



УДК 336.767 : 339.7

СИСТЕМНІ РИЗИКИ ФОРМУВАННЯ КОНКУРЕНТОСПРОМОЖНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ



Редзюк Євгеній Васильович, канд. екон. наук, с.н.с.
ДУ «Інституту економіки і прогнозування НАН України»,
вул. Панаса Мирного, 26, м. Київ, 01011, Україна; redzyuk@gmail.com

Автором проаналізовано найбільш значущі системні ризики, які впливають на формування конкурентоспроможного фондового ринку України. Виявлено значний внесок у формування конкурентоспроможного фондового ринку накопичувальної пенсійної системи, а також необхідність проведення прозорості, анти-олігархічної приватизації та системного соціально-економічного реформування України для поліпшення інвестиційного клімату.

Ключові слова: системні ризики, фондовий ринок, пенсійна система, приватизація.

Вступ. Міжнародне фінансово-інвестиційне середовище розвивається потужними темпами, випереджаючи реальний сектор економіки. Ринок цінних паперів при цьому перебуває в авангарді фінансово-інвестиційного ринку, спрямовуючи нові технології інвестування у цінні папери, інструменти фінансового інжинірингу, інновації та залучаючи кращих керівників і спеціалістів. У зв'язку з цим глобальний фінансово-інвестиційний ринок у 2000–2015 рр. досяг суттєвого, в рази, відриву від реального ВВП країн світу. Характерною рисою економічних відносин стає інтенсивна фінансова глобалізація із залученням національних економік до світового ринку капіталу, посилення їх взаємозалежності між собою і вразливості до дії міжнародного руху капіталу.

Відзначимо, що фінансова глобалізація має подвійний вплив на економіку: з одного боку, скасування обмежень на приплив капіталу дає можливість повніше задовольнити

потреби суб'єктів господарювання у коштах і стимулює інвестиційний процес, а з іншого – ускладнюється управління обмінним курсом, підвищується вразливість економіки до негативного впливу зовнішніх факторів, обмежуються можливості центрального банку в здійсненні незалежної монетарної політики, збільшується неконтрольована волатильність інвестиційних потоків капіталу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблема виявлення системних ризиків при формуванні фондового ринку України займалось багато вітчизняних науковців: Т. Богдан, З. Луцишин, І. Лютий, Г. Калач, О. Мозговий, С. Мошенський, Е. Найман, О. Плотников, А. Федоренко та ін. Проте вплив фінансової глобалізації на національні фінансові та фондові ринки і їх активний розвиток вказує на актуальність цього дослідження та зумовлює формування оновлених пропозицій, що враховують сучасний стан світової фінансової системи та вітчизняного фондового ринку.

Мета статті – це визначення та аналіз системних ризиків при формуванні фондового ринку України з наданням пропозицій щодо мінімізації їх негативного впливу та формування більш конкурентоспроможного вітчизняного ринку цінних паперів.

Викладення основного матеріалу. Цілеспрямований розвиток країн у XXI ст. залежить від стану їх фондових бірж, за індикаторами яких оцінюють інвестиційний потенціал держави. Без функціонально діючого, справедливого та прозорого ринку цінних паперів іноземні й вітчизняні інвестиційні ресурси не зможуть перетворити національну економіку в конкурентоспроможного гравця на світовому ринку. Якщо не буде ефективного перерозподілу внутрішніх і зовнішніх заощаджень у нові перспективні бізнес-проекти, підприємства та галузі, то будь-яка країна суттєво втратить у системному розвитку і міжнародній конкурентоспроможності. Особливе значення це має в епоху інформатизації і відкритості, коли інвестиційні ресурси можна спрямовувати на найбільш вигідні проекти, в сектори та галузі зростання, в найкращі за міжнародними рейтингами і макроекономічними показниками країни світу.

Активний розвиток торгівлі та комунікаційних засобів у світі, мобільність капіталу й зниження трансакційних витрат, дерегуляція та лібералізація в міжнародних фінансах сприяє поліпшенню інвестиційного клімату, а, отже, прискореному економічному розвитку та інтеграції країн світу. Водночас фінансова глобалізація посилила вплив міжнародних фінансових ринків на операції кредитування та запозичення резидентами різних країн. Це привело до зростання міжнародної мережі фінансових інститутів і корпорацій, до підвищення частки бізнесу, що припадає на зарубіжні країни, і до фундаментальних змін в їх системах організації управління фінансовими потоками. Фінансова глобалізація суттєво зачіпає і держави, оскільки в нових умовах посилюється конкуренція національ-

них економік за кредитні ресурси, які вільно перерозподіляються в масштабі нового глобального світового господарства. Фінансова глобалізація змушує держави вишукувати нові шляхи для підвищення інвестиційної привабливості національних економік, це стає конкурентним викликом для будь-якої країни, яка намагається посилити власні соціально-економічні параметри [1].

Глобалізації фінансових ринків сприяли чинники, дія яких значно зростає останніми роками:

- поглиблення процесів інтернаціоналізації господарського життя, його переростання в інтеграційну фазу з новою роллю транснаціональних корпорацій (ТНК), що свідчить про посилення цілісності світового господарства;

- збільшення обсягів і структури інвестиційних потреб національних економічних комплексів, ТНК і приватного бізнесу;

- сучасна інноваційно-інформаційна економіка викликає потребу в значних тимчасово вільних інвестиційних ресурсах, які іноді не в змозі надати національні фінансові ринки;

- дерегуляція і лібералізація державою руху капіталів, грошових потоків;

- формування офшорних центрів і міжнародних фінансових центрів ліквідності;

- перехід до системи плаваючих валютних курсів в умовах Ямайської валютної системи та вирівнювання залежності між собою валютних курсів, відсоткових ставок за кредитами, облігаціями, розмірів дивідендів за акціями в умовах формування міжнародних ринків і євrorинків валют, облігацій, акцій, деривативів тощо;

- розвиток сучасних телекомунікаційних і комп'ютерно-електронних систем, що з'єднують суб'єктів усього світового фінансового ринку [2; 3].

Потрібно враховувати посилення в глобалізованому економічному просторі фактору бурхливого зростання й активізації міжнародного руху спекулятивно-інвестиційного капіталу, який не обмежений кордонами та на-

ціональним законодавством. Крім того, одним із найбільш потужних чинників фінансового регулювання в світі також є Федеральна резервна система США. Від її дій суттєво залежить стан фінансово-інвестиційних ринків як у розвинутих країнах світу, так і в країнах, що розвиваються. Тому **підвищення процентних ставок Федеральною резервною системою США (ФРС) може спровокувати на ринках, що розвиваються, масовий відтік капіталу і розпродаж активів**. Подібна ситуація була спричинена побоюваннями щодо згортання кількісного пом'якшення в США в 2013 р. Більшість провідних аналітиків світу прогнозує, що саме це станеться, коли ФРС приступить до підвищення вартості запозичень. Реакція на ринках країн, що розвиваються, буде не менш критичною, ніж у травні 2013 р., коли голова ФРС Бен Бернанке озвучив намір згорнути програму викупу активів. Це спровокувало падіння цін на боргові папери країн, що розвиваються, в межах 10 % і призвело до знецінення їх валют та валют країн з ринками, що формуються [4].

Відзначимо, що вітчизняна фінансово-інвестиційна сфера не є значною мірою лібералізованою та інтегрованою в глобальні фінансово-інвестиційні потоки. Це обумовлено історією розвитку економіки і фондового ринку України за останні 20 років. Так, на початку реформування в 90-х роках ХХ ст. не було відповідної інфраструктури для міжнародних інвесторів. Крім того, високі темпи інфляції, поширення корупції та криміногенно-анархічних відносин в Україні не сприяли залученню реальних і фінансових інвестицій у вітчизняний фінансово-економічний сектор. Подальший розвиток вітчизняної економіки в 2000-х роках під впливом політичної нестабільності, фінансово-економічних криз і придомінуванні в економіці монопольно орієнтованих олігархічних груп також не привів до системних міжнародних інвестицій і якісної зміни в структурі економіки України. Станом на 2015 р. відзначимо воєнізований конфлікт

на Донбасі, анексію Російською Федерацією українського Криму, зниження ВВП у 2014 р. на 6,8 %, а також річне знецінення національної валюти в 2,78 разу (станом на кінець 2015 р.). Крім цього, за останні п'ять років (перед політичною та економічною кризою 2014 р.) рівень повернення прострочених кредитів вітчизняній банківській системі був дуже низьким. У цей час вони стабільно становили 30 % кредитного портфеля українських банків, що є аномально високим показником порівняно з іншими країнами світу. Тому українська економіка системно не сприяє залученню міжнародних інвестицій як у реальний сектор економіки, так і в фінансову сферу [5–7].

Внутрішні складні проблеми економіки України доповнюються й зовнішніми викликами: макроекономічною нестабільністю у світі, валютними і торговими війнами або обмеженнями, значним зниженням рівня іноземного інвестування в Україну, загрозливим станом для утримувачів українських боргових цінних паперів, відсутністю вітчизняної стратегії сталого фінансово-інвестиційного зростання та наближення до параметрів регулювання фінансових ринків країн ЄС. Ці чинники зумовлюють необхідність формування програми стабілізації і стратегії розвитку вітчизняного фінансово-інвестиційного ринку зі спрямованістю на стандарти ЄС.

Враховуючи, що фондовий ринок за своєю суттю є більш ризикованим, волатильним і менш прогнозованим порівняно з банківською системою, наведені дані свідчать про надзвичайно високі ризики в економіці України. А на вітчизняному ринку цінних паперів вони взагалі є настільки високими, що іноземні інвестори не розглядають його як об'єкт для інвестицій. При цьому **іноді на фондовому ринку України з'являється епізодичний гарячий спекулятивний капітал для якоїсь локальної операції, але системних, значних портфельних інвестицій на українському фондовому ринку за останні п'ять років не спостерігається**.

Можливим ефективним заходом щодо розвитку ринку цінних паперів в Україні було б упровадження накопичувальної пенсійної системи, яка згідно з останніми рішеннями Кабінету Міністрів України має стартувати з 1 січня 2017 р. Обов'язковою вона буде лише для громадян молодше 35 років, а для громадян від 35 до 55 років – добровільною. За допомогою накопичувальної системи держава планує залучити додаткові кошти для розвитку економіки. Внесок у накопичувальний пенсійний фонд буде поступово зростати, зокрема в 2017 р. він становитиме 2 % і 7 % – в 2022 р. [8]. Але відзначимо, що запровадження такої системи постійно відкладається, починаючи з 2003 р., що пов'язано з відсутністю чіткої соціально-економічної стратегії розвитку країни загалом і стратегії щодо розвитку фінансово-інвестиційної сфери в Україні зокрема, а також політичними, військовими та соціально-економічними потрясіннями. Крім того, є приклад Російської Федерації, коли пенсійні заощадження витрачаються неефективно та заполітизовано, системні та значні втрати пенсійних фондів і фондів національного добробуту РФ спричинені також інфляцією. При впровадженні в Україні накопичувального пенсійного фонду необхідно врахувати як негативний, так і позитивний досвід функціонування пенсійних накопичувальних фондів різних країн світу. Іншим, діаметрально протилежним прикладом, є функціонування світових пенсійних активів накопичувальних фондів 16 країн світу, які за останні 10 років збільшились майже вдвічі й на кінець 2014-го становили 36,2 трлн дол. США. Ця сума відповідає 83 % сукупного ВВП цих країн. На першому місці в рейтингу – США: на кінець 2014 р. обсяг пенсійних активів у США становив 22 трлн дол. США. До п'ятірки лідерів також входять Велика Британія (3,31 трлн дол. США), Японія (2,86 трлн дол. США), Австралія (1,68 трлн дол. США), Канада (1,53 трлн дол. США). У п'яти країнах обсяги пенсійних акти-

вів перевищують валовий внутрішній продукт. Так, у Нідерландах співвідношення пенсійних активів і ВВП наприкінці в 2014 р. виявилось найбільшим і становило 165,5 %. У США таке співвідношення дорівнювало 127 %, у Швейцарії – 121,2 %, у Великій Британії – 116,2 %, в Австралії – 113 % [9].

Загалом світова економіка, особливо у розвинутих країнах світу, активно і системно переходить від солідарної системи до накопичувальної пенсійної, що відіграє провідну роль у макроекономічному регулюванні, в зниженні бюджетних витрат на пенсії, покращенні рівня інвестування в країну, пожеввленні на фондових ринках, зниженні валютних ризиків, а також зменшенні кризових, спекулятивних та цінових впливів на національну економіку.

Вітчизняна пенсійна система щорічно витрачає близько 250 млрд грн, а доходна її частина становить 170 млрд грн. На покриття розриву із державного бюджету України виділяється приблизно 80 млрд грн. За прогнозами експертів-соціологів демографічна ситуація в Україні буде і надалі погіршуватись, і кількість працюючих, які забезпечують непрацюючих, буде поступово скорочуватись. У таких умовах правильно побудована вітчизняна система другого та третього рівнів пенсійного забезпечення дає можливість вийти із системної кризи дефіцитності пенсійного фонду, покращить макроекономічну стабільність, позитивно вплине на розвиток фондового ринку України.

Наведені приклади функціонування і управління сучасними пенсійними фондами свідчать, що в сучасних умовах фінансової глобалізації зосередження при інвестуванні тільки на національному ринку і в національній валюті несе суттєві ризики та обмеження в доходності. Особливо це стосується України та країн, що розвиваються, які при зміні кон'юнктури світового фінансово-інвестиційного ринку швидко втрачають золотовалютні резерви та вимушені девальвувати національну валюту. При цьому суттєво пригнічується

стан національного фондового ринку. Диференціація інвестицій, управління найкращими міжнародними фахівцями і спрямованість на стабільну дохідність при мінімізації ризиків (валютних, на рівні країни, галузевих тощо) дає у довгостроковій перспективі мультиплікаційний ефект і системне зростання таких фондів навіть при постійних відрахуваннях/виплатах вкладникам коштів.

Надходження іноземного капіталу та розширення місткості національного ринку значною мірою залежить від рівня прямих іноземних інвестицій (ПІІ), що отримує країна-реципієнт. Відзначимо, що рівень прямих іноземних інвестицій прямо пропорційно впливає на ліквідність національного фондового ринку і при відповідній інфраструктурній його розвиненості саме прямі іноземні інвестиції створюють міжнародний фінансовий центр. При цьому світова фінансово-економічна криза 2008–2011 рр. суттєво вплинула на економіку України. Так, **рівень ПІІ в Україну свідчить, що вітчизняна економіка не є вагомим реципієнтом міжнародних потоків інвестиційного капіталу та не корелює з міжнародними тенденціями.** Чисті ПІІ (% до ВВП) в Україні за останні 7–8 років мають тенденцію до зниження, особливо загрозливо це проявляється за останні роки, %: 2007 р. – 6,4; 2008 р. – 5,4; 2009 р. – 4,1; 2010 р. – 4,2; 2011 р. – 4,3; 2012 р. – 3,9; 2013 р. – 2,3; 2014 р. – 0,3. Абсолютні показники за цей же період також вказують на суттєве зниження ПІІ в Україні (млрд дол. США): 2007 р. – 9,2; 2008 р. – 9,9; 2009 р. – 4,7; 2010 р. – 5,8; 2011 р. – 7; 2012 р. – 6,6; 2013 р. – 3,3; 2014 р. – 2,45 [6; 7].

Загалом обсяг залучених із початку інвестування в економіку України ПІІ на 31 грудня 2014 р. становив 45,916 млрд дол. США, що в розрахунку на одну особу населення – 1072 дол. США. Іноземні інвестиції надійшли зі 131 країни світу. З країн ЄС із початку інвестування внесено 35,576 млрд дол. США (77,5 % від загального обсягу акціонерного

капіталу), з інших країн світу – 10,341 млрд дол. США (22,5%).

До десятки основних країн-інвесторів, на які припадає майже 83 % від загального обсягу прямих інвестицій, входять (млрд дол. США): Кіпр – 13,711, Німеччина – 5,721, Нідерланди – 5,112, Російська Федерація – 2,724, Австрія – 2,526, Велика Британія – 2,146, Віргінські Острови (Брит.) – 1,998, Франція – 1,615, Швейцарія – 1,391 та Італія – 0,999.

Крім того, на підприємствах промисловості України зосереджено 14,817 млрд дол. США (32,3 %) прямих інвестицій, в установах фінансової та страхової діяльності акумульовано 11,537 млрд дол. США (25,1 %), на підприємствах оптової та роздрібної торгівлі, ремонту автотранспортних засобів і мотоциклів – 6,019 млрд дол. США (13,1 %), в організаціях, що здійснюють операції з нерухомим майном, – 3,804 млрд дол. США (8,3 %), професійну, наукову та технічну діяльність, – 2,837 млрд дол. США (6,2 %).

Заборгованість українських підприємств за кредитами та позиками, торговими кредитами та іншими зобов'язаннями (борговими інструментами) перед прямими іноземними інвесторами на 31 грудня 2014 р. становила 8,568 млрд дол. США. Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій (з урахуванням акціонерного капіталу та боргових інструментів) в Україну на 31 грудня 2014 р. становив 54,484 млрд дол. США [10].

Якщо порівняти Україну та Чехію, то на момент підписання договору про асоціацію з ЄС Чехія щороку отримувала 10 млрд дол. США прямих іноземних інвестицій. При цьому Чехія має населення приблизно в чотири рази менше, ніж в Україні. Отже, якщо ми приймемо, що вітчизняна економіка перебуває приблизно на тому ж рівні, де була Чехія, коли підписувала договір про асоціацію з ЄС, аби дійти до рівня Чехії, коли вона вступала до Європейського Союзу, Україні потрібно отримувати приблизно 40 млрд дол. США щороку протягом 10 років [11].

За всю історію України тільки в 2007 р. було зафіксовано 9,2 млрд дол. США іноземних інвестицій та в 2008 році отримано 9,9 млрд дол. США іноземних інвестицій. При цьому аналіз структури ПІІ вказує на те, що більшість таких інвестицій – це прихований тіньовий капітал вітчизняних фінансово-промислових груп, що повертається з офшорів для ведення бізнесу в Україну, підтвердженням цьому є фінансові потоки з Кіпру, Віргінських островів, Нідерландів, Австрії, Великої Британії. Перераховані країни не є фактичними найбільшими торгово-економічними партнерами України, але надають при цьому близько 70 % ПІІ в Україну.

Висновком із цих цифр і фактів є те, що в Україні не подолано тіньові схеми ведення бізнесу, діє системна корупція у вищих ешелонах влади, правоохоронна та судова системи малоефективні, бракує стратегії і тактики реформ соціально-економічної та фінансово-інвестиційної систем України. Крім того, немає чіткого плану та покрокових зрушень, є лише імітація реформ і намагання влади залишити старі схеми, структури, кадри й замаскуватися, не розв'язуючи головних соціально-економічних проблем України, структурно не змінюючи неефективні інститути українського суспільства. При консервації цих проблем функціональний і конкурентоспроможний до світових стандартів фондовий ринок в Україні ніколи не зможе бути реалізованим, а іноземні інвестори будуть утримуватись від інвестування і у реальний сектор економіки України, і у вітчизняний ринок цінних паперів.

У цьому контексті абсолютно нелогічним, корупційним і незрозумілим для більшості експертів у сфері макроекономіки, приватизації, державного та корпоративного управління є Постанова Кабінету Міністрів України № 271 від 12 травня 2015 р. «Про проведення прозорої та конкурентної приватизації у 2015 році», якою затверджено перелік підприємств, які уряд України планує виставити на продаж. До цього списку включено підприємства, за-

гальна вартість яких при нинішньому курсі валют становить не одну сотню мільярдів доларів США. При цьому Законом про Державний бюджет на 2015 рік зафіксовано на порядок менші доходи від приватизації – 17 млрд грн. Лише «Одеський припортовий завод» за експертними оцінками вдвічі дорожчий, ніж наведена вище сума коштів. Крім того, виставлено на приватизацію: «Сумихімпром», «Свема», «Центренерго», значна кількість обленерго, більшість міськгазів, вугільних шахт, «Укрторф», «Укрбуд», елітно-селекційні аграрні підприємства з десятками тисяч гектарів найродючішої землі, нерухомість у центрі столиці та в обласних центрах, теплоелектростанції, гідроелектростанції, включили на продаж навіть стратегічні морські порти. Понад 300 підприємств планується швидко реалізувати в умовах фактичного стану війни України проти Російської Федерації, за відсутності зацікавленості іноземних інвесторів, при майже недіючому фондовому ринку України та без ринкової інфраструктури в умовах пригніченого стану інвестиційного клімату України. Більшість іноземних інвесторів і вітчизняних експертів-економістів не розуміють такого підходу, вони очікують реформ, стабільності і прозорих умов. Крім того, в оновлених правилах приватизації не пропонується навіть незначні пакети акцій (5–10 %) реалізувати через систему фондової біржі, що є неєвропейським і нецивілізованим підходом для продажу активів такого рівня [12; 13].

Потрібно відзначити, що у державній власності різних країн світу знаходиться приблизно 40–60 % власності країни. В Україні цей показник нині на рівні 35–37 %. Наведені дані свідчать, що існує економічна небезпека від такого підходу, а нова хвиля приватизації в Україні, враховуючи попередні підходи до цієї практики, призведе тільки до переходу політиків вищого ешелону влади та їх сімей до класу олігархії, що за своєю суттю, як показує практика, не є ефективною.

Кланово-олігархічна структура вітчизняної економіки обумовлює певний ступінь її закритості до впливу глобальних чинників і надходження довгострокового іноземного капіталу. **Проявами олігархізації і обмеженого впливу ринкових сил глобалізованої економіки є:**

- багатопрофільність вітчизняних фінансово-промислових груп, що породжує відсталість від аналогічних успішних світових компаній, тому вони можуть функціонувати тільки в умовах монополії або олігополії за підтримки посадовців вищих державних органів влади;

- нездатність конкурувати на міжнародному рівні й створювати інноваційний продукт на експорт;

- неєвропейське відношення до найманого персоналу та імітаційна співпраця з профспілками;

- відсутність сталої стратегії розвитку та соціально-відповідальної поведінки до суспільства та навколишнього середовища;

- задіяні управлінсько-організаційні механізми, що не відповідають сучасним світовим тенденціям щодо корпоративної культури, етики і прав тощо.

Незважаючи на нецивілізовані взаємовідносини з іноземними інвесторами, **однією з найбільш потенційно привабливих сфер вітчизняної економіки за експертною оцінкою іноземних інвесторів є агропромисловий комплекс.** Але реальні вкладення від іноземних інвесторів у цей сектор економіки незначні, їх стримують відсутність поваги до прав іноземних інвесторів в Україні, неадекватна поведінка наших судів порівняно з судочинством у країнах Заходу, брак чіткого законодавства щодо правовідносин при відведенні та оренді земельних ділянок. Крім того, в Україні угоди з сільськогосподарською продукцією на біржовому ринку становлять усього лише трохи більше 1 %, тоді як в США – більше 90 %. Експортери-комерсанти (посередники) українського зерна заробляють від

цих угод до 19 %, а в США від 1,2 % до 1,3 %. Тільки системне реформування існуючих інститутів монополії та «сірих невпорядкованих зон», з чітким проєвропейськи орієнтованим законодавчим забезпеченням і переходом (або з можливістю переходу) на товарні та фондові біржі зможе допомогти сільгоспвиробникам (фермерам) не віддавати, як мінімум, 10 % від ними ж заробленого. При цьому зменшується комісія посередників за рахунок прозорого і справедливого формування ціни на біржовому аграрному ринку, а також через допуск до іноземних інвестицій, що в разі збільшить і розширить логістику поставок у різні країни світу. Державні органи влади не приділяють достатньо уваги тому, що Україна може стати щонайменше регіональним і, можливо, через 15–20 років – одним зі світових лідерів біржової торгівлі аграрною продукцією. При побудові української аграрної біржі відбудеться й розробка і впровадження широкого спектру фінансових інструментів, що дозволяють управляти цінними ризиками боргового та аграрного ринків. При цьому значна кількість зацікавлених гравців буде іноземними інвесторами, що може надати суттєвий ресурс для розвитку фондового ринку України [14].

Наведені факти й тенденції свідчать про обмеженість і недалекоглядність державних органів влади при формуванні політики дерегуляції, залученні інвестицій, створенні прозорих і конкурентних умов для успішної роботи вітчизняних бізнес-структур в Україні. Це спонукає вітчизняні компанії знаходити індивідуальні форми та підходи до пошуку коштів за кордоном для свого розвитку.

Провідними українськими компаніями, що почали використовувати фінансові інструменти за кордоном, є крупні агрохолдинги (МХП, Кернел, Авангард, Астарта-Київ, Овостар-Юніон, Агротон, KSG Agro, Ландком, Мрія), металургійно-добувні та енергетичні промислові групи (Метінвест, ДТЕК, Ferrexpo, Coal Energy), державні корпорації і банки (Укрзалізниця, Укранфта, Ощадбанк, Укресімбанк),

будівельно-девелоперські компанії (DUP&D, XXI Век, KDD Group). Відзначимо, що банки та державні корпорації використовували в основному боргові інструменти фінансового ринку, а агрохолдинги, металургійно-добувні, енергетичні та будівельно-девелоперські компанії (групи) розміщували як облігації, так і акції на фондових біржах Європи (в основному на Варшавській і Лондонській біржі, епізодично – на Канадській і Франкфуртській фондових біржах).

Останній раз такий бум розміщень спостерігався ще до кризи 2008–2009 рр. Так, у 2007 р. IPO (первинна публічна пропозиція – від англ. Initial Public Offering) провело 7 українських компаній (залучено 905 млн дол. США), в 2008 р. – 0, в 2009 р. – 2 (668 млн дол. США), в 2010 р. – 5 (392 млн дол. США), в 2011 р. – 7 (289 млн дол. США), в 2012 р. – 1 (8 млн дол. США), в 2013 р. – 1 (24 млн дол. США), в 2014 р. – 0 [15].

На відміну від залучень через механізм IPO, по борговим інструментам українські емітенти залучають за останні 3–4 роки в рази більші кошти. Так, у 2012 р. приватних українських розміщень євробондів не було: на зовнішні ринки запозичень виходило тільки Міністерство фінансів України. А в 2011-му корпоративні позичальники залучили 2,55 млрд дол. США. Ощадбанк, наприклад, до розміщувався в цінні папери на 700 млн дол. США за ставкою 8,25 %. Лише за кілька місяців 2013 р. українські компанії залучили на зовнішніх ринках майже 4 млрд дол. США: єврооблігації розміщували як квазісуверенні позичальники – Ощадбанк (залучив 500 млн дол. США під 8,875 %), Укрексімбанк (600 млн дол. США під 8,75 %) і ДП «Укрзалізниця» (500 млн дол. США під 9,5 %), так і корпоративні емітенти – аграрні корпорації «Миронівський хлібопродукт» (МХП; 750 млн дол. США під 8,25 %), «Мрія» (400 млн дол. США під 9,75 %), Ukrlandfarming (425 млн дол. США під 10,875 %), енергетична компанія ДТЕК (750 млн дол. США під 7,875 %),

а також ПриватБанк (175 млн дол. США під 10,875 %). Також 2,5 млрд дол. США отримало Міністерство фінансів України. Проведені розміщення за своїм строком залучення коштів становлять від 5 до 10 років, а вартість ресурсів – від 8,25 % до 10,875 % річних.

Відзначимо, що вартість залучення коштів українськими емітентами є однією з найвищих серед інших ринків, що розвиваються. Одночасно з Україною на ринок єврооблігацій виходили Індонезія, Коста-Ріка, Парагвай, Сербія, Гватемала, Хорватія, Словенія, Домініканська Республіка, Руанда і Гондурас. Купонні ставки для них складаються на рівні приблизно 4–8 %. Так, десятирічний борг Шрі-Ланки розміщувався зі ставкою близько 5 %, що майже вдвічі менше, ніж залучала Україна в той момент. Дешевше, ніж українські емітенти, знаходили кошти на зовнішніх майданчиках і російські позичальники: вартість ресурсів для них становила 3,5–7 % річних. Наприклад, «Газпром» у березні 2013 р. розмістив 7-річні єврооблігації обсягом 1 млрд євро і 12-річні бонди об'ємом 500 млн євро з доходністю 3,389 % і 4,364 % відповідно [16].

Наведені факти свідчать про більші системні ризики в економіці України порівняно з іншими країнами, а також про можливу корупційну складову (коли розміщення емітентів із часткою державної власності проводились з урахуванням відсотка для чиновників, які контролювали цей процес). При цьому наведені порівняння, тенденції і факти не стосуються складного 2014-го, а зосереджені на 2010–2013 рр., коли не було конфлікту з РФ і значних макроекономічних та інфляційних ризиків. У зв'язку з цим відзначимо, що існуюча система залучень емітентами коштів не є для України повністю ефективною та стимулюючою до розвитку. Навіть навпаки: якщо вітчизняний фінансовий сектор переплачує за світовий капітал в 2–3 рази щодо інших країн, то Україна як держава втрачає конкурентоспроможність. Бюджет має враховувати суттєві витрати на обслуговування бор-

гів і відсотків по ним, а вітчизняні емітенти спрямовують більшу частку своїх доходів не на власний розвиток, а на погашення кредитів.

Місткість фондової біржі значною мірою залежить від обсягів фінансових ресурсів, що пропонуються на ринку, з одного боку, та наявності емітентів – з іншого. За розрахунками НБУ в Україні у обігу знаходиться приблизно 92 млрд дол. США, що майже у 10 разів перевищує золотовалютний запас України станом на 1 півріччя 2015 р. Крім того, за оцінкою різних експертів на офшорних рахунках вітчизняних бізнес-структур за кордоном знаходиться 15–45 млрд дол. США. Це всі ті кошти, що потенційно могли б стати джерелом фінансових ресурсів на вітчизняному ринку цінних паперів, але існуючі ризики інвестування в Україні тримають їх у тіньовому секторі або в готівковій формі, як резерв на майбутнє. Фактичні обсяги торгів двох провідних фондових бірж України (УБ, ПФТС) по кожній біржі окремо останні 4–5 років становлять приблизно від 5 до 70 млн грн у день, що є аномально низьким показником. Щоденні торги на Варшавській фондовій біржі становлять 200–250 млн дол. США, на Московській біржі – 300–500 млн дол. США, на Нью-Йоркській фондовій біржі (NYSE) – 200–250 млрд дол. США. Ризикованість інвестування у вітчизняні цінні папери обумовлена відсутністю сприятливого законодавства, недовістю інституту маркет-мейкерів. Також емітенти системно не виплачують дивіденди, є численні порушення при проведенні загальних зборів акціонерів щодо міноритарних акціонерів, емітенти не виконують зобов'язань по корпоративним і муніципальним облігаціям тощо.

Водночас конкурентних переваг для емітентів від фондового ринку України щодо пошуку більш ліквідних і дешевших коштів також не має: банківський сектор пропонує кошти майже на тих самих умовах, при цьому не потрібна забюрократизована і довготермінова процедура виходу на фондовий ринок;

іноземні фондові майданчики пропонують в рази більші суми коштів і менші відсотки на залучений капітал, ніж вітчизняні інвестиційні компанії та українська банківська система, за лояльніших і стабільніших умов співпраці. Тому місткість вітчизняного фондового ринку суттєво обмежена, подолання цієї проблеми має бути структурним, інституціональним, системним і комплексним реформуванням, що зачіпає макроекономічну систему, бізнес-середовище, соціальні параметри і стандарти та приводить до зміни інвестиційного менталітету українців. Відзначимо, що потенціал і ресурси в нас є.

Співвідношення активів банківських і небанківських фінансових установ в Україні складається на користь банківської системи (приблизно 90–93 % до 7–10 %). Так, активи банківської системи становили (млрд грн): станом на 01.01.2008 р. – 599,4 млрд грн до 45,2 млрд грн небанківських фінансових установ; на 01.01.2009 р. – 926,1 до 61,7; на 01.01.2010 р. – 880,3 до 62,8; на 01.01.2011 р. – 599,4 до 69,9; на 01.01.2012 р. – 1054,3 до 79,9; на 01.01.2013 р. – 1127,2 до 100,8; на 01.01.2014 р. – 1278,1 до 124,2; на 01.01.2015 р. – 1316,9 до 131 [7].

Відзначимо кореляційну залежність між показниками щоквартального приросту кредитного портфеля банків України резидентам і надходженням іноземного позичкового капіталу в формі кредитів і боргових цінних паперів (коефіцієнт парної кореляції становить 0,52). Між показниками щоквартального приросту активів фінансових корпорацій і надходженням іноземного позичкового капіталу в формі кредитів і боргових цінних паперів простежується також певна залежність (коефіцієнт парної кореляції становить 0,50) – див. табл. Це свідчить, що фінансово-інвестиційна сфера України вже інтегрована до світового ринку капіталів, а припливи-відпливи іноземного капіталу істотно впливають на розміри ринку фінансових послуг в Україні.

Для усунення системного відставання економіки України щодо світової необхідні структурні та інституціональні зміни, чітко розроблений і ефективно впроваджуваний комплекс соціально-економічних реформ щодо: стабілізації і розвитку економіки

України; забезпечення поваги до іноземних і вітчизняних інвесторів та їх прав власності в Україні; якісної зміни судової та правоохоронної діяльності; забезпечення прозорості у земельних відносинах; деолігархізації; демонополізації; децентралізації.

Показники для оцінки кореляційних залежностей, % до ВВП

Період часу	Приріст кредитів банків України	Іноземні боргові ЦП і довгостр. кредити корпораціям і банкам	Приріст активів фінансових корпорацій України	Іноземн. боргові ЦП і всі кредити, видані корпораціям і банкам
06q2	17,82	4,19		
06q3	23,11	10,62		
06q4	26,12	14,77		
07q1	18,93	11,32		
07q2	26,96	9,15	39,29	14,31
07q3	30,43	14,84	40,51	18,19
07q4	33,14	16,94	50,15	18,41
08q1	27,87	8,18	25,05	7,80
08q2	17,76	8,95	26,13	11,07
08q3	21,47	11,81	27,28	14,25
08q4	70,92	2,76	79,15	-0,92
09q1	-7,44	2,16	-15,90	-4,36
09q2	-0,31	-8,54	4,80	-7,91
09q3	5,92	-4,74	19,30	-4,15
09q4	-2,70	-0,75	6,27	-9,40
10q1	-8,45	-5,55	-1,91	-2,25
10q2	0,18	0,31	8,40	-1,76
10q3	9,64	0,94	17,33	0,96
10q4	1,55	6,08	8,97	5,20
11q1	6,76	-1,54	21,71	-2,61
11q2	7,26	-1,23	10,73	-2,98
11q3	8,96	-1,25	4,40	1,19
11q4	0,06	1,62	6,05	7,41
12q1	-0,78	-0,05	6,37	1,07
12q2	0,91	1,67	5,32	1,38
12 q3	2,37	6,20	3,30	2,53
12 q4	1,33	3,49	1,26	1,53
13q1	3,23	1,81	5,42	-0,36
13q2	3,12	-1,71	12,83	-3,46
13q3	7,36	1,74	10,23	1,27
13q4	12,78	0,47	11,08	2,02
14q1	24,48	-1,72	13,89	1,42
14q2	-5,26	-1,70	-2,90	-1,74
14q3	2,64	-4,38	5,47	-3,23
14q4	7,36	-13,67	10,85	-8,28

Джерело: розраховано автором за даними НБУ і Державної служби статистики України.

При такому підході вітчизняна економіка поступово набуде рис, властивих європейським країнам, що посприє формуванню конкурентоспроможного фондового ринку в Україні. Але нині вплив глобального фінансового ринку несе суттєві ризики, неконтрольовану залежність від світових процесів і системне відставання в конкурентоспроможності щодо інших країн світу.

Висновки

Проведений аналіз показав, що в Україні не сформовано конкурентоспроможний і ліквідний фондовий ринок. Як показує статистика й досвід, це обумовлено слабкою вітчизняною економікою, недієздатністю і безвідповідальністю інститутів влади, нерозвиненістю приватних структур і тіньовою економікою. При цьому вітчизняна фінансово-інвестиційна сфера інтегрована у світові потоки капіталів і чуттєва до їх впливу. Грошово-кредитна політика Федеральної резервної системи США істотно впливає на стан фінансово-інвестиційних ринків світу, зокрема на фондовий ринок України. Підвищення відсоткових ставок Федеральною резервною системою США провокує в країнах, які розвиваються,

і країнах з ринком, який формується, масовий відтік капіталу і розпродаж активів.

Значний внесок у формування конкурентоспроможного фондового ринку здатна зробити накопичувальна пенсійна система, яка має впроваджуватися на засадах успішно діючих пенсійних систем розвинутих країн світу (з врахуванням валютних, державних, галузевих ризиків, а також із диференціацією інвестицій у найкращі боргові та пайові інструменти). При цьому функції управління активами доцільно передавати світовим лідерам у сфері управління міжнародними фінансовими активами. Незначний вплив на обсяги прямих іноземних інвестицій в Україні мають глобальні фактори (які є суттєво нижчими порівняно з такими у державах Східної Європи), що зумовлено надзвичайно високим рівнем ризиків у країні: поширенням тіньових схем ведення бізнесу, системної корупції у вищих ешелонах влади, низькою ефективністю правоохоронної та судової гілок влади, неопрацьованістю стратегії і тактики соціально-економічних реформ, відсутністю сталих «правил гри» для іноземних інвесторів.

SYSTEMIC RISKS OF FORMATION OF COMPETITIVE UKRAINIAN STOCK MARKET

Redziuk E.V., *PhD in Economic Sciences, senior research assistant*

Institute for Economics and Forecasting Ukrainian National Academy of Science, 26, Panasa Myrnoho Str., Kyiv, 01011, Ukraine; redzyuk@gmail.com

The author analyzes the most influential systemic risks that affect the formation of a competitive stock market of Ukraine. Revealed a significant contribution to the formation of a competitive stock market accumulative pension system, and the need for a transparent, anti-oligarchic system of the privatization. The social and economic reform in Ukraine to improve the investment climate.

Keywords: *systemic risks, stock market, pension system, privatization.*

СИСТЕМНЫЕ РИСКИ ФОРМИРОВАНИЯ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОГО ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ

Редзюк Евгений Васильевич, *канд. экон. наук., с.н.с.*

ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины», ул. Панаса Мирного, 26, г. Киев, Украина; redzyuk@gmail.com

Автором проанализированы наиболее значительные системные риски, которые влияют на формирование конкурентоспособного фондового рынка Украины. Выявлены значительный вклад в формирование конкурентоспособного фондового рынка накопительной пенсионной системы, а также необходимость проведения

Ключевые слова: системные риски, фондовый рынок, пенсионная система, приватизация.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. International monetary fund: Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности / Аналитическое резюме: Макроэкономические потрясения создают новые трудности для мировых рынков / Апрель 2015 года / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/gfsr/2015/01/pdf/execsumr.pdf>
2. Калач Г.М. Вплив фінансової глобалізації на фондовий ринок України / Г.М. Калач // Фінанси України. – 2009. – № 1. – С. 115–121.
3. Сьомченко О.А. Фондовий ринок України в умовах глобалізації / О.А. Сьомченко, О.А. Поліщук : Збірник наукових праць Вінницького торговельно-економічного інституту КНТЕУ // Серія: Економічні науки. – 2012. – № 4 (70). – С. 125–138.
4. Інтерв'ю Bloomberg портфельного керуючого компанії «BlackRock» Амера Бісата / Агентство Bloomberg [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bloomberg.com/>
5. Лавренчук В. Как возвращать просроченные кредиты в новой украинской парадигме / интернет-видання Forbes-Україна [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forbes.ua/ua/opinions/1393428-yaq-povertati-prostrocheni-kreditu-v-novij-ukrayinskij-paradigmi>
6. Офіційний сайт Державної служби статистики / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
7. Офіційний сайт Національного банку України / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>
8. Информационное сообщение Кабинета Министров Украины / Киев / 29 апреля 2015 / Интерфакс-Украина [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://interfax.com.ua/>
9. Мельничук В. Пенсійна реформа: спроба № 3 / інтернет-видання «Тиждень.уа» / рубрика: Економіка / 21 травня 2015 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://tyzhden.ua/Economics/136867>
10. Объем ПИ в економіку України у 2014 р. склав 2,45 млрд дол. / интернет-ресурс «РБК-Україна» / [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rbcua.com/ukr/news/obem-pii-v-ekonomiku-ukrainy-v-2014-g-sostavil-2-45-mlrd-doll--17022015153000>
11. Інтерв'ю Першого заступителя министра экономического развития и торговли Украины Александра Боровика: «Сначала необходимо создать инвестиционный климат, а только потом звать инвесторов на конференции» / интернет-ресурс «delo.ua» / Новости экономики / 13 мая 2015, 12:51 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://delo.ua/ukraine/cnachala-neobhodimo-sozdat-investicionnyj-klimat-a-tolko-potom-296449/?supdated_new=1431529969
12. Джованни Сальветти Приватизация в Украине – это продажа квартиры в горящем доме / Управляющий директор Rothschild в странах СНГ о настроении иностранных инвесторов, процессе приватизации и стоимости украинских активов // FORBES Україна / № 5, май 2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://forbes.ua/magazine/forbes/1392987-upravlyayushchij-direktor-rothschild-v-stranah-sng-privatizaciya-v-ukraine-eto-prodazha-kvartiry-v-gorya?utm_medium=newsnet&utm_source=korrespondent.net&utm_campaign=inf421
13. Абромавичус А. Украине пора избавиться от госкомпаний // журнал «Новое время» / рубрика: Мнения / Статьи [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://nv.ua/opinion/abromavichus/ukraine-pora-izbavitsja-ot-goskompanij-79021.html>
14. Гончаров А. Украина могла бы накормить весь мир, именно, что могла бы... // Газета по-українськи [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gazeta.ua/blog/48512/ukraina-mogla-by-nakormit-ves-mir-imenno-cho-mogla-by>
15. Обзор IPO украинских компаний с 2005 г. по август 2013 г. / Еврооблигации украинских эмитентов за 12 месяцев, окончившихся в августе 2013 г. / Звіт незалежної аудиторської компанії «PricewaterhouseCoopers» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.pwc.com/en_UA/ua/services/capital-markets/assets/an_overview_of_ukranian_ipos_rus.pdf.pdf; Фондовый рынок: IPO календар / Arricano Group [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.fixygen.ua/news/tag/Arricano+Group/>
16. Офіційний сайт фінансово-інвестиційної компанії «Concorde capital» / Пресс-центр / Комментарии экспертов: Коммерсантъ (Украина): Выход есть / 6 июня 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://concorde.ua/ru/about/press-center/press-about-us/11074/>