

АНАЛИЗ ОСОБЕННОСТЕЙ И ПРОГНОЗ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА НА ПЕРИОД с 2007 по 2011 г.

Фондовый рынок и, прежде всего, организованный рынок ценных бумаг, средоточием которого выступает фондовая биржа, является одним из основных звеньев и важнейшим механизмом, обеспечивающим функционирование рыночной экономики. Ключевая роль организованного рынка ценных бумаг, которую он призван выполнять в переходной экономике Украины, участвуя в процессах мобилизации инвестиционных ресурсов для развития предприятий, была предметом исследований многих отечественных ученых.¹

Между тем, несмотря на то, что сегодня в Украине зарегистрировано 7 фондовых бирж и 2 внебиржевые торгово-информационные системы (ТИС), роль организованного рынка в экономике страны остается пока еще незначительной, о чем свидетельствует, в частности, получающий все большее распространение выход украинских

эмитентов ценных бумаг на зарубежные финансовые рынки.²

Одна из основных причин этого явления заключается в недостаточной развитости отечественного фондового рынка и его организованного сегмента, серьезные недостатки которого подвергались анализу в многочисленных публикациях.³ Особенно негативное влияние на состояние организованного рынка ценных бумаг оказывает беспрецедентное в мировой практике доминирование над ним непрозрачного для инвесторов неорганизованного фондового рынка, торговый оборот которого более чем в 10 раз превышает объемы сделок на организованном рынке. При этом оба эти сегмента фондового рынка в значительной мере обслуживают различные теневые финансовые схемы бизнеса.⁴

¹ См.: Богачев С.В. Фондовые методы развития промышленных корпораций: Вопросы теории и практики: Монография / НАН Украины. Ин-т экономики пром-сти. – Донецк, 2002. – 294 с.; Сухоруков А.И., Собкевич О.В. Роль фондового рынка у забезпеченні економічної безпеки України // Стратегічна панорама. – 2006. – № 1. – С. 88-95; Корнійчук О. Формування конкурентоспроможної моделі розвитку фондового ринку України з урахуванням Європейського досвіду // Ринок цінних паперів

² См.: Шкарпова О. 38 емітентів // Фондовий ринок. – 2006. – № 43. – С. 6-10.

³ См.: Радзіловська С. Фондовий ринок України – країни з ринковою економікою: перешкоди для емітентів та інвесторів: Зб. наук. пр. Національної академії державного управління при Президентові України / За заг. ред. В.Г. Лугового, В.М. Князєва. – К.: Вид-во НАДУ, 2006. – Вип. 1. – С. 158-164; Долішній М. Проблеми розвитку ринку цінних паперів в Україні // Регіональна економіка.-2006. – №4. – С. 180-185; Міньков В.І. Деякі особливості розвитку фондового ринку України // Фінанси України. – 2005. – № 12. – С.104-114, и др.

⁴ См.: Рубан А. ГКЦБФР присматривається к сьомому // Фондовий ринок. – 2005. – № 25

Все возрастающие потребности экономики Украины в финансовых ресурсах для своего развития придают особую актуальность вопросу: смогут ли произойти в ближайшие годы наряду с количественными качественными изменения на фондовом рынке, прежде всего на его организованном сегменте. Ответ на этот вопрос может дать долгосрочный прогноз развития фондового рынка, учитывающий не только особенности и динамику его показателей за прошедший период, но и возможные их изменения в последующие годы, которые могут произойти под влиянием целого ряда как «внутренних» по отношению к фондовому рынку, так и внешних институциональных факторов. Следует отметить, что в отечественной литературе, в том числе и в указанных выше публикациях, динамические ряды показателей фондового рынка Украины, их связи с макроэкономическими показателями практически не исследовались.

Анализ показал, что воздействие внутренних и внешних факторов на фондовый рынок будет иметь неодновременный и зачастую противоречивый характер. В совокупности их воздействие наиболее полно может проявиться на протяжении предстоящих 5 лет, вплоть до 2012 г. Для обеспечения наибольшей достоверности прогноза его исходная база должна охватывать достаточно большой период времени, наиболее важным из которого является период, начиная с 2000 г., который характеризуется как завершающий трансформационные преобразования в украинской экономике. Именно в этот, последний, период сложились основные особенности, характерные для отечественного фондового рынка.

С точки зрения перспектив интенсификации процессов инвестирования экономики Украины особенно важное значение имеет прогноз развития организованного рынка ценных бумаг, прежде всего, рынка акций и связанного с ним рынка первоначальных публичных предложений акций (IPO) на отечественных фондовых биржах, а также срочного рынка.

Учитывая сложность долгосрочного прогнозирования развития фондового рынка, тем более крайне неустойчивого, каким является украинский организованный рынок ценных бумаг, отсутствие надежных методик такого прогноза в данной работе, наряду с методом регрессионного анализа, принят экспертный метод, опирающийся на оптимистический и пессимистический варианты оценки изменений рассматриваемых показателей.

1. Особенности развития фондового рынка Украины в 2000-2006 гг.

Анализ динамики показателей фондового рынка

Фондовый рынок Украины начал формироваться еще в 1992-1993 гг. Однако официальные сведения о нем, в том числе его показатели, стали публиковаться после создания Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку (ГКЦБФР), начиная с 1996 г. Важнейшим из показателей, характеризующих развитие фондового рынка и его сегментов, является объем сделок с ценными бумагами. Динамика этого показателя для фондового рынка в целом и его основных сегментов в национальной денежной единице (гривне) и в долларовом эквиваленте представлена на рис. 1 и 2. Последний измеритель использован в целях сопоставимости с

показателями зарубежных фондовых рынков и в какой-то мере – для учета инфляционных процессов в экономике Украины, поскольку, в отличие от

макроэкономических, объемные показатели фондового рынка приводятся только в фактических (действующих) ценах.

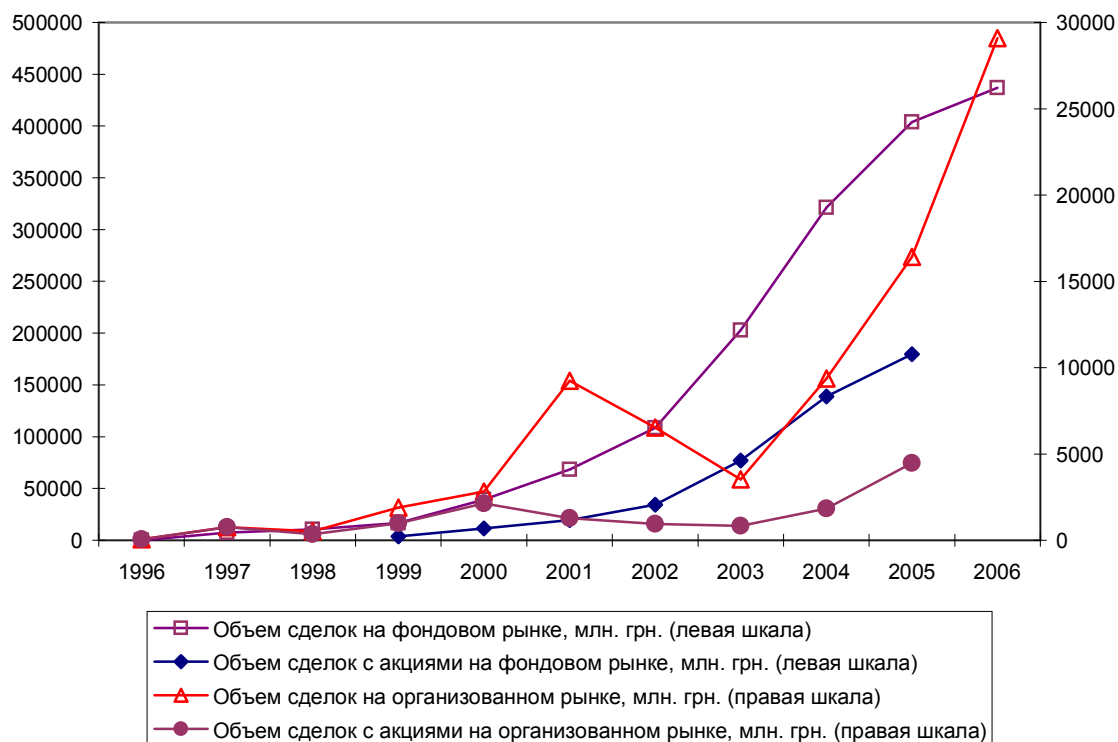


Рис. 1. Динамика показателей фондового рынка и его сегментов в период с 1996 по 2006 г.

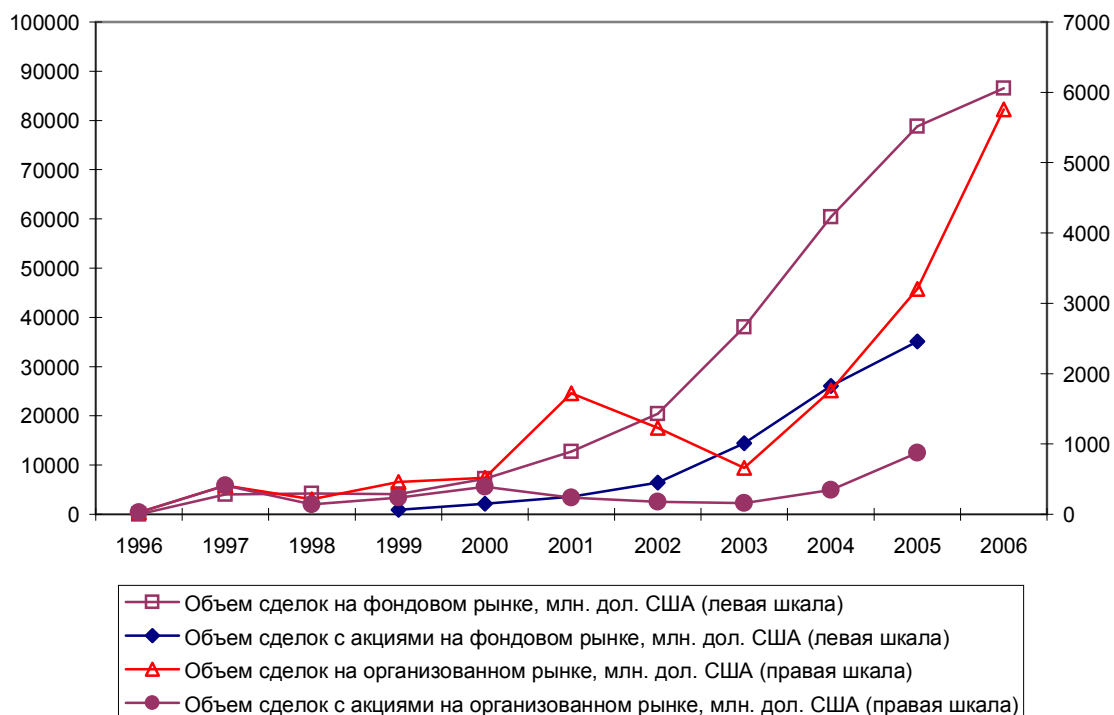


Рис.2. Динамика показателей фондового рынка и его сегментов в долларовом эквиваленте в период с 1996 по 2006 гг.

Из сопоставления графиков, приведенных на рис. 1 и 2, можно видеть, что характер динамики показателей в обоих вариантах не изменяется. Интенсивный рост объемов сделок на фондовом рынке и его организованном сегменте наблюдается, начиная с 2000 г. Именно поэтому особенности их развития целесообразно проследить в период после 2000 г.

На рис. 3-9 представлена динамика показателей фондового рынка в целом, организованного рынка ценных бумаг и отдельных их сегментов, в том числе рынка ПФТС, которая до середины 2006 г. имела статус внебиржевой торгово-информационной системы и является абсолютным лидером среди отечественных организаторов торговли.

Рассматривая диаграммы, представленные на рис. 3 и 4, легко видеть, что, несмотря на постоянный рост торгового оборота в течение всего анализируемого периода, темпы

прироста объемов сделок на фондовом рынке в целом и на рынке акций, в частности начиная с 2003 г., постоянно снижались. В свою очередь, это привело к значительному замедлению роста указанных показателей по отношению к ВВП Украины.

Следует также обратить внимание на проявление циклического характера динамики прироста объемов сделок как на фондовом рынке в целом, так и на рынке акций. С учетом динамики этих показателей в 1996-2000 гг. период одного цикла (между двумя минимумами) составлял 4-5 лет и совпадал с минимумами прироста номинального ВВП Украины. Несмотря на то, что общий период наблюдений недостаточен для распространения данной тенденции на последующий период времени, полностью исключать ее проявление все же не стоит, поскольку аналогичное явление отмечалось как на

российском, так и на других зарубежных фондовых рынках.

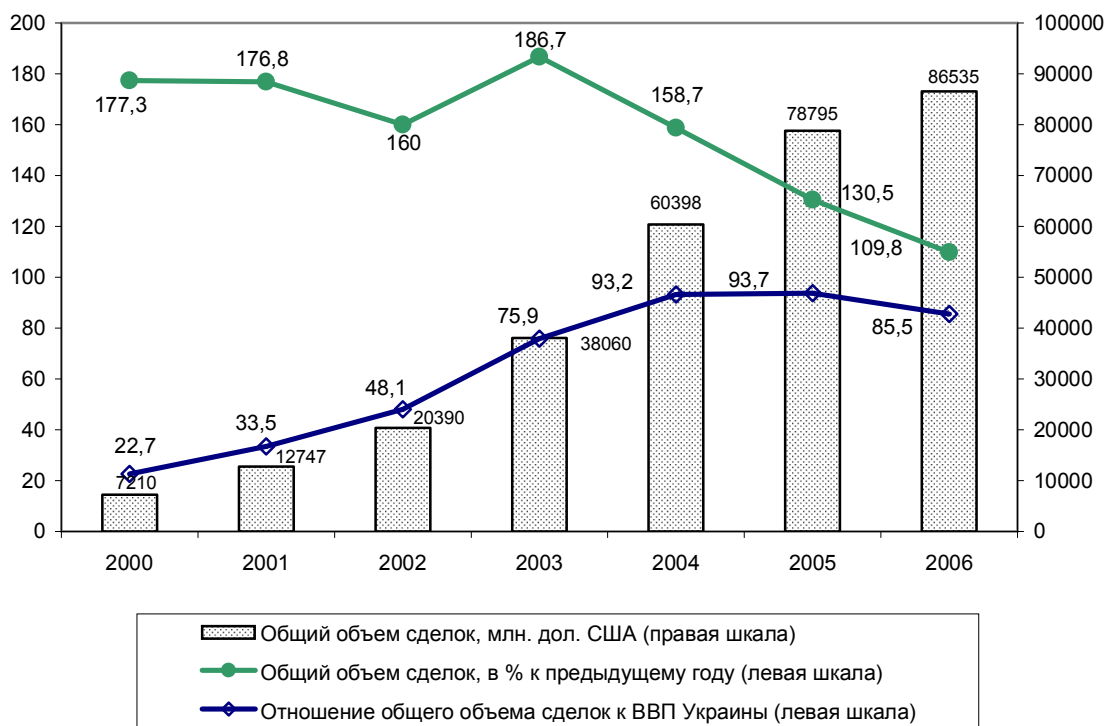


Рис. 3. Динамика показателей фондового рынка Украины в 2000-2006 гг. (данные за 2006 г. предварительные)

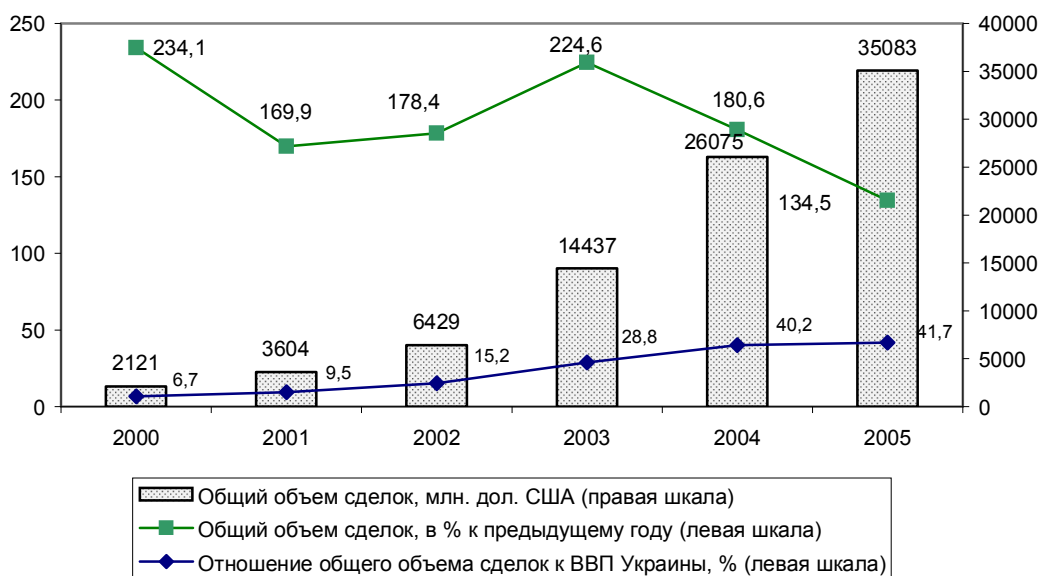


Рис. 4. Динамика показателей рынка акций на фондовом рынке Украины в 2000-2005 гг.

По сравнению с фондовым рынком в целом организованный рынок ценных бумаг Украины отличается значительной нестабильностью (рис. 5). В

анализируемый период на нем наблюдалось дважды (в 2000 и 2003 гг.)

резкое падение объемов сделок, и лишь начиная с 2004 г., происходит их рост.

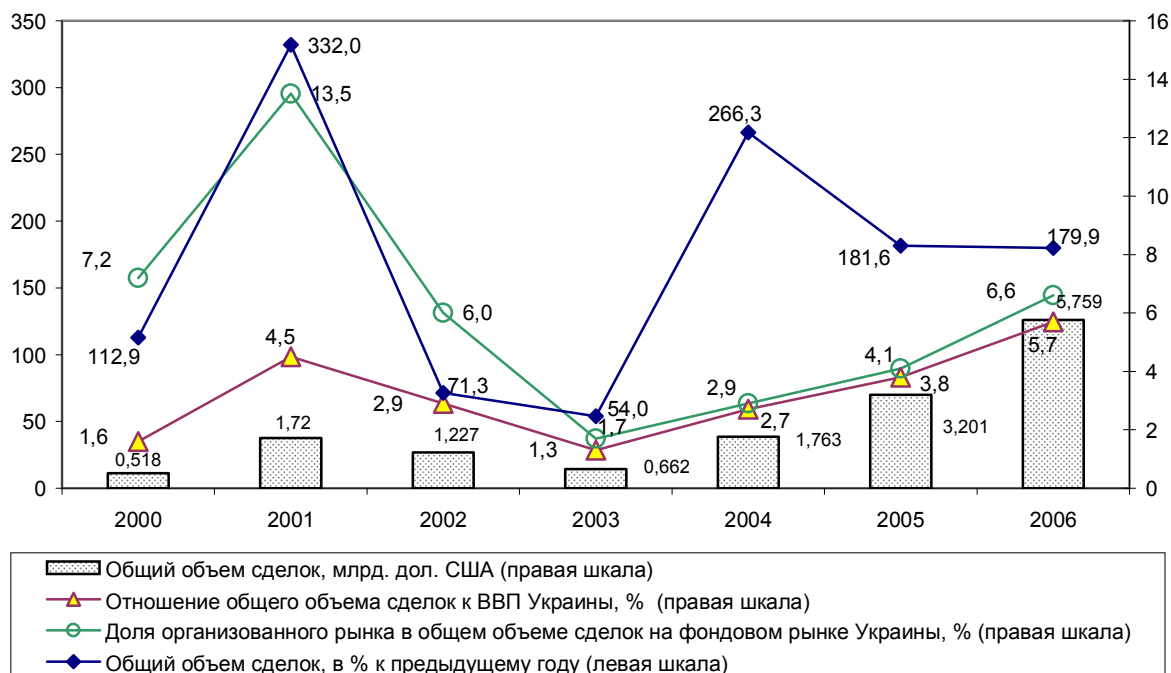


Рис. 5. Динамика показателей организованного рынка ценных бумаг Украины в 2000-2006 гг. (данные за 2006 г. предварительные)

Динамика прироста объемов сделок имеет примерно такой же характер, как и на фондовом рынке, с выраженной тенденцией к снижению после 2004 г. В то же время, начиная с 2003 г., растут показатели удельного веса организованного рынка в общем объеме фондового рынка и отношение объема

сделок на организованном рынке к ВВП Украины, хотя значения этих показателей остаются пока крайне малыми. Аналогичная ситуация наблюдается на рынке ПФТС (рис. 6), что неудивительно, учитывая ее абсолютное лидерство среди украинских организаторов торговли.

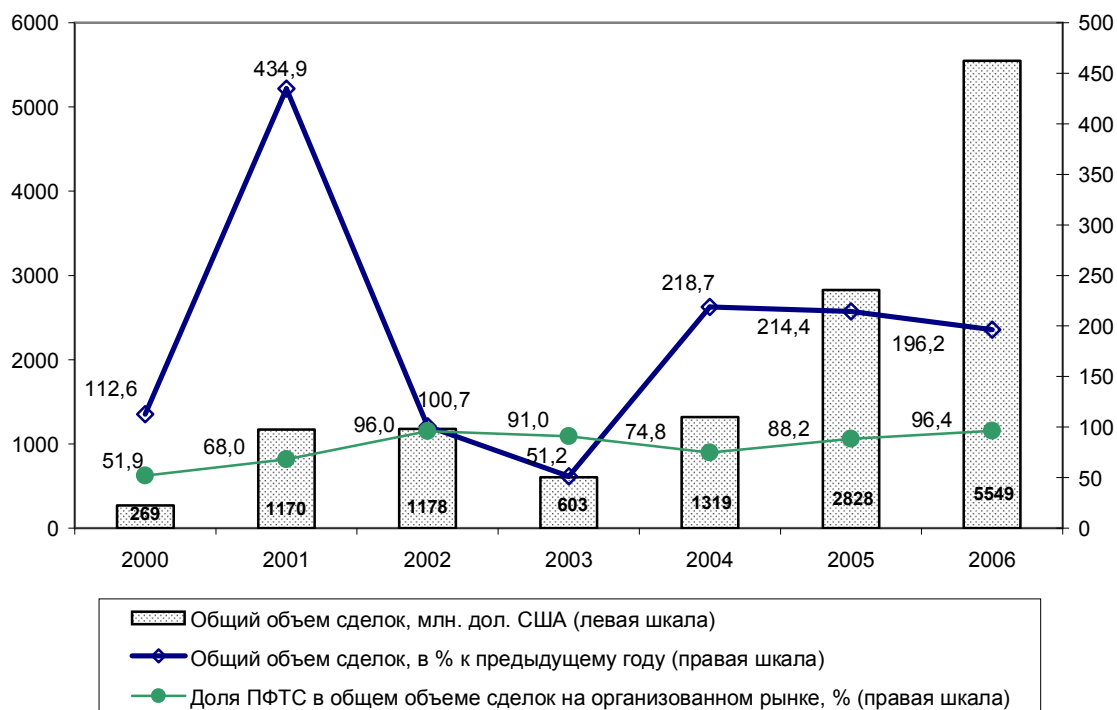


Рис. 6. Динамика показателей рынка ПФТС в 2000-2006 гг.

Организованный рынок акций после продолжительного падения в течение 2001-2003 гг. демонстрирует рост, однако его роль и место на фондовом рынке и в экономике Украины незначительны (рис. 7).

Более детально ситуацию можно проследить на рынке акций в ПФТС.¹ После периода нестабильности в течение 2000-2003 гг., начиная с 2004 г., происходит резкий рост объемов сделок, фондового индекса и рыночной капитализации акций (рис. 8).

Темпы изменения этих показателей имеют также циклический характер. При этом, если в 2002 г. темпы роста рыночной капитализации и индекса ПФТС резко возросли при одновременном снижении объемов сделок, то в 2005 г., наоборот,

значительное увеличение темпов роста объема сделок сопровождалось снижением темпов роста рыночной капитализации акций и индекса ПФТС. В 2006 г. два из трех указанных показателей демонстрировали резкое снижение, и только индекс ПФТС немного подрос по сравнению с 2005 г. (рис. 9).

¹ Примечание. Здесь и далее использованы данные сайта ПФТС: <http://www.pfts.com/ukr/news/>

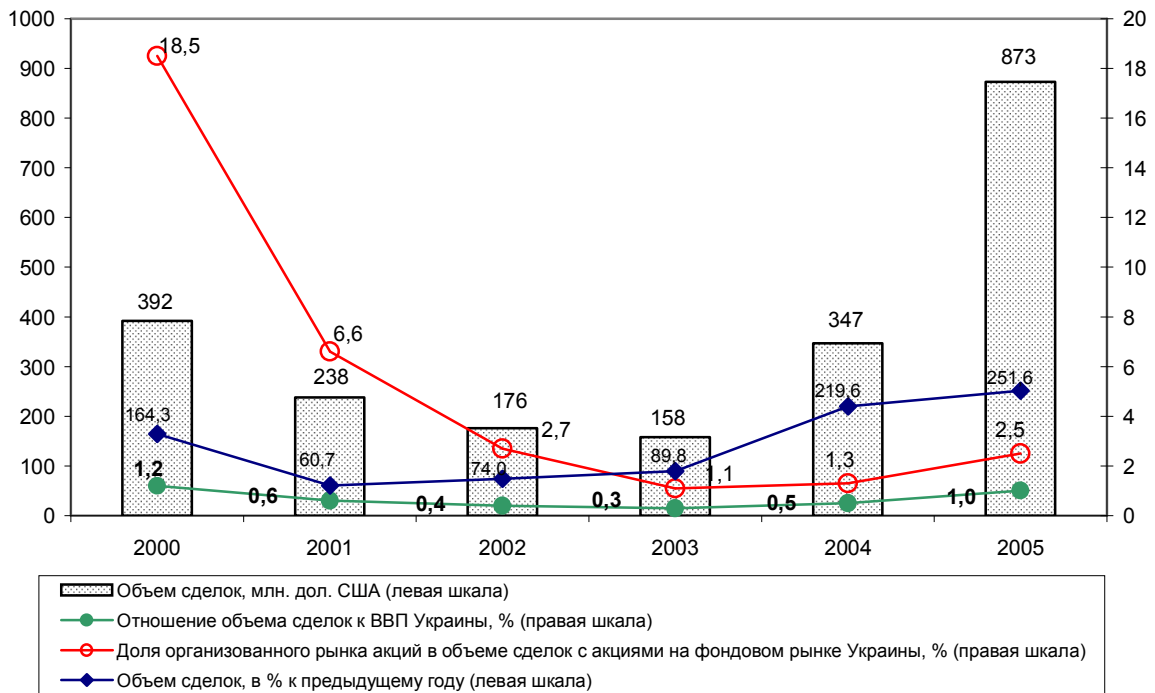


Рис. 7. Динамика показателей организованного рынка акций в 2000-2005 гг.

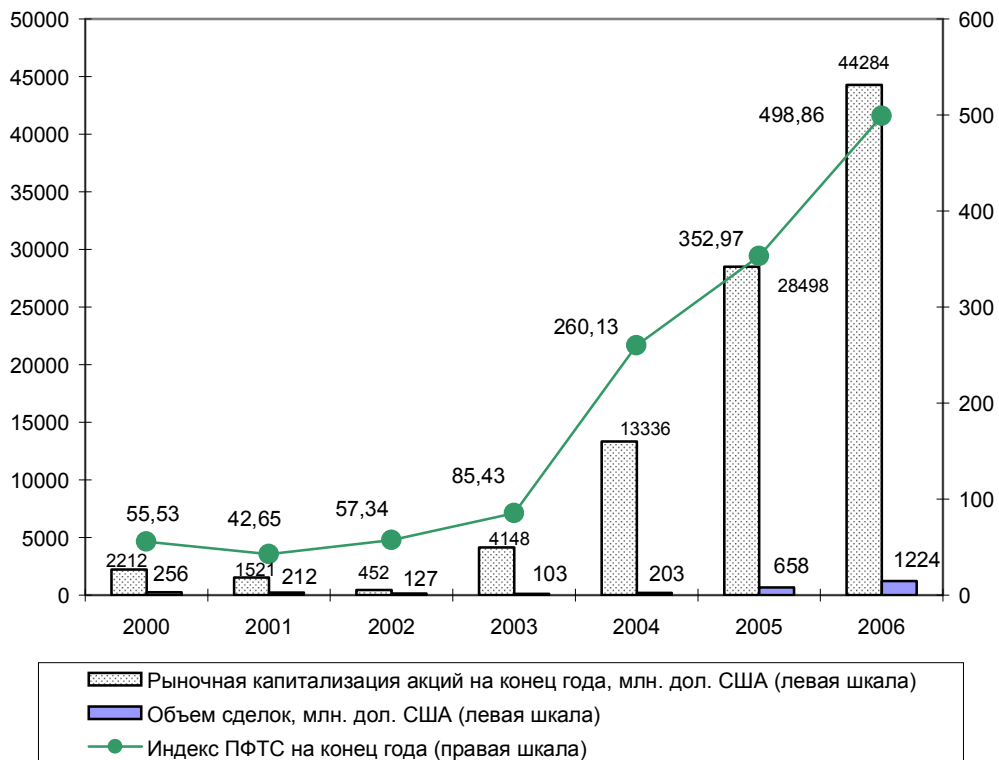


Рис. 8. Динамика основных показателей рынка акций в ПФТС в 2000-2006 гг.

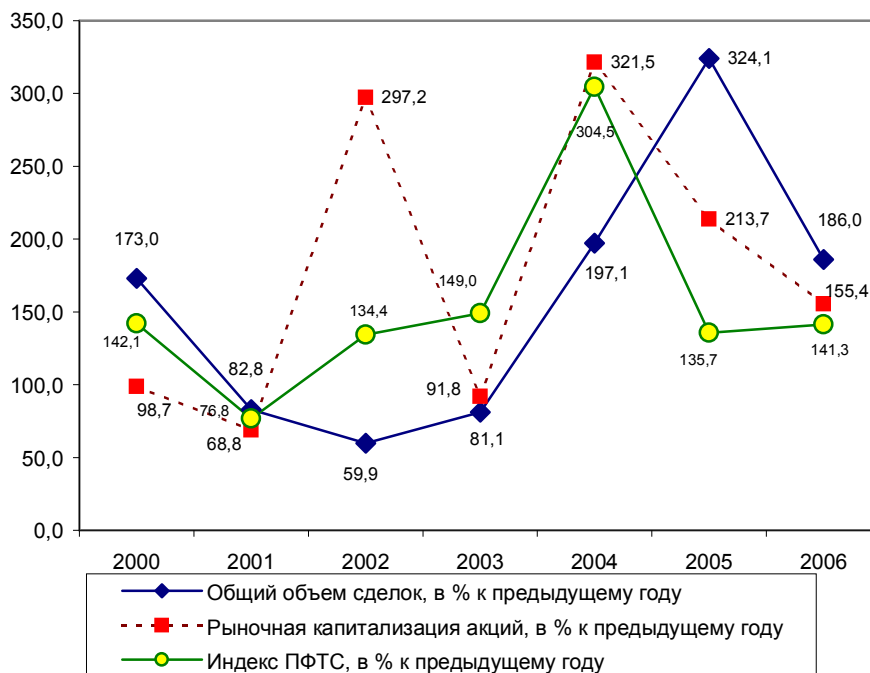


Рис. 9. Динамика относительных показателей рынка акций в ПФТС в 2000-2006 годах

В какой мере фондовый индекс ПФТС и рыночная капитализация обращающихся в ней акций адекватно отражают состояние фондового рынка и экономическую ситуацию в стране? Ответ на этот вопрос неоднозначен. Во-первых, крайне узок сегмент рынка, на котором оперирует ПФТС, как по составу финансовых инструментов, так и по объему совершаемых с ними сделок, тем более, что значительная часть из них в анализируемый период имела технический характер. Во-вторых, «корзина» фондового индекса формируется из сравнительно небольшого количества эмитентов, состав которых в ней периодически существенно изменяется, что не может не отражаться на репрезентативности самого индекса. Аналогичными недостатками обладает и показатель рыночной капитализации в ПФТС.

Фондовый рынок в целом и его организованный сегмент резко отличаются составом и динамикой

обращающихся на них финансовых инструментов. На фондовом рынке неуклонно возрастала в общем объеме сделок доля акций и облигаций предприятий, причем первые из них после 2003 г. стали занимать лидирующие позиции (рис. 10).

На организованном рынке доля акций в общих объемах сделок многократно снизилась уже в 2001 г., а начиная с 2003 г., облигации предприятий преобладали над акциями, хотя в последние годы доля вторых несколько выросла (рис. 11).

Значительные изменения претерпела динамика удельного веса облигаций государственных займов, которые после продолжительного падения показали рост в 2005 г. Незначительной остается в общем объеме сделок доля деривативов (в основном опционов на товарно-сырьевые ресурсы) при том, что условия их выпуска и реализации не вполне рыночные. В целом диаграмма,

представленная на рис. 11, свидетельствует о том, что торговая структура организованного рынка

ценных бумаг Украины все еще не сложилась.

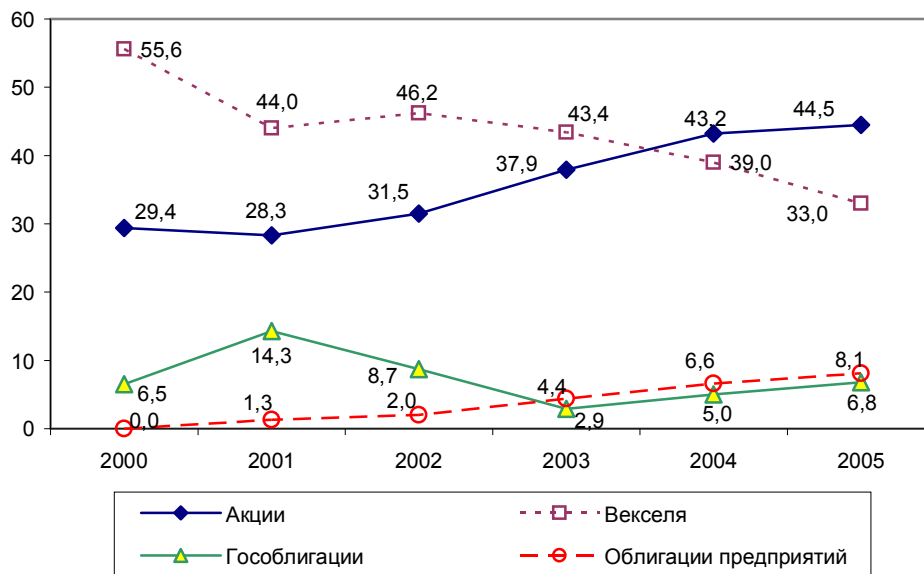


Рис. 10. Динамика долей основных видов финансовых инструментов в общем объеме сделок на фондовом рынке Украины в 2000-2005 гг., %

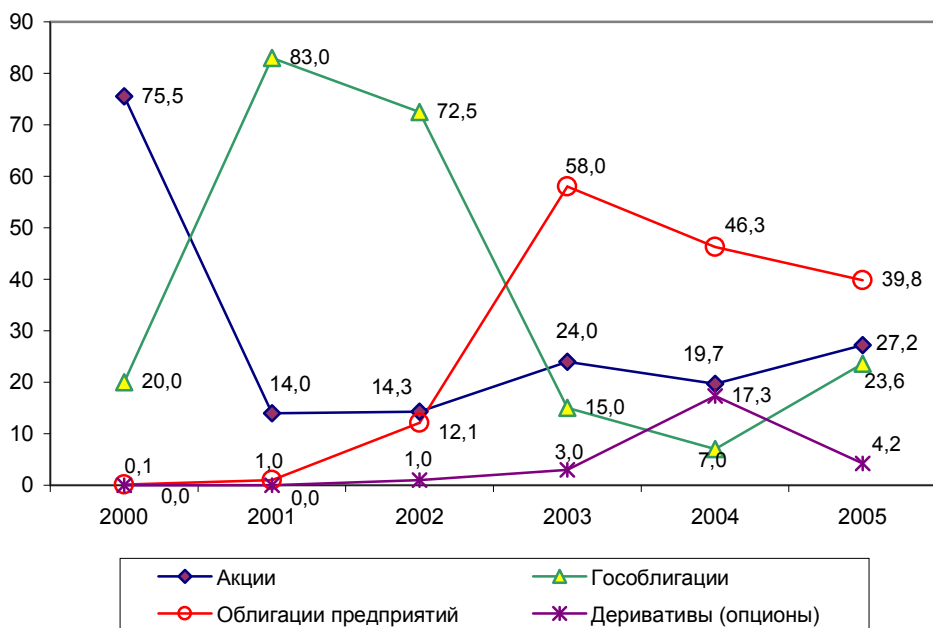


Рис. 11. Динамика долей основных видов финансовых инструментов в общем объеме сделок на организованном рынке ценных бумаг в 2000-2005 гг., %

Связь фондового рынка и экономики Украины

Возможности использования динамики показателей фондового рынка

в целом и его организованного сегмента в частности в период с 2000 по 2006 г. в качестве исходной базы для прогноза их развития на последующий пятилетний период во многом зависят от того, в какой мере эта динамика соответствует изменениям макроэкономических показателей, происходившим в анализируемом базовом периоде. Иными словами, было ли связано развитие фондового рынка с процессами, происходившими в экономике Украины, насколько органичной и устойчивой была эта связь?

В отношении фондового рынка в целом ответ на этот вопрос является однозначно положительным.

Приведенная на рис. 12 динамика объемных показателей фондового рынка в целом в той или иной степени соответствует динамике ряда важнейших макроэкономических показателей, хотя связи между ними имеют явно нелинейный характер. (Здесь и далее использованы официальные данные статистических ежегодников Госкомстата Украины.)

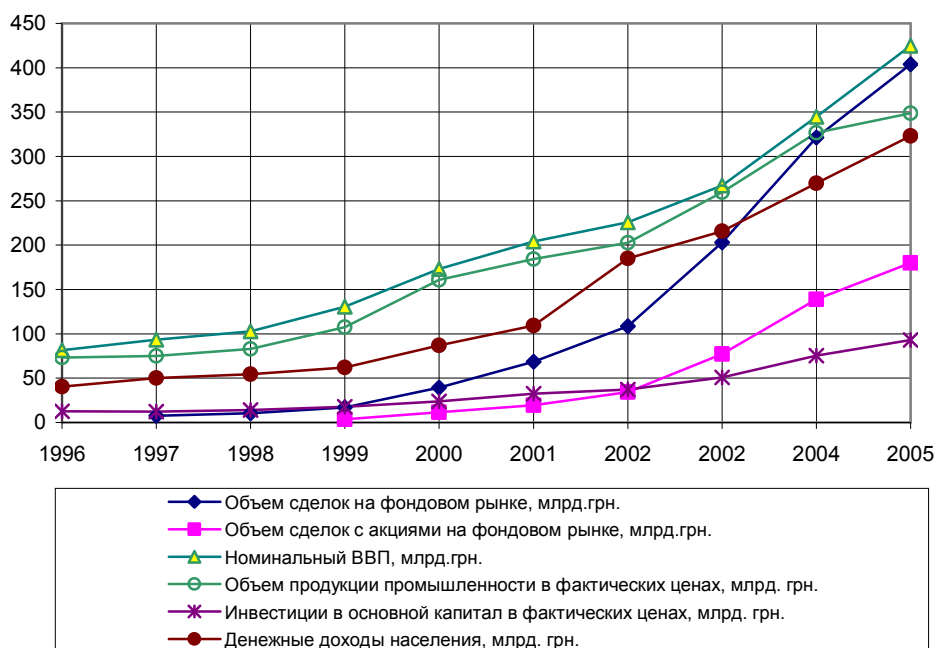


Рис. 12. Динамика объемных показателей фондового рынка Украины и важнейших макроэкономических показателей в 1996-2005 гг.

Еще более заметна связь между динамикой относительных величин (темпов изменения) объемов сделок на фондовом рынке и таких макроэкономических показателей, как номинальный ВВП, инвестиции в основной капитал и денежные доходы населения в фактических ценах (рис. 13). Интересно отметить, что динамика индексов ВВП и объема продукции промышленности, исчисляемых в сравнимых ценах, практически не

отражает динамику темпов изменения объемов фондового рынка вследствие того, что его показатели даются в фактических ценах, без использования соответствующего дефлятора.

Аналогичная ситуация прослеживается и при сопоставлении динамики абсолютных и относительных показателей фондового рынка и банковской системы (рис. 14 и 15).

Особое внимание обращает на себя, с одной стороны, достаточно близкое

соответствие динамики объемов сделок на фондовом рынке и денежных доходов населения, а с другой стороны, еще большее сближение динамики объемов

сделок с акциями ОАО на фондовом рынке, вкладов в банках населения и субъектов хозяйствования и денежной массой в обращении (см. рис. 14).

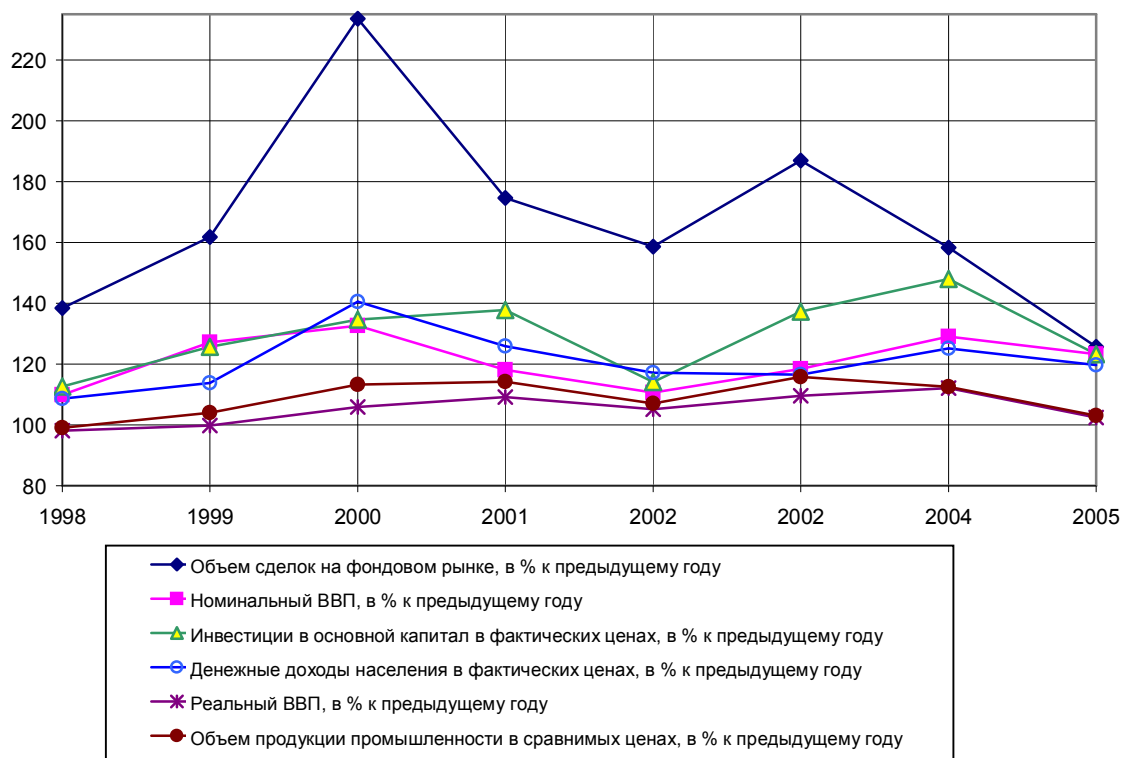


Рис. 13. Динамика темпов изменения объемов фондового рынка Украины и важнейших макроэкономических показателей в 1998-2005 гг.

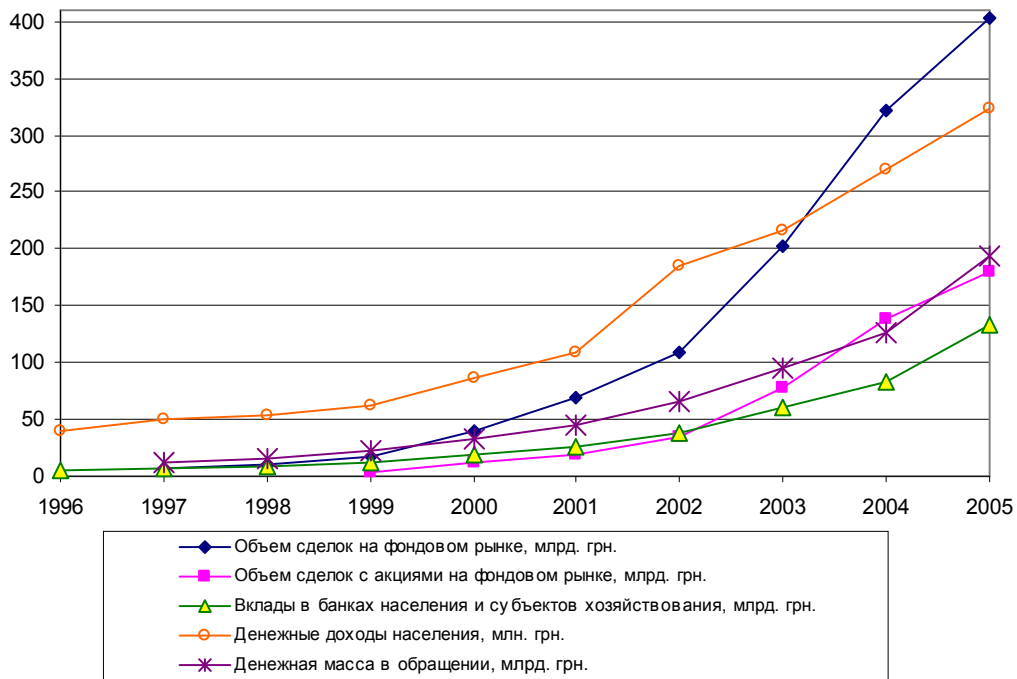


Рис. 14. Динамика объемных показателей фондового рынка и банковской системы Украины в 1996-2005 гг.

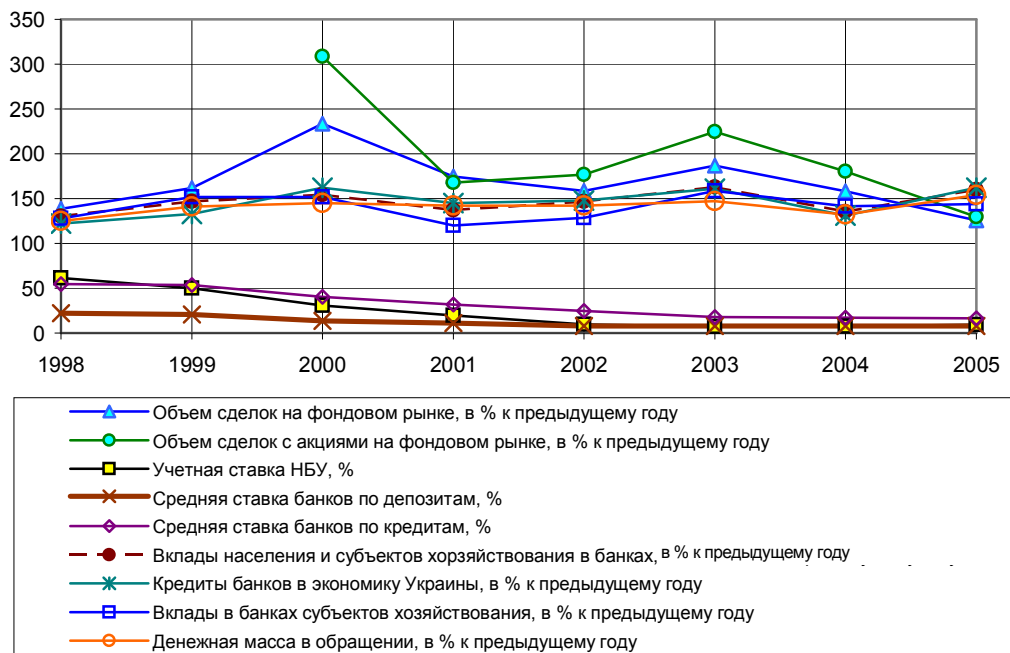


Рис. 15. Динамика относительных показателей объемов фондового рынка и банковской системы Украины в 1998-2004 гг.

Подавляющее большинство отмеченных фактов вполне объяснимо и свидетельствует косвенно о все большем участии населения в деятельности фондового рынка, а точнее,

доминирующего на нем неорганизованного его сегмента.

Но обнаруженное близкое соответствие динамики объемных показателей фондового рынка, особенно его сегмента акций ОАО, и банковских вкладов противоречит мировой практике, ибо эти два сектора финансового рынка являются антагонистами: если растет первый, то, как правило, испытывает падение второй, и наоборот. Тем более удивительно, что и динамика темпов изменения других важнейших показателей банковской системы Украины также адекватно соответствует динамике темпов изменения объемных показателей фондового рынка (см. рис. 15). Единственное удовлетворительное объяснение этому явлению состоит в том, что фондовый рынок Украины, главным образом, его неорганизованный сегмент, и коммерческие банки являются звеньями различных финансовых схем бизнеса, в которых используются ценные бумаги, прежде всего, акции ОАО. Реализация этих схем не зависит ни от учетной ставки НБУ, ни от ставок по кредитам и депозитам коммерческих банков. Именно поэтому динамика данных показателей абсолютно не соответствует динамике темпов изменения показателей, рассмотренных выше (см. рис. 15).

В отличие от фондового рынка в целом, организованный рынок ценных бумаг и, в частности, рынок ПФТС в значительно меньшей степени реагируют на ситуацию в экономике и происходящие в ней процессы. Подавляющее большинство макроэкономических показателей практически не имеют связи с индикаторами ПФТС и организованного рынка в целом. Исключение составляют несколько макроэкономических показателей, таких как ВВП и объем промышленного производства.

Интересно отметить, что динамика абсолютных величин номинального ВВП и объемов промышленного производства (продукции промышленности в фактических ценах) в значительно меньшей степени соответствует динамике индекса ПФТС и рыночной капитализации акций, нежели прирост ВВП, что можно видеть из сопоставления рис. 16 и 17. А динамика относительных показателей, таких как темпы изменения реального ВВП и объемов продукции промышленности в сравнимых ценах, не имела почти ничего общего с динамикой индекса ПФТС, особенно в период с 2004 по 2005 г. (рис. 17). Последнее легко объясняется тем, что ценообразование на фондовом рынке соответствует складывающимся уровням фактических (действующих) цен в экономике.

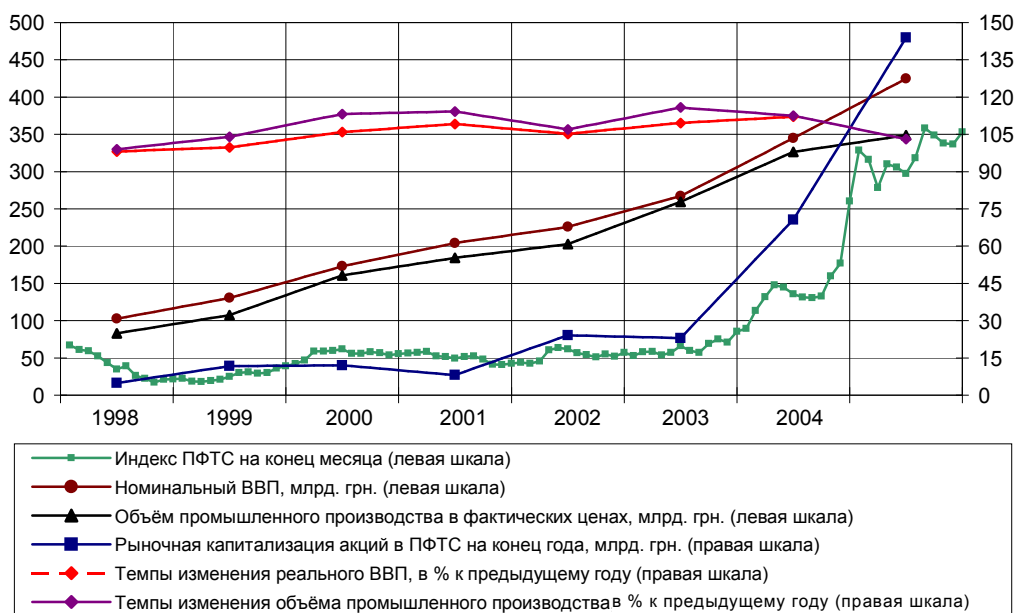


Рис. 16. Динамика индекса ПФТС и рыночной капитализации акций в сопоставлении с абсолютными и относительными показателями объемов ВВП и промышленного производства в Украине в 1996-2005 гг.

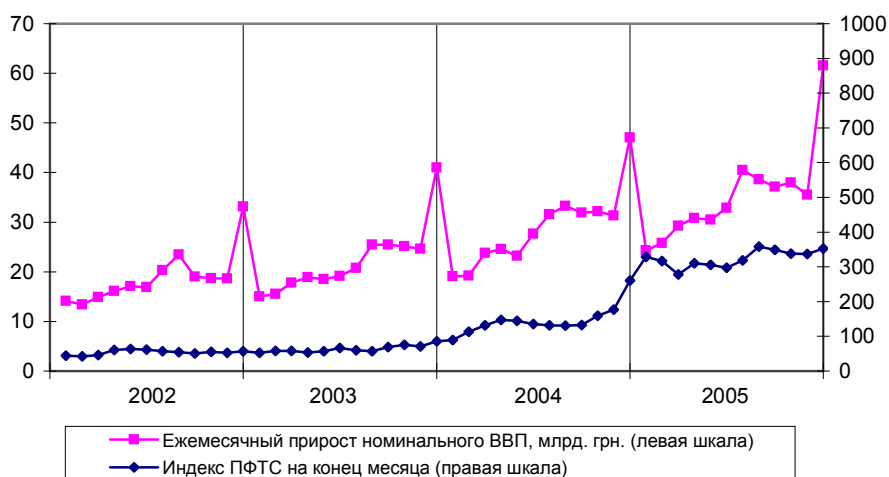


Рис.17. Динамика индекса ПФТС и прироста ВВП Украины в 2002-2005 гг.

Как видно из рис. 17, в период с 2002 по 2005 г. наблюдались значительные колебания ежемесячного прироста ВВП Украины, особенно в последних месяцах каждого года. Динамика этого показателя в целом существенно отличалась от линейной, так же как и динамика индекса ПФТС. При этом в 2002 и 2003 гг. индекс ПФТС практически не

реагировал на резкие колебания ежемесячного прироста ВВП, а в последующие годы при общем росте обоих показателей их тренды имели даже противоположный характер. И хотя коэффициент корреляции между двумя сопоставляемыми показателями составил 0,7064, что свидетельствует о наличии связи между ними, их динамика характеризует в целом нестабильность

экономического роста и неустойчивость рынка акций в Украине.

На рис. 16 и 18 видно, что динамике индекса ПФТС в целом соответствует динамика рыночной капитализации акций и объема торгов в этой системе. Однако в отдельные периоды наблюдалось резкое несовпадение трендов индекса ПФТС и ежемесячного объема сделок в ней. Так, например, в 2001 и 2003 гг. направленность этих трендов имела прямо противоположный

характер, причем размах колебаний показателя объемов сделок многократно превышал диапазон колебаний в этот период самого индекса ПФТС (см. рис. 18). Все это свидетельствует, во-первых, о крайней неустойчивости рынка, а во-вторых, о том, что индекс ПФТС фактически не выполняет роли индикатора деловой активности, присущей многим фондовым индексам в зарубежных странах.

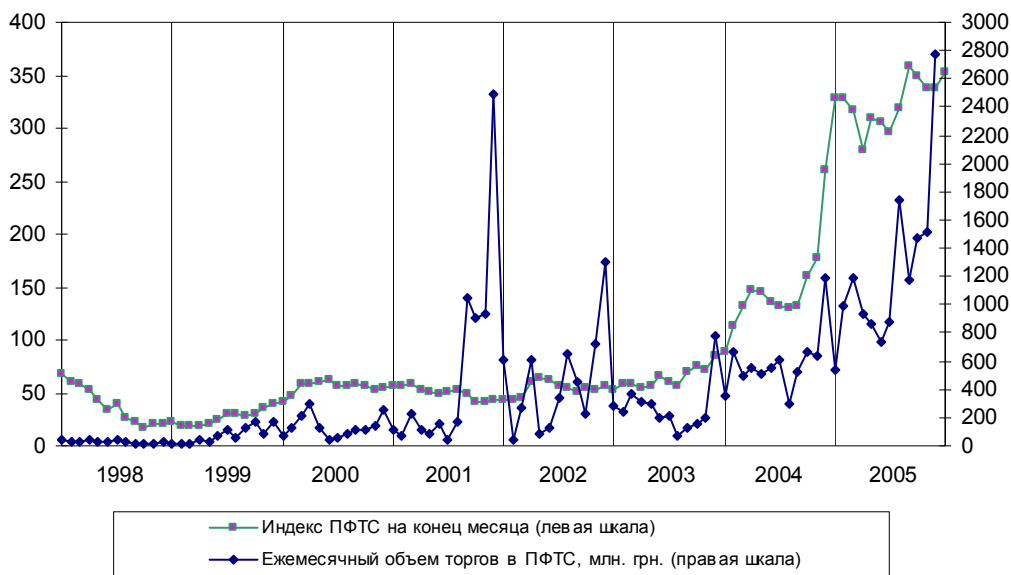


Рис. 18. Динамика индекса ПФТС и объема торгов в ПФТС в 1998-2005 гг.

Что же касается рыночной капитализации, то ее динамика, как и следовало ожидать, полностью соответствует динамике индекса ПФТС (рис. 19), хотя «база» этих показателей различна: у первого из этих показателей она гораздо шире, чем у второго.

Существенные отличия между фондовым рынком в целом и организованным рынком ценных бумаг наблюдается в характере их связи с процессами приватизации и инвестирования экономики Украины, а также с эмиссионной деятельностью акционерных обществ. Из сопоставления

диаграмм, представленных на рис. 20 и 21, видно, что организованному рынку присуща гораздо большая близость динамики объемов сделок с акциями, особенно на вторичном рынке, инвестиций в основной капитал и ПИИ, нежели для фондового рынка в целом. И, наоборот, объемы сделок с акциями на фондовом рынке в большей степени коррелируют с показателями процессов приватизации (стоимостью проданных пакетов акций, принадлежащих государству) по сравнению с организованным рынком.

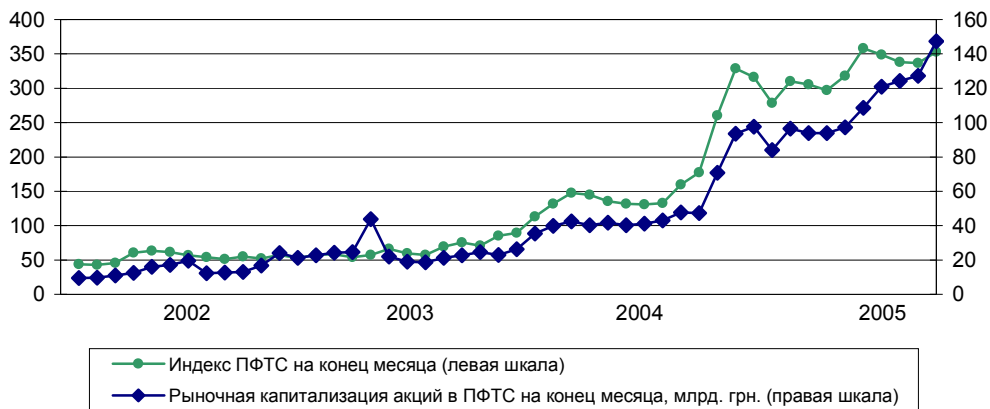


Рис. 19. Динамика индекса ПФТС и рыночной капитализации акций в 2002-2005 гг.

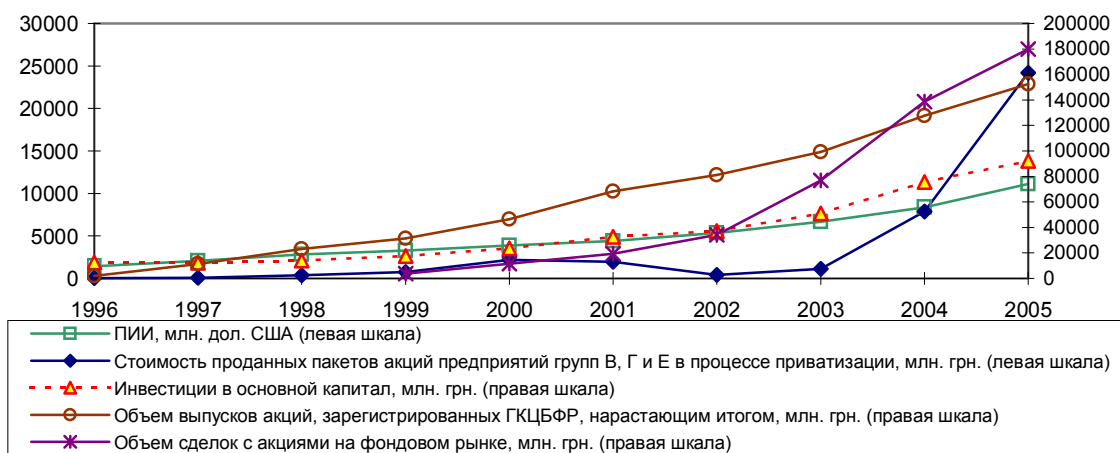


Рис. 20. Динамика инвестиций в экономику, выпуска акций и их продажи на фондовом рынке Украины в 1996-2005 гг.

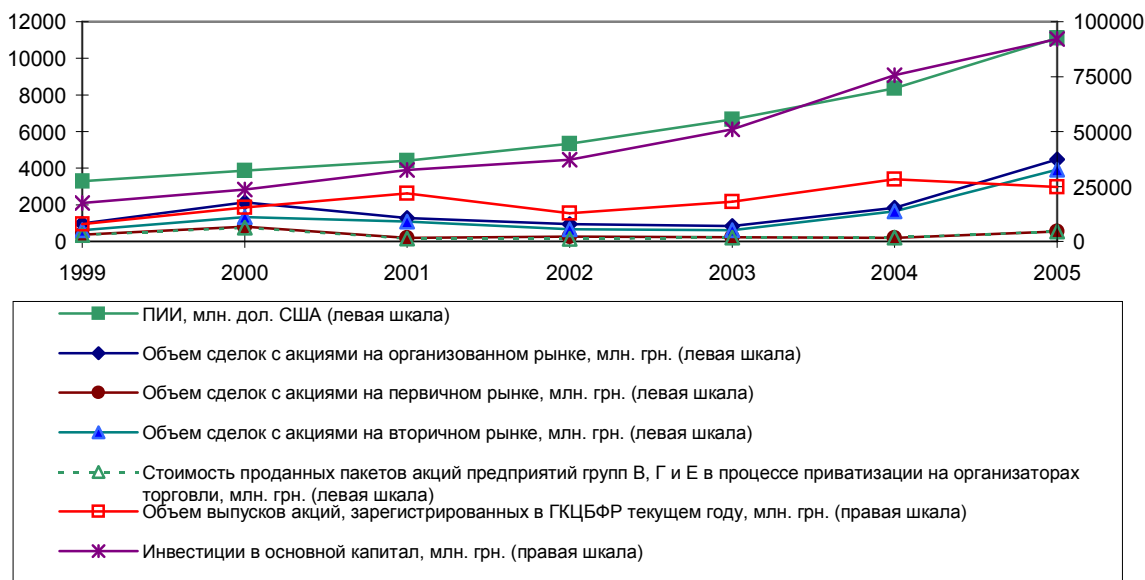


Рис. 21. Динамика инвестиций в экономику, выпуска акций и их продажи на организованном рынке ценных бумаг Украины в 1999-2005 гг.

Сопоставление украинских и зарубежных организованных рынков ценных бумаг

Каково место украинского организованного рынка ценных бумаг среди «новых» аналогичных рынков европейских постсоциалистических государств и России? Насколько он интересен для зарубежных инвесторов? В какой мере состояние его развития отвечает вызовам глоболизирующейся экономики, интеграционных процессов на финансовых рынках, в том числе европейских фондовых бирж?

В определенной мере о степени развитости украинского организованного

рынка ценных бумаг можно судить, сопоставляя его показатели с показателями фондовых бирж стран Центральной и Восточной Европы, Балтии и России.

Как видно из табл. 1, общие объемы торгового оборота, объемы сделок с акциями и деривативами на ведущей украинской фондовой площадке – ПФТС несопоставимы с аналогичными показателями ведущих фондовых бирж Польши и России – Варшавской (ВФБ), Московской межбанковской (ММВБ) и РТС. Исключением является рынок корпоративных облигаций в ПФТС, торговый оборот которого в последние годы превысил соответствующие показатели ВФБ и РТС.

Таблица 1. Объемные показатели организованных рынков ценных бумаг Польши, России и Украины в 2003-2006 гг., млн. дол. США

Показатели	Годы	Польша ВФБ	Россия		Украина ПФТС
			ФБ «ММВБ»	ФБ «РТС»	
Общий объем сделок с ценными бумагами	2003	-	99200	20672	605
	2004	67424	151700	37861	1316
	2005	124831	232100	62428	2873
	2006	129354	754900	151088	5614
Объем сделок с акциями	2003	17081	70181	13048	99
	2004	30075	96681	27419	206
	2005	54304	148700	37334	670
	2006	118090	550200	50480	1224
Объем сделок с корпоративными облигациями	2003	2015	10802	30,3	382
	2004	2143	19602	0,2	815
	2005	1566	52474	5,2	1272
	2006	1904	153100	305,0	2437
Объем сделок с деривативами	2003		0,1	7268	18
	2004	35133	0,5	12167	3
	2005	77270	6,5	23873	-
	2006	7478	-	145562	-

Примечание. Таблица составлена по данным сайтов:

ВФБ – <http://www.gpw.com.pl>

ММВБ – <http://www.micex.ru/>

РТС – <http://www.rts.ru/>

ПФТС – <http://www.pfts.com/ukr/news/>

Что же касается организованных рынков акций, входящих в группу «Frontier Market» стран Центральной и

Восточной Европы, а также Балтии, то ПФТС уступала большинству из них по показателям среднемесячного объема

торгов и рыночной капитализации (табл.
2).

Лишь в последние годы ПФТС стала лидировать среди этих стран по показателю капитализации рынка акций. Но при этом следует иметь в виду отмеченные в разделе 1.1 особенности большинства сделок с акциями в ПФТС, в частности, их нерыночный характер и значительную, по мнению большинства

аналитиков, переоцененность многих ценных бумаг, следствием чего является неизбежная существенная коррекция их курсов.

О неразвитости украинского организованного рынка акций свидетельствуют также данные, приведенные в табл. 3.

Таблица 3. ВВП в паритетах покупательной способности и объемы сделок с акциями на душу населения на организованных рынках Украины, некоторых стран Центральной и Восточной Европы, Балтии и России в 2004-2005 гг., дол. США

Страны	ВВП на душу населения в ППС *		Объем сделок с акциями на душу населения	
	2004	2005	2004	2005
Украина	5984	6820	7,38	18,46
Румыния	7427	9013	43,46	157,32
Болгария	7656	8549	65,51	177,95
Эстония	12444	14896	591,43	1770,0
Польша	11653	13501	787,22	1428,95
Россия	8980	10599	-	1293,73 **

* По данным Мирового банка

** Учтены объемы сделок на ММВБ и РТС

Так, если разрыв между показателями ВВП на душу населения в Украине и в перечисленных в таблице странах составляет от 1,3 до 2,2 раза, то разрыв в объемах сделок с акциями на душу населения – от 5,9 до 107,7 раза. Такой рынок не способен «освоить» сколько-нибудь значительные (по мировым масштабам) объемы инвестиций и пока не имеет перспектив участия в процессах интеграции финансовых рынков.

2. Прогноз динамики показателей фондового рынка и его сегментов на 2007- 2011 гг.

Предпосылки методики прогноза

Не все показатели фондового рынка, динамика которых была проанализирована в разделе 1, могут быть выбраны в качестве объектов прогноза. Такие показатели, как индекс ПФТС и рыночная капитализация

обращающихся в ней акций, хотя и широко используются в текущей фондовой практике, в силу отмеченных выше их недостатков труднопрогнозируемы в долгосрочном периоде.

Показатель годового объема сделок с ценными бумагами дает представление о потоке капитала, который циркулирует на рынке, поскольку этот показатель легко трансформировать в среднедневной оборот рынка. Особенно важен этот показатель для организованного рынка ценных бумаг, прежде всего, рынка акций с точки зрения перспектив проведения на нем IPO украинских эмитентов.

Ряд относительных показателей, таких как отношение объемов сделок к ВВП, доля организованного рынка в общем объеме фондового рынка Украины и др., являются производными от базовых показателей и не имеют

самостоятельного значения с точки зрения методики прогноза. Что же касается относительного показателя, характеризующего изменение (рост или снижение) объема сделок с ценными бумагами по сравнению с предыдущим годом, то сам он может являться одним из инструментов методики прогноза, и вопрос о его использовании будет рассмотрен ниже.

Таким образом, для целей прогноза могут быть выбраны следующие основные показатели:

объем сделок с ценными бумагами на фондовом рынке Украины;

объем сделок с акциями на фондовом рынке Украины;

объем сделок на организованном рынке ценных бумаг;

объем сделок с акциями на организованном рынке ценных бумаг.

На ситуацию, складывающуюся на фондовом рынке, оказывает влияние большое количество разнообразных факторов, которые условно можно разделить на несколько групп:

- конъюнктурные факторы;
- макроэкономические факторы;
- внутриполитические факторы;
- внешнеполитические факторы;
- внешнеэкономические факторы.

Конъюнктурные факторы связаны непосредственно с деятельностью операторов рынка и определяют ситуацию на нем в краткосрочном периоде. Остальные группы факторов оказывают влияние на рынок в среднесрочном и долгосрочном периодах.

Связь показателей фондового рынка Украины и его сегментов с некоторыми важнейшими макроэкономическими показателями в период до 2005 г. включительно была проанализирована в разделе 1. Что же касается прогнозируемого периода, то учесть эту группу факторов не представляется

возможным из-за отсутствия ясности перспектив долгосрочного социально-экономического развития страны на этот период и соответствующих прогнозных показателей. К тому же нет никаких гарантий, что динамика макроэкономических показателей, наблюдаемая в период с 2000 по 2006 г., сохранится и в последующие годы. Эксперты, в том числе представляющие такие зарубежные институты, как МВФ и Мировой банк, прогнозируют снижение темпов роста ВВП и других важнейших показателей Украины в 2007-2008 гг.

Среди внутриполитических факторов важнейшую роль играет законодательное регулирование фондового рынка и его участников, а также внутриполитическая ситуация в стране. В целом последние три из перечисленных выше групп институциональных факторов будут влиять в прогнозируемом периоде не только на фондовый рынок, но и на экономику Украины, в том числе и на макроэкономические показатели. Однако, в отличие от макроэкономических, указанные три группы институциональных факторов не описываются статистически, а значит, невозможно построить соответствующие количественные временные ряды. Оценить их влияние на фондовый рынок можно только качественно, а количественные оценки могут быть получены только экспертным путем. В табл. 4 и 5 представлены наиболее существенные внутриполитические, внешнеполитические и внешнеэкономические факторы, которые могут оказать влияние на фондовый рынок Украины в предстоящие годы. Как видно из таблиц, это влияние может иметь неоднозначный характер и проявляться в виде как позитивных, так и негативных последствий для фондового и, прежде всего, организованного рынка ценных

бумаг. При этом весьма вероятно, что перечисленные в табл. 4 и 5 факторы, проявление которых может не совпадать по времени, будут находиться в сложном взаимодействии друг с другом, а не представлять собой простую сумму воздействий. В целях

прогнозирования их влияние может учитываться путем коррекции динамики вышеперечисленных показателей фондового рынка, построенной в предположении о воздействии на него только конъюнктурных и макроэкономических факторов.

Таблица 4. Политические, социально-экономические и другие институциональные факторы, влияющие на ситуацию на фондовом рынке Украины в 2007-2011 гг.

№ п/п	Факторы	Влияние факторов на фондовый рынок	Ориентировочный период проявления действия факторов
1	2	3	4
1.	Нестабильность внутривнутриполитической ситуации, определяемая противостоянием ветвей власти, связанная с этим неопределенность внешнеполитического курса страны и неблагоприятные условия для развития экономики, в том числе ведения бизнеса в Украине	Сдерживается приход иностранных стратегических и портфельных инвесторов, выжидающих стабилизацию внутривнутриполитической ситуации; ограничиваются внутренние инвестиции в экономику, в том числе обусловленные легализацией капиталов; фондовый рынок, прежде всего организованный рынок ценных бумаг, не получает импульса для качественного роста	Первый пик обострения ситуации ожидается в 2007 г. Второй пик обострения ситуации возможен в период выборов Президента и Парламента Украины в 2009-2010 гг.
2.	Предстоящее вступление Украины в ВТО	Ожидается рост в экспортно-ориентированных отраслях экономики (прежде всего, в металлургии, химической и нефтехимической промышленности), а также в сфере услуг (в оптово-розничной торговле, финансовом секторе и строительстве). Трудности могут испытывать машино- и приборостроение, сельское хозяйство и отрасли переработки сельхозпродуктов. В целом прогнозируется рост организованного рынка ценных бумаг	Если вступление в ВТО состоится в 2007 г., то последствия для указанных отраслей экономики и фондового рынка могут проявиться через 2-3 года, т.е. в 2009-2010 гг.
3.	Незавершенность и перманентность процессов передела собственности в условиях политической нестабильности и	Ограничивается вывод на рынок акций инвестиционно привлекательных предприятий и в целом эмиссионная деятельность эмитентов	Передел собственности происходит постоянно, усиливаясь в период смены элит во власти.

	борьбы олигархических элит		Очередной пик передела собственности возможен в 2009-2010 гг.
4.	Невзвешенная, неоптимальная политика в области доходов и налогообложения физических и юридических лиц	Сохраняется высокий уровень теневой сферы экономики. Ограничивается рост доходов массовых слоев населения и среднего класса, что сдерживает темпы развития банковского сектора, институтов совместного инвестирования и роста организованного рынка ценных бумаг	Существенных изменений ситуации в 2007-2011 гг. не ожидается

Окончание табл. 4.

1	2	3	4
5.	Развитие институтов совместного инвестирования, рост их количества и активов	Рост объемов организованного рынка ценных бумаг	Реальное влияние на организованный рынок ценных бумаг ожидается начиная с 2008-2009 гг.
6.	Приход в Украину зарубежных фондовых бирж и (или) их филиалов и представительств	Рост отечественного организованного рынка, если операции с ценными бумагами, организуемые зарубежными фондовыми площадками, будут совершаться в Украине. В противном случае будет происходить отток части торгового оборота рынка за рубежи Украины	В середине 2007 г. ожидается открытие в г. Киеве представительства Варшавской фондовой биржи, которая намерена составить конкуренцию ПФТС. Реальные последствия для отечественного рынка следует ожидать начиная с 2008 г.
7.	Выход украинских эмитентов на зарубежные финансовые рынки	Выход украинских эмитентов за рубеж обусловлен ограниченным ресурсным потенциалом отечественного организованного рынка ценных бумаг. При этом привлекательные финансовые инструменты, в которых остро нуждается рынок, выводятся за пределы Украины, тем самым ограничивая перспективы его развития. Кроме того, нередко после осуществления эмитентом IPO за рубежом на рынке	Ожидается резкое увеличение количества крупных украинских эмитентов и объемов размещения их ценных бумаг на зарубежных финансовых рынках начиная с 2008 г.

		наблюдается снижение котировок его акций	
8.	Возможны изменения ситуации на мировых финансовых и конъюнктуры на мировых товарных рынках	В зависимости от ситуации на мировых финансовых и товарных рынках возможен рост или снижение объемов сделок и котировок акций на отечественном организованном рынке	В 2007 г. ожидается сохранение направленности финансовых потоков на развивающиеся рынки, в том числе в Украину, а также благоприятная ситуация на мировых товарных рынках. Эксперты прогнозируют резкое ухудшение ситуации на мировых финансовых рынках в 2008-2009 гг.

Таблица 5. Законодательные и нормативные акты, принятие которых может повлиять на ситуацию на фондовом рынке Украины в 2007-2011 гг.

№ п/п	Наименование и сущность предполагаемых правовых норм	Влияние на фондовый рынок	Ориентировочный период проявления действия факторов
1	2	3	4
1.	Проект Закона об акционерных обществах: введение института публичных акционерных обществ и отмена института закрытых акционерных обществ; требования в отношении корпоративного управления, в том числе соблюдения прав миноритарных акционеров	Вывод на организованный рынок, новых привлекательных ценных бумаг, прежде всего акций; рост объемов сделок как на первичном, так и на вторичном организованном рынке	Принятие Закона возможно в 2007-2008 гг., а позитивные изменения на фондовом рынке могут произойти через 2-3 года, т.е в 2009-2010 гг.
2.	Изменения в Законе о государственном регулировании рынка ценных бумаг Украины либо в нормативных актах ГКЦБФР: побуждение торговцев ценными бумагами к совершению операций на организованном рынке, в частности путем установления соответствующих квот; ужесточение требований к организаторам торговли в отношении объемов и частоты совершаемых на них сделок с ценными бумагами	Увеличение объемов сделок с ценными бумагами на организованном рынке; некоторые фондовые биржи могут быть лишены лицензии на осуществление своей деятельности	Предложения по изменению закона или нормативных актов ГКЦБФР пока не находят поддержки. Принятие соответствующих актов возможно в 2008-2009 гг. при условии стабилизации внутривнутриполитической ситуации
3.	Решение правительства и Фонда госимущества Украины о продаже на фондовых биржах пакетов акций стратегических предприятий и предприятий-монополистов, а также об обязательном котировании их ценных бумаг на организаторах торговли	Вывод на рынок новых привлекательных ценных бумаг; увеличение объемов сделок с ценными бумагами на организованном рынке	Решение правительства пока не выполняется, его реализация возможна после внесения изменений в программу приватизации и ее принятия ориентировочно в 2007-2008 гг.
4.	Проект Программы приватизации на 2007-2009 гг. предусматривает продажу принадлежащих государству пакетов акций крупнейших ОАО на конкурсах и открытых аукционах. На фондовых биржах	Рост объемов сделок на организованном рынке	Проект программы пока не принят. Возможно принятие программы и ввод ее в действие после внесения в нее изменений в 2007-

	предполагается продажа небольших пакетов акций указанных ОАО, а также в основном малопривлекательных пакетов акций предприятий 2-го и 3-го эшелонов		2008 г. В период избирательной кампании процесс приватизации может приостанавливаться
--	---	--	---

Окончание табл. 5

1	2	3	4
5.	Соглашения правительства, ГКЦБФР и Национального депозитария Украины с зарубежными фондовыми биржами о выводе на них ценных бумаг украинских эмитентов	Снижение объемов сделок и котировок ценных бумаг на отечественном организованном рынке	Реализация соглашений возможна после принятия нормативных актов по пункту 6 начиная с 2007-2008 гг.
6.	Проекты Положений ГКЦБФР о порядке размещения ценных бумаг иностранных эмитентов в Украине и украинских эмитентов за пределами Украины	В первом случае ожидается рост, а во втором – снижение объемов сделок на отечественном организованном рынке. При введении в действие обоих положений наиболее вероятно первая тенденция из-за большей привлекательности ценных бумаг зарубежных финансовых рынков	Реализация соглашений возможна после принятия нормативных актов начиная с 2007-2008 гг.
7.	Положение ГКЦБФР о функционировании фондовых бирж вводит два уровня листинга вместо трех уровней, действовавших на фондовых биржах, и ужесточает требования к эмитентам ценных бумаг, в частности в отношении их безубыточности и др.	Категории листинговых могут лишиться привлекательные и ликвидные ценные бумаги крупных их эмитентов (прежде всего энергетического сектора экономики) из-за убыточности предприятий. Это может воспрепятствовать также выставлению на продажу на фондовых биржах пакетов их акций, принадлежащих государству, поскольку проект программы	Ввод в действие «Положения» ГКЦБФР – в сентябре-октябре 2007 г. Полностью воздействие на организованный рынок может проявиться в 2008 г.

		приватизации предусматривает для объектов групп В и Г обязательную процедуру листинга. Нельзя исключать также снижение котировок этих ценных бумаг на вторичном организованном рынке после выведения их из категории листинговых	
--	--	---	--

Построение математических моделей динамики и расчет ожидаемых значений показателей

На рис. 22 и 23 приведены кривые регрессии для объемных показателей фондового рынка Украины и его сегментов, построенные на базе фактических данных ГКЦБФР за период с 1996 по 2006 г. с использованием программы регресси-

онного анализа Microsoft Excel. Параметры регрессии приведены в табл. 6. Достаточно высокие значения коэффициента детерминации R^2 , так же как и превышение табличных значений критерия Фишера при доверительной вероятности $\alpha=0,95$, указывают на адекватность выбранных математико-статистических моделей.

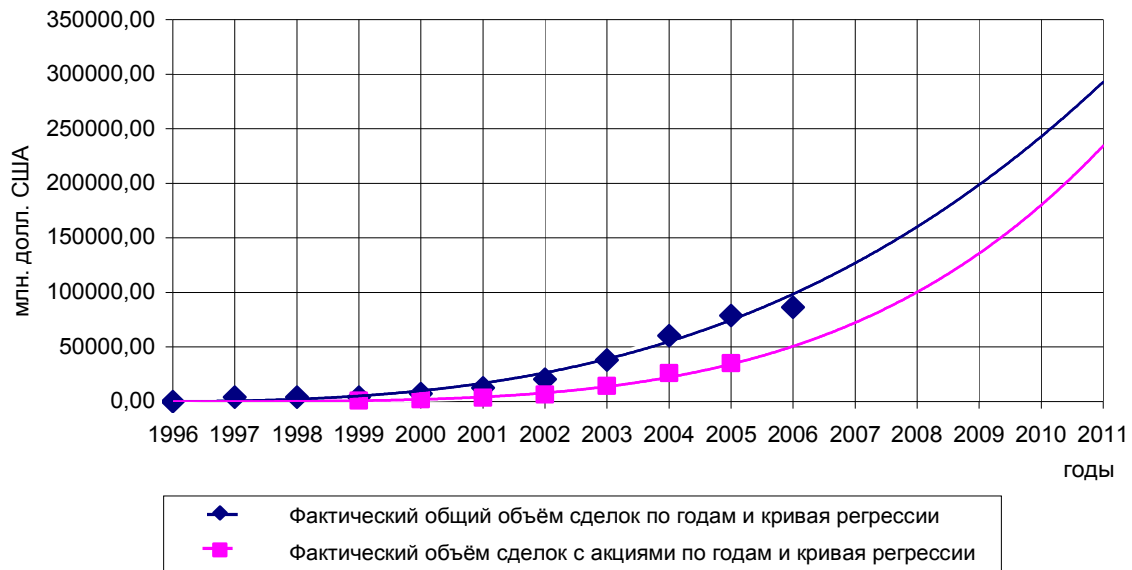


Рис. 22. Кривые регрессии для объемных показателей фондового рынка Украины

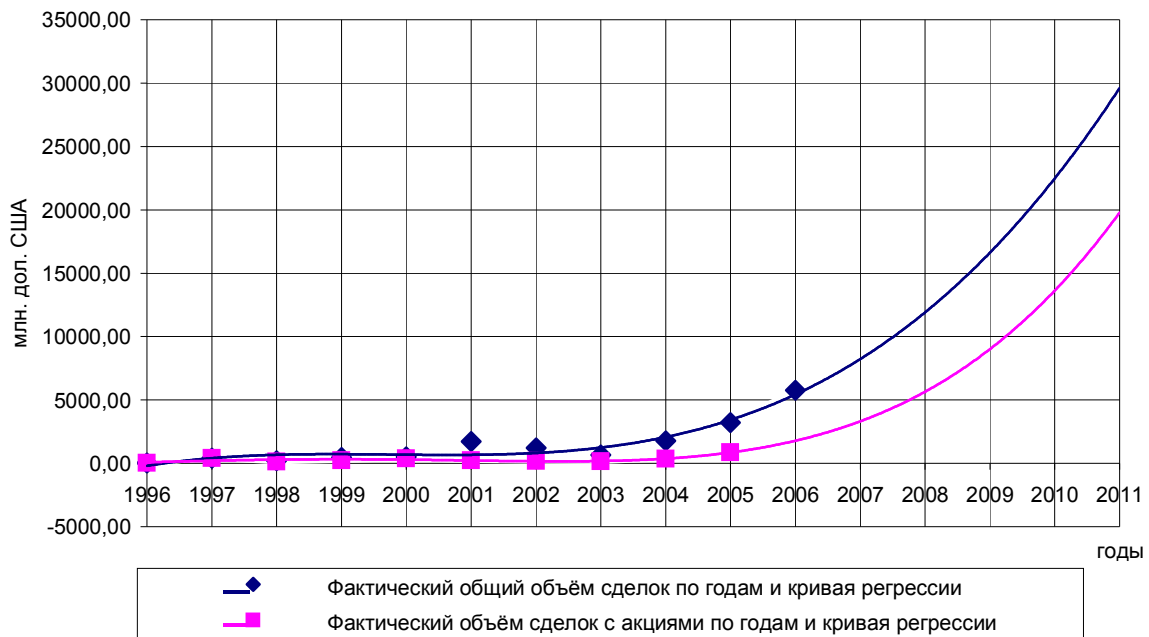


Рис. 23. Кривые регрессии для объемных показателей организованного рынка ценных бумаг Украины

Таблица 6. Результаты регрессионного анализа объемных показателей фондового рынка Украины в период с 1996 по 2006 г.

Показатели	Параметры регрессии		Коэффициент детерминации R ²	Критерий Фишера F(α=0,95)	
	вид регрессии	уравнение регрессии		расчетное значение	табличное значение
Объем сделок с ценными бумагами на фондовом рынке	Степенная	$y = 92,436x^{2,9075}$	0,9355	1,073399	2,978239
Объем сделок с акциями на фондовом рынке	Степенная	$y = 2,8053x^{4,0877}$	0,9970	1,161781	4,283862
Объем сделок с ценными бумагами на организованном рынке	Полиномиальная	$y = 20,694x^3 - 294,58x^2 + 1346,3x - 1270,8$	0,9237	1,082799	2,978239
Объем сделок с акциями на организованном рынке	Полиномиальная	$y = 1,020x^4 - 14,959x^3 + 49,653x^2 + 55,641x - 0,8333$	0,8232	1,216663	3,178897

Экстраполяция кривых регрессии воздействующих на рынок факторов, и на период с 2007 по 2011 г. была произведена в предположении о неизменном составе и характере этой основе получены расчетные значения прогнозируемых показателей, которые приведены в табл. 7.

Таблица 7. Расчетные значения прогнозируемых показателей фондового рынка и его сегментов в период с 2007 по 2011 г., млн. дол. США

Показатели	2007	2008	2009	2010	2011
Объём сделок на фондовом рынке	126934	160196	198713	242854	292981
Объём сделок с акциями на фондовом рынке	72338	100337	135838	180096	234464
Объём сделок на организованном рынке	8224	11912	16624	22485	29620
Объём сделок с акциями на организованном рынке	3313	5650	9008	13633	19791

Примечание. Курс доллара США принят по данным Нацбанка Украины за 2006 г.

Оценка влияния институциональных факторов, перечисленных в табл. 4 и 5, производилась экспертным путем по отдельной методике, на основе которой

были вычислены соответствующие корректирующие коэффициенты и произведен расчет ожидаемых значений объемных показателей в прогнозируемом периоде (табл. 8).

Таблица 8. Расчет ожидаемых значений показателей организованного рынка ценных бумаг Украины в 2007-2011 гг.

Наименование	Вариант прогноза	Показатель ПФТС в 2006 г.	2007	2008	2009	2010	2011
Организованный рынок в целом							
Расчетное значение показателя объема сделок с ценными бумагами, млн. дол. США	-	5614	8224	11912	16624	22485	29620
Среднее арифметическое значение общего корректирующего коэффициента по данным трех экспертов	Оптимистический	-	1,06	1,21	1,40	1,50	1,63
	Пессимистический	-	0,84	0,80	0,76	0,76	0,74
Скорректированное значение показателя объема сделок, млн. дол. США	Оптимистический	-	8717	14419	23274	33728	48281
	Пессимистический	-	6908	9530	12634	17089	21219
Удельный вес организованного рынка ценных бумаг в общем объеме фондового рынка, %	Оптимистический	6,5	6,7	9,0	11,7	13,9	16,5
	Пессимистический		5,4	6,0	6,4	7,0	7,5
Организованный рынок акций							
Расчетное значение показателя объема сделок с акциями, млн. дол. США	-	1224	3313	5650	9008	13633	19791
Среднее арифметическое значение общего корректирующего коэффициента по данным трех экспертов	Оптимистический	-	1,03	1,17	1,31	1,41	1,44
	Пессимистический	-	0,84	0,83	0,75	0,73	0,76
Скорректированное значение показателя объема сделок, млн. дол. США	Оптимистический	-	3412	6611	11800	19632	28499
	Пессимистический	-	2783	4690	6756	9952	15041
Удельный вес организованного рынка акций в общем объеме сделок с акциями на фондовом рынке, %	Оптимистический	3,5	4,7	6,6	8,7	10,9	12,2
	Пессимистический		3,8	4,7	5,0	5,5	6,4

Анализ полученных результатов позволяет сделать следующие выводы: существенно большее расхождение между оптимистическим и

пессимистическим вариантами (в 2,3 раза для организованного рынка в целом и в 1,9 раза – для организованного рынка акций в

2011 г.) обусловлено труднопрогнозируемым характером воздействия институциональных факторов и преобладанием негативных воздействий над позитивными в прогнозируемом периоде.

В связи с этим расчетные значения показателей можно рассматривать как наиболее предпочтительные (рис. 24 и 25).

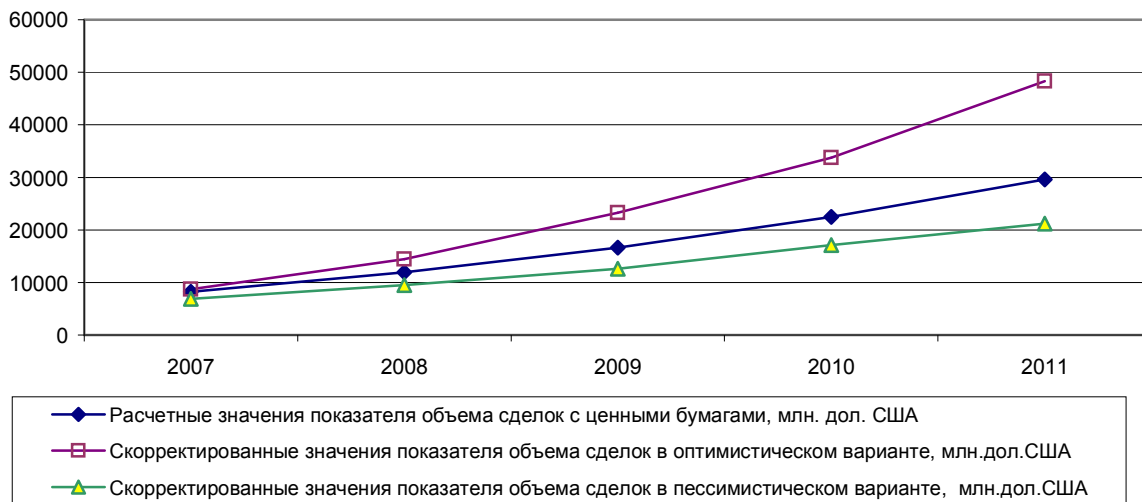


Рис. 24. Прогноз динамики организованного рынка ценных бумаг Украины в 2007-2011 гг.

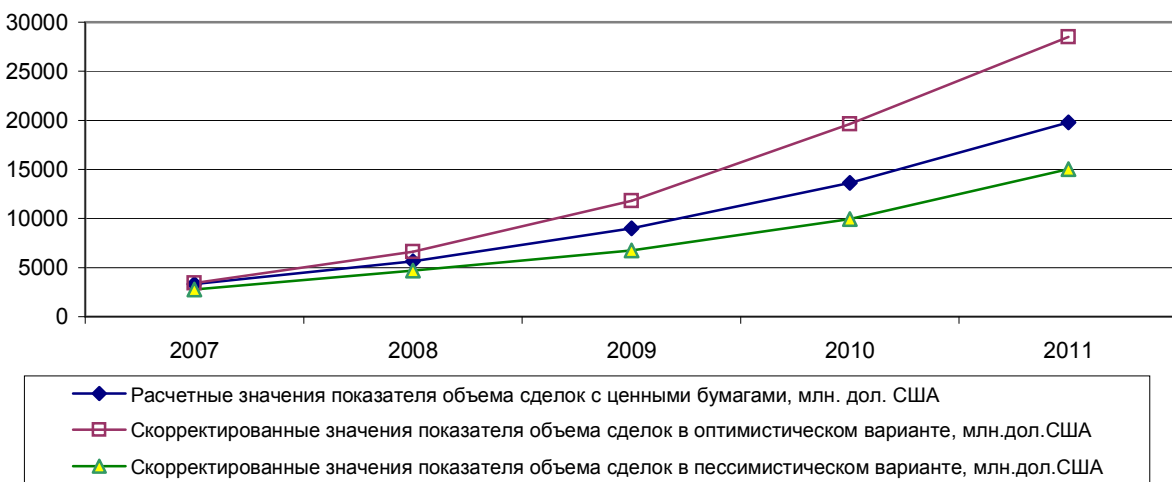


Рис. 25. Прогноз динамики организованного рынка акций в 2007-2011 гг.

В оптимистическом варианте объем сделок с ценными бумагами на организованном рынке возрастет в 2011 г. в 8,6 раза по сравнению с 2006 г., в пессимистическом – в 3,8 раза. Аналогичные показатели роста для организованного рынка акций составляют

соответственно 23,3 и 12,3 раза. Соотношение этих показателей дает основание утверждать, что рынок акций будет расти быстрее, чем организованный рынок ценных бумаг в целом. Вместе с тем, несмотря на значительный рост удельного веса организованного рынка в

общем объеме фондового рынка, этот важный показатель будет оставаться все еще крайне малым, что свидетельствует о сохранении в предстоящие годы беспрецедентного в мировой практике многократного доминирования неорганизованного сегмента рынка над организованным. Еще более худшей будет оставаться ситуация на организованном рынке акций, удельный вес которого в общем объеме сделок с акциями на фондовом рынке составит в 2011 г. в оптимистическом варианте всего лишь 12,2% (см. табл.8).

В прогнозируемом периоде сохранится огромная дистанция между украинским и организованными рынками России и Польши. Вероятно также значительное отставание организованного рынка акций Украины от Румынии и Болгарии. Сравнительно небольшие «размеры» рынка на фоне ускоряющейся финансовой глобализации будут создавать угрозу его поглощения крупными зарубежными фондовыми площадками, прежде всего Варшавской фондовой биржей, уже сейчас проявляющей экспансионистские намерения на фондовом рынке Украины.

Для оценки перспектив IPO на отечественных организаторах торговли воспользуемся данными по Варшавской фондовой бирже и фондовой бирже ММВБ, приведенными в табл.2, предположив, что между объемами IPO и объемами сделок с акциями на организованном рынке существует определенная связь. Соотношение между этими двумя показателями на ВФБ составляло в 2004 г. 12,3%, в 2005 г. - 4,0%, а в 2006 г. -0,6%. На ММВБ это соотношение составило в 2006 г. 2,4%. Приняв, что в среднем по двум указанным биржам это соотношение составило 4,8%, ориентировочный объем IPO на организованном рынке акций

Украины в 2011 г. может достигнуть 1,37 млрд. дол. США в оптимистическом и 0,72 млрд. дол. США в пессимистическом вариантах. Реальный объем IPO на отечественных организаторах торговли будет зависеть от потребностей компаний в дополнительном капитале и конкурентоспособности украинских фондовых бирж по сравнению с зарубежными, в том числе и в отношении финансовых затрат эмитентов, связанных с осуществлением IPO. Но в любом случае имеется достаточная вероятность того, что к 2011 г. на отечественном организованном рынке смогут проводиться IPO с единичными объемами размещения до 50-100 млн.дол.США.

3. Прогноз качественных изменений на организованном рынке ценных бумаг Украины

Ожидаемый к 2011 г. многократный рост торгового оборота рынка акций и объемов IPO на отечественных фондовых площадках предполагает, во-первых, выход на него крупных, инвестиционно привлекательных украинских компаний, отвечающих общепринятым в мире принципам корпоративного управления и публичности (информационной открытости). Во-вторых, такой рост невозможен без появления на рынке крупных институциональных, преимущественно портфельных инвесторов как отечественных, так и иностранных. В-третьих, необходимым условием такого роста является развитая, полноценно функционирующая депозитарная и расчетно-клиринговая система, обеспечивающая выполнение сделок по принципу «поставка против платежа» в сроки, не позднее T+1. В-четвертых, такой рост создает необходимую базу для построения

надежного фондового индекса и функционирования срочного рынка на его основе, а также на базе финансовых активов, прежде всего акций.

Несмотря на ожидаемый рост объемов организованного рынка, в предстоящие годы конкуренция среди отечественных фондовых бирж будет усиливаться, вынуждая их совершенствовать свою материально-техническую базу и качество предлагаемых услуг. Вместе с ужесточением требований к организаторам торговли со стороны государства, в частности в отношении собственного капитала, все это вынудит многие из фондовых бирж уйти с рынка или пойти на различные формы объединения между собой или с более успешными фондовыми площадками. Не исключены также различные формы взаимодействия украинских и зарубежных фондовых бирж, прежде всего российских и польской.

Аналогичные процессы будут происходить и в сообществе операторов рынка, что должно привести к значительному сокращению их

количества при одновременном росте капитализации оставшихся на рынке компаний-торговцев ценными бумагами.

В то же время набирающий динамику приход в Украину иностранных финансовых компаний, прежде всего в банковском секторе, рост его капитали-

зации, создаст жесткую конкуренцию организованному рынку ценных бумаг и будет способствовать оттоку капитала за рубеж. Этот процесс может усилиться с ростом популярности рынка российских депозитарных расписок и создания правовых условий для проведения IPO на ведущих российских фондовых биржах в связи с их более высокой потенциальной конкурентоспособностью по сравнению с крупными зарубежными фондовыми площадками. Пессимистический вариант прогноза учитывает эти неоднозначные для украинского организованного рынка процессы.