

*Калашник І.О.,
аспірант кафедри «Фінансові ринки»,
Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана*

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ПІДХОДИ ДО ЗНИЖЕННЯ РИЗИКІВ ТОРГОВЦІВ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ В УКРАЇНІ

Анотація. Стаття присвячена обґрунтуванню концептуальних підходів до зниження ризиків в діяльності торговців цінними паперами в Україні. Акцентовано увагу на ризик-факторах зовнішнього середовища учасників вітчизняного фінансового ринку. Визначено заходи, імплементація яких може суттєво вплинути на функціонування торговців цінними паперами в частині ризик-менеджменту. Обґрунтовано заходи, спрямовані на оптимізацію регуляторного забезпечення вітчизняного фондового ринку на сучасному етапі.

Ключові слова: фінансова інфраструктура, фондовий ринок, державне регулювання фондового ринку, торговці цінними паперами, ризик.

Постановка проблеми. Інституційний зріз сучасної фінансової інфраструктури представлений множиною різноманітних фінансових посередників, кожен з яких виконує ті чи інші функції. Тіснота взаємозв'язку між суб'єктами фінансової інфраструктури виражається у кореляції динаміки розвитку між різними сегментами фінансового ринку. Показовою є ситуація, в якій, наприклад, фрагментарність біржового сегменту фондового ринку України деструктивно впливає на діяльність усіх без визначення суб'єктів ринку. Повною мірою це стосується і торговців цінними паперами: усі без винятку деформації фондового ринку відображені в динаміці, що їм притаманна. Проблеми ж у функціонуванні торговців цінними паперами є негативним фактором для інших учасників фондового ринку.

Значною мірою процеси, що притаманні на сучасному етапі торговцям цінними паперами в Україні, визначені недостатньо ефективним ризик-менеджментом. Таким чином, виникає потреба актуалізації концептуальних підходів до оптимізації управління ризиками торговців цінними паперами в Україні.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми функціонування вітчизняного фондового ринку загалом та торговців цінними паперами зокрема відображені в працях С. Безвух, С. Коротких, Т. Мовчанюк, С. Москвіна, Н. Нагайчук, М. Солодкого, О. Сохаської, О. Пантюк, А. Щербини та інших авторів.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми. Проте питання ризик-менеджменту торговців цінними паперами в них розглянуто лише дотичним чином, що робить актуальними подальші дослідження цього напрямку.

Мета статті полягає в обґрунтуванні заходів, спрямованих на покращення бізнес-середовища діяльності торговців цінними паперами та зниження ризику їх операцій.

Виклад основного матеріалу дослідження. Період 2014–2017 рр. став часом кардинальних змін у суб'єктній структурі вітчизняного фінансового ринку. Найбільш явним виразом таких структурних змін стало суттєве скорочення кількості фінансових установ на ринку. На наш погляд, можна виділити кілька причин таких явищ: по-перше, частина суб'єктів скептично оцінює перспективи вітчизняного фінансового ринку,

відповідно, змінила своє стратегічне бачення щодо необхідності функціонування на ньому; по-друге, не треба виключати вплив більш жорсткого підходу з боку Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку до діяльності професійних учасників ринку; по-третє, певна кількість суб'єктів не змогла функціонувати в таких умовах.

Загалом названі тенденції характерні для всіх без винятку сегментів фінансової інфраструктури. Аналіз показує, що на рівні всіх без винятку органів державного регулювання фінансового ринку така ситуація характеризується як його «очищення» від недостатньо ефективних фінансових установ [1]. Проте, на наш погляд, навряд чи настільки різкому скороченню можна дати лише позитивні оцінки. Наприклад, розглянемо показники, що стосуються торговців цінними паперами (рис. 1).

Настільки радикальне зниження кількості торговців цінними паперами в Україні (з 815 у 2008 р. до 302 у 2016 р.) об'єктивно визначає необхідність аналізу в контексті впливу та зв'язку з іншими процесами, що відбуваються в економіці загалом та на фондовому ринку зокрема. На нашу думку, в цьому контексті доцільним є кореляційний аналіз кількості торговців цінними паперами з такими показниками: динаміка валового внутрішнього продукту; обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів; обсяг торгів на ринку цінних паперів; обсяг торгів цінними паперами на позабіржовому ринку; кількість цінних паперів, які допущені до торгів на фондових біржах. Результати розрахунку наведені на рис. 2.

Отримані дані щодо розрахунку кореляційного зв'язку дають можливість дійти парадоксального висновку: з усіма визначеними показниками кількість торговців цінними паперами демонструє від'ємну кореляцію. Тобто фактично під час покращення макроекономічної динаміки та динаміки показників розвитку фондового ринку номінальна кількість торговців цінними паперами знижується. При цьому найбільшу від'ємну кореляцію демонструє пара «кількість торговців цінними паперами – ВВП» (на рівні $-0,95$); найменшу – «кількість торговців ЦП – кількість ЦП, що допущені на торгах на біржах». Навряд чи такий «розрив» між кількістю торговців цінними паперами та іншими показниками розвитку фондового ринку свідчить про наявність позитивних тенденцій. Він, скоріше, характеризує негативно вітчизняний фондовий ринок загалом та діяльність торговців цінними паперами зокрема.

Водночас отримані результати кореляційного зв'язку дають можливість припустити, що чи не найбільш суттєвим фактором, який впливає на показник кількості торговців цінними паперами є дії НКЦПФР, спрямовані на посилення вимог до учасників фондового ринку. Зокрема, саме в цьому контексті слід розглядати анулювання ліцензій на здійснення окремих видів професійної діяльності (рис. 3).

Оцінюючи наведені дані, слід розуміти, що жорстка позиція НКЦПФР в питанні ліцензування діяльності торговців цін-

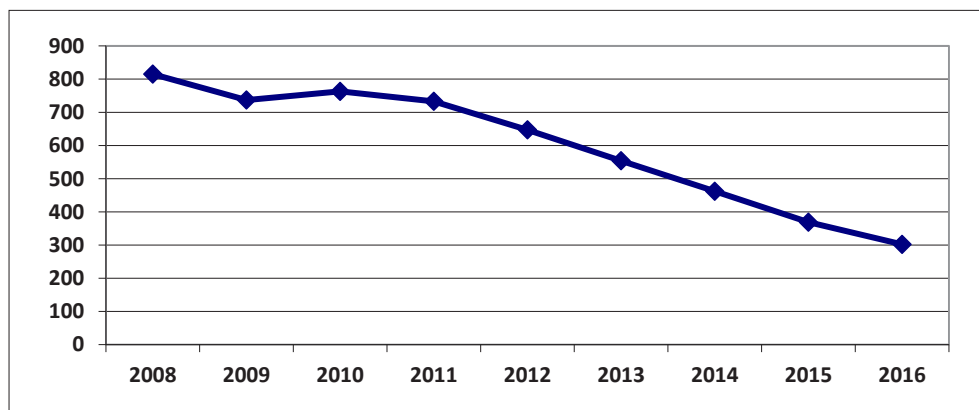


Рис. 1. Динаміка кількості торговців цінними паперами в Україні у 2008–2016 рр., од.

Джерело: складено автором за джерелом [1]

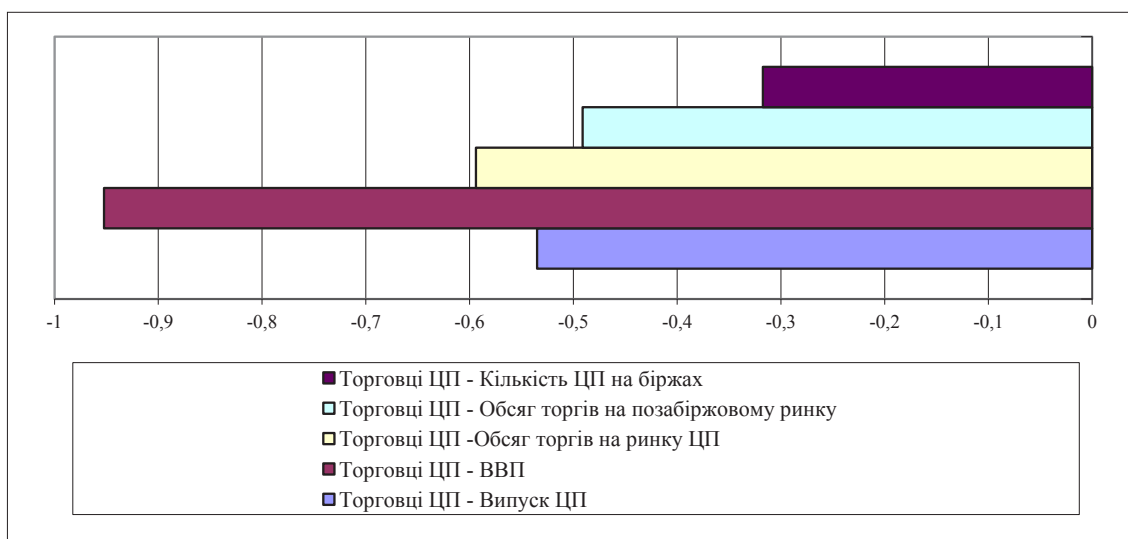


Рис. 2. Рівень кореляційного зв'язку кількості торговців цінними паперами з окремими показниками розвитку фондового ринку та рівнем ВВП

Джерело: розрахунки автора

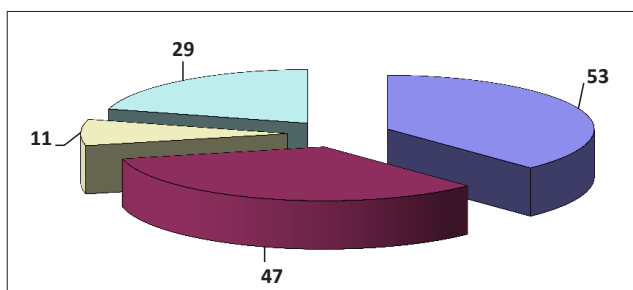


Рис. 3. Анулювання ліцензій в розрізі окремих видів професійної діяльності торговців цінним паперами у 2016 р., од.

Джерело: розраховано автором за джерелом [1]

ним паперами досить часто має поживне підґрунтя у вигляді вибраних бізнес-стратегій цих учасників фондового ринку. На нашу думку, найбільш вагомими за своїм деструктивним впливом є такі фактори.

1) Численні випадки маніпулювання на фондовому ринку. У звітних документах НКЦПФР [1] наводиться така статис-

тика щодо розгляду у 2016 р. 84 справ щодо цінового маніпулювання: за 54 справами умисні дії були доведеними, а також застосовано санкції в розмірі 5,44 млн. грн.; 8 торговців цінними паперами було позбавлено ліцензій; 5 справ закрито у зв'язку з відсутністю складу правопорушення; 21 справу закрито у зв'язку з припиненням діяльності торговця цінним паперами, що підозрювався у ціновому маніпулюванні. На наш погляд, наведені дані є лише верхівкою айсберга, а ситуація з ціновими маніпулюваннями перетворилася на об'єктивні реалії українського ринку цінних паперів.

2) Функціонування частини торговців цінними паперами виключно в рамках окремих фінансово-промислових груп, бізнес-проектів, різноманітних схем «оптимізації» фінансових потоків, ухилення від податків тощо. На основі наявних офіційних даних складно оцінити частку «кептивних» торговців цінним паперами в Україні, проте їх вплив на деструктивні тенденції на ринку є визначальним. Саме щодо цього виникають підстави для тверджень з боку можновладців про те, що різке скорочення кількості торговців цінними паперами є «очищенням» ринку.

Водночас не треба виключати і того факту, що загальні умови ведення господарської діяльності, інституційна недосконалість

фондового ринку акумулюють суттєві ризики для торговців цінними паперами. Не всі професійні учасники фондового ринку здатні реалізувати ефективну стратегію управління ризиками, що визначає їх фінансовий стан, можливість застосування різноманітних санкцій з боку регулятора, нарешті, «вихід» з ринку.

Дослідження процесів, що відбуваються в сегменті торговців цінними паперами в Україні, вимагає детального аналізу регуляторних підходів, що використовуються НКЦПФР для вирішення наявних проблем. Насамперед йдеться про реформування нормативно-правової бази з питань пруденційного нагляду у 2015–2016 рр. На нашу думку, прийняття цього законодавства [2; 3] є вагомим кроком на шляху до підвищення ефективності вітчизняного фондового ринку. Окрім того, розробка та впровадження цих нормативно-правових актів наблизило пруденційне регулювання до вимог європейського законодавства.

Втім, перші кроки щодо його імплементації на прагматичному рівні засвідчили існування цілої низки проблем з багатьма фінансовими установами. Зокрема, аналіз даних 2016 р. показав таке: по-перше, найбільш критичною є ситуація на ринку управління активами інституційних інвесторів (більше 20% компаній з управління активами мали відхилення від встановлених значень пруденційних нормативів); по-друге, частка депозитарних установ та торговців цінними паперами, які мали відхилення, коливалася в межах 5–10%; по-третє, в секторі КУА та торговців цінними паперами протягом року вдалося значно покращити ситуацію з дотриманням пруденційних нормативів.

Щодо торговців цінними паперами, то в розрізі окремих нормативів ситуація виглядає таким чином (рис. 4).

З даних рис. 4 видно, що для українських торговців цінними паперами найбільш складним було досягнення пруденційних вимог за показником абсолютної ліквідності, майже ідентичною (в межах 2,0%) є питома вага торговців цінними паперами, які порушили нормативні значення показника адекватності та регулятивного капіталу.

Цікавою та показовою є ситуація з найбільш значимими факторами, які негативно впливали на показник регулятивного капіталу торговців цінними паперами в Україні. До них можна віднести:

- наявність довгострокової та короткострокової дебіторської заборгованості (зокрема, пролонгованої та простроченої) (сумарна частка становить близько 37%);

- існування непокритих збитків минулих періодів та поточного періоду (16%);
- фінансові інвестиції у статутний капітал та фінансові установи (17%);
- балансова вартість цінних паперів, що не перебувають біржовому списку принаймні однієї із фондових бірж (27%).

Існування зазначених проблем цілком вписується у канву розвитку українського ринку цінних паперів. Перш за все слід звернути увагу на той факт, що значна частина проблем торговців цінними паперами обумовлена присутністю на фрагментарному вітчизняному ринку значної кількості цінних паперів, які сміливо можна віднести до «сміттєвих». Прострочена та пролонгована дебіторська заборгованість – ознака системної економічної кризи, що охопила вітчизняну економіку та різко знизила платіжну дисципліну контрагентів.

Висновки. На наш погляд, концептуальні заходи, за допомогою яких можна суттєво вплинути на ситуацію, виглядають таким чином.

1) *Розвиток біржового сегменту* ринку цінних паперів та концентрація торгівлі на ньому. Пошук шляхів вирішення наболілого для України питання триває десятиліттями, адже жодні спроби адміністративним шляхом розвинути торгівлю фінансовими інструментами на біржовому ринку мали лише короткостроковий ефект. Як наслідок, жодна українська біржа так і не стала справді популярним та дієвим механізмом залучення капіталу, а мінімальні обсяги торгів на окремих з них наводять на сумні думки щодо «штучного» характеру їх функціонування. Якщо не дають бажаного результату адміністративні заходи, то якими повинні бути дії держави? На нашу думку, розраховувати на концентрацію торгів на біржовому сегменті можна лише тоді, коли будуть створені інституційні механізми, які зацікавлять перш за все емітентів, а з ними й інших фінансових посередників до роботи на біржі. Але першоосновою при цьому буде саме активність емітентів фінансових інструментів.

2) *Збереження жорсткого підходу до маніпулювання на ринку.* Очевидно, що санкції за умисне цінове маніпулювання, як і сама робота в цьому напрямі, подобається не всім учасникам ринку. «Кептивні» торговці цінними паперами обслуговують інтереси крупних фінансово-промислових груп, саме тому можна прогнозувати, що спротив таким діям НКЦПФР буде посилюватися. Відповідно, доцільно досягти розумного

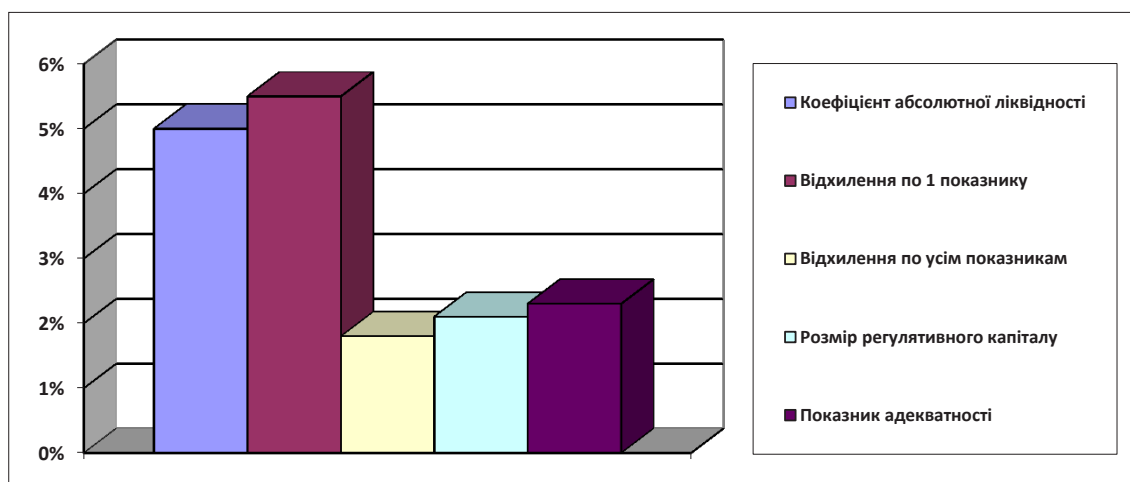


Рис. 4. Питома вага торговців цінними паперами, що мали у 2016 р. відхилення від пруденційних нормативів в розрізі окремих вимог, %

Джерело: складено автором за джерелом [1]

компромісу між інтересами ринку та інтересами держави в питанні адміністративного впливу на тих учасників ринку, що умисно маніпулюють цінами. На наш погляд, цього можна досягти виключно за умови, якщо боротьба з маніпулятивними угодами матиме наскрізний характер та стосуватиметься всіх без винятку учасників фондового ринку.

3) *Формування цілісного нормативно-правового забезпечення* щодо систем ризик-менеджменту торговців цінними паперами. Як вже згадувалося, період 2015–2016 рр. став часом докорінних змін в регулюванні управління ризиками для професійних учасників фондового ринку. Проте, на нашу думку, в частині вимог до систем ризик-менеджменту існує потреба в розробці спеціального положення, яке б стосувалося виключно торговців цінними паперами. Такий підхід дасть можливість повною мірою врахувати ризики, що виникають в процесі торгівлі цінними паперами.

4) *Цілеспрямована боротьба з «кептивними», «схемними» професійними учасниками фондового ринку.* На наш погляд, така діяльність повинна бути узгоджена в рамках загальної стратегії «детінізації» та «деоофшоризації» української економіки.

Література:

1. Річні звіти НКЦПФР // Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>.
2. Положення щодо пруденційних нормативів професійної діяльності на фондовому ринку та вимог до системи управління ризиками : Рішення НКЦПФР від 1 жовтня 2015 р. № 1597.
3. Положення про нагляд за дотриманням пруденційних нормативів професійними учасниками фондового ринку : Рішення НКЦПФР від 1 грудня 2015 р. № 2021.

Калашник И.А. Концептуальные подходы к снижению рисков торговцев ценными бумагами в Украине

Аннотация. Статья посвящена обоснованию концептуальных подходов к снижению рисков в деятельности торговцев ценными бумагами в Украине. Акцентируется внимание на риск-факторах внешней среды участников отечественного финансового рынка. Определены мероприятия, имплементация которых может существенно повлиять на функционирование торговцев ценными бумагами в части риск-менеджмента. Обоснованы меры, направленные на оптимизацию регуляторного обеспечения фондового рынка на современном этапе.

Ключевые слова: финансовая инфраструктура, фондовый рынок, государственное регулирование фондового рынка, торговцы ценными бумагами, риск.

Kalashnyk I.A. Conceptual approaches to reducing of risks of securities trades in Ukraine

Summary. The article is devoted to the justifying of conceptual approaches to reducing of risks in the activity of securities traders in Ukraine. The focus is made on the risk factors of the external environment of the domestic financial market participants. The measures, implementation of which can significantly effect on the functioning of securities traders in the part of risk management, are determined. The measures aimed at optimizing of regulatory providing of the domestic stock market at the present stage are justified.

Keywords: financial infrastructure, stock market, state regulation of the stock market, securities traders, risk.