Poor's определило рынок Украины как пограничный среди других 36 рынков таких стран, как Болгария, Хорватия, Румыния Словения, Эстония, Латвия, Литва, Словакия [5]. Низкий уровень капитализации связан, в первую очередь, с неразвитостью организованного рынка, ведь значительная часть операций с ценными бумагами происходит

вне его пределов. Главной проблемой развития организованного рынка является практическое отсутствие ценных бумаг эмитентов, которые бы отвечали характеристикам высокого инвестиционного качества. В свою очередь, владельцы ведущих украинских предприятий не заинтересованы в размещении акций на отечественном рынке из-за слабости внутренних институциональных инвесторов и ограниченности объемов привлечения ресурсов. Другой причиной является нежелание владельцев изменять практику корпоративного управления и сотрудничать с миноритарными акционерами из-за риска потери корпоративного контроля.

2. *Отсутствие мощных отечественных инвестиционных институтов на фондовом рынке Украины.* Среди финансовых посредников ведущую позицию занимают банковские учреждения. На начало 2010 года доля активов банков в общем объеме активов финансового сектора Украины составляла 94,2% . Вместе с тем, банки не являются активными игроками на рынке ценных бумаг. По состоянию на 1 января 2010 года доля вложений в ценные бумаги в активах банков составила всего 3,9% [3]. Следовательно, отечественный фондовый рынок остается ориентированным на привлечение ресурсов иностранных инвесторов.

3. *Несовершенство инфраструктуры фондового рынка.* Невзирая на определенные наработки в этом направлении, требуют решения вопроса относительно создания единого депозитария корпоративных ценных бумаг, усовершенствования учета прав собственности на ценные бумаги, развития системы оборота ценных бумаг и дериватов, упрощения процедуры проведения расчетов по соглашениям с ценными бумагами при участии нерезидентов.

4. *Несоответствие практики корпоративного управления украинских эмитентов международным стандартам.* На сегодня инвесторы, кроме финансовых показателей, значительное внимание уделяют оценке корпоративного управления компаний, в первую очередь развивающихся рынков [6]. Именно эти рынки характеризуются низким уровнем правовой

защиты миноритарных инвесторов. Поэтому инвесторы склонны оценивать внутреннюю корпоративную практику компаний в качестве компенсации слабости национальных правовых систем и государственных институтов. Следовательно, повышение инвестиционной привлекательности рынка, изменение его спекулятивного характера на инвестиционный требуют качественных изменений корпоративного управления отечественными акционерными обществами. Таким образом, динамика показателей фондового рынка Украины до и во время кризиса, их несопоставимость с показателями роста производства экономики свидетельствуют о спекулятивном характере рынка. Украинский фондовый рынок является волатильным и зависит от нестабильной конъюнктуры мировых фондовых рынков. Иностраный спекулятивный капитал почти не реализуется для предприятий реального сектора, поскольку вкладывается в ценные бумаги на краткосрочный период. Низкая капитализация и волатильность фондового рынка определяют невозможность привлечения инвестиций в реальный сектор экономики.

Несмотря на такие негативные характеристики, именно обеспечение капитализации фондового рынка с одновременной его переориентацией из спекулятивного на инвестиционный должно стать приоритетным заданием государственной экономической политики с целью стабилизации и роста национальной экономики.

Литература

1. Годовой отчет Национального банка Украины 2009 [Электронный ресурс]. - НБУ, 2009. - С.78. Режим доступа : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66438>.
2. Кубліков В.К. Формування ринку цінних паперів в Україні: державне регулювання: [монографія]. / В.К. Кубліков. – Одеса: Астропринт, 2008. – 328с.
3. Мищенко В.И. Особенности посткризисного реформирования финансового сектору Украины / В.И. Мищенко // Финансы Украины. - 2010. - № 10. - С. 4

4. НОВОСТИ Украинской ассоциации инвестиционного бизнеса в 14.01.2008 г.). [Электронный ресурс] //- Режим доступа : http://www.uaib.com.ua/files/articles/364/44_4.doc.
5. Школьник И.О. Капитализация фондового рынка Украины в контексте мировых тенденций / И.О. Школьник // Финансы Украины. - 2011. - №4. - С. 72.
6. Цена корпоративного управления [Электронный ресурс] / [Пол Кумз, Марк Уотсон, Карлос Кампос и др.] // Вестник McKinsey. – 2003. - № 1 (3). – С. 21-31. Режим доступа: <http://www.mckinsey.com/russianquarterly/topics/index.aspx?tid=21&nord=2&ns=0>
7. InvestfundS группа Cbonds [Электронный ресурс]. - Режим доступа : <http://investfunds.ua>. [Электронный ресурс]- Режим доступа : <http://www.weforum.org>.
8. S&P 500 DividendYield [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.multpl.com/s-p-500-dividend-yield/table>.
9. S&P Indices>EquityIndices - S&P GlobalIndices - US [Electronicresource] - Modeofaccess: WWW.URL:<http://www.spglobal.com/> – Titlefromthescreen.
10. Зверяков, М. И. Теоретические проблемы формирования национальной экономической системы : [монография] / М. И. Зверяков. – Одесса : Астропринт, 2012. – 352 с. ISBN 978-966-190-542-8