

**Т.Д. Косова**  
академік АЕН України,  
м. Донецьк

## ПРОБЛЕМИ І ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

**Постановка проблеми, її зв'язок з важливими науковими та практичними завданнями.** Кожна країна має свою унікальну модель фінансової системи. Україна, як і більшість країн Центрально-Східної Європи, пішла шляхом створення банківсько-орієнтованої моделі структурної організації фінансової системи, за основу якої взято німецьку модель універсального фінансування комерційними банками. Проте деякі елементи формувалися на основі ринково орієнтованої (англосаксонської) моделі, наприклад, система державного моніторингу учасників ринку цінних паперів створювалася за американським типом, а інфраструктурні інститути — за принципами, які близькі до директив Європейського співтовариства.

Фондовий ринок України виник у 90-ті роки, і останнім часом потужно розвивається. Але недосконалість інфраструктури ринку цінних паперів і нестабільна макроекономічна ситуація призводять до певного відриву фондових процесів від реалій економіки. За цих обставин ефективна практика корпоративного управління є головною передумовою, що визначає здатність залучати фінансові ресурси, необхідні для довгострокового інвестування і економічного зростання. Тому актуальним є дослідження проблем і перспектив розвитку фінансового ринку України.

**Аналіз останніх публікацій.** На сучасному фінансовому ринку виразно проявляються дві генеральні тенденції — інтеграційна, виразником якої є концепція так званих «за-

гальних фінансів», і дезінтеграційна, яка проявляється у концепції спеціалізації (у розрізі фінансових продуктів або груп клієнтів) [1, с. 358–362]. Саме тому увагу вчених привертає проблема створення стратегічних альянсів страхових компаній і банків, питання ефективного механізму їх взаємодії [2; 3], досліджуються факти придбання банками, іншими великими корпораціями страховиків [4; 6], аналізується місце та роль банківських установ у новій системі державного пенсійного страхування, їх взаємодія з недержавними пенсійними фондами [6; 7]. Досліджується проблема становлення комерційних банків як суб'єктів фондового ринку України [8]. Розробка питань впливу рейтингів як ринкових індикаторів діяльності банків та створення вітчизняних рейтингових установ перебуває на початковій стадії. У працях Гапчича Д. [9], Готовчикова І. [10], Савченка Т. [11], Карчевої Г. [12], Набока Р. [13] наводяться окремі рейтингові методики, створені за рекомендаціями Національного банку України, Базельського комітету з банківського нагляду, Світового банку, спеціалізованих компаній тощо.

Ряд публікацій вказують на низьку довіру населення до корпоративних цінних паперів. Зокрема, Буряк П. Ю., Татарин Н. Б., Король В. А. причинами цього називають велику кількість конфліктів, яка стосується питань виплати дивідендів, проведення додаткових випусків акцій, реорганізації, розпорядження активами товариств тощо [14, 15]. Основною причиною такого становища є недостатня поінформованість учасників ринку цінних паперів про обіг акцій та фінансово-господарський стан емітентів [16]. Незважаючи на суперечливість розвитку українського ринку цінних паперів, зростає увага суб'єктів до ринку корпоративних облігацій України [17].

**Постановка завдання.** Метою дослідження є розробка механізмів реалізації інтеграційної концепції розвитку фінансової системи і становлення рейтингової інфраструктури фінансового ринку України.

**Основний матеріал з обґрунтуванням отриманих наукових результатів.** Інвестиційна активність, пов'язана з функціонуванням фондового ринку, зумовлена емісійною діяльністю та рівнем використання емісії на інвестиційні цілі. Станом на 01.01.2007 р. загальний обсяг випусків цінних паперів, зареєстрованих ДКЦПФР, становить 291,08 млрд. грн. Темпи приросту загального обсягу цінних паперів у 2000–2001 рр. становили майже 50 %, а в 2002–2003 рр. — уповільнилися вдвічі. У 2004 р. приріст склав 31,8 %, у 2005 р. — 42,7 %, у 2006 р. — 40,5 %. Таким чином, темпи зростання емісії цінних паперів залишаються високими. У 2006 р. було зареєстровано випусків цінних паперів вартістю 84,07 млрд. грн., в т. ч. акцій — 43,54 млрд. грн., облігацій підприємств — 22,07 млрд. грн., опціонів — 16,68 млрд. грн. [18]. Динаміку загального обсягу зареєстрованих акцій наведено на рис. 1.

Станом на 01.01.2007 р. в Україні зареєстровано акцій на суму 195,94 млрд. грн., що становить 67 % загальної емісії цінних паперів. Протягом 2006 р. зареєстровано 5 значних за обсягом випусків акцій, які суттєво вплинули на загальну структуру зареєстрованих випусків акцій за період, а саме: НАК «Енергетична компанія України» (на суму 9,83 млрд. грн.), ЗАТ Северодонецьке об'єднання «Азот» (1,06 млрд. грн.), ВАТ «Алчевський металургійний комбінат» (1,0 млрд. грн.), ВАТ «Луцький автомобільний завод» (648,0 млн. грн.), ВАТ «Концерн «Стирол» (623,88 млн. грн.).

Винятково важливим для України є розвиток ринку корпоративних облігацій. Сформована структура

корпоративної власності, закономірності економічного розвитку і особливості інвестиційних ризиків сприяють переважному розвитку боргових інструментів, про що свідчить рис. 2.

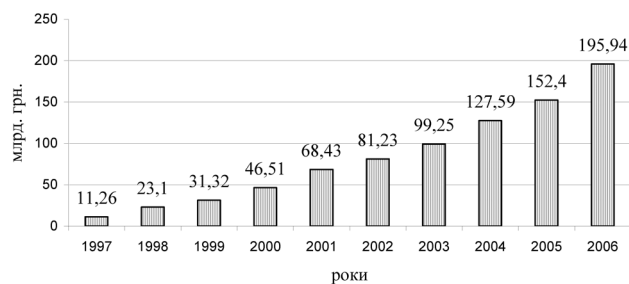


Рис. 1. Динаміка загального обсягу зареєстрованих випусків акцій в Україні

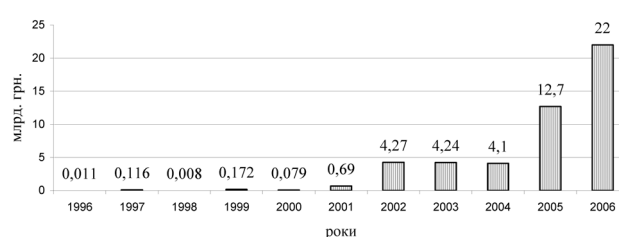


Рис. 2. Динаміка обсягу зареєстрованих випусків корпоративних облігацій в Україні

Найбільший обсяг емісії облігацій у 2006 р. здійснило підприємство ТОВ «Виробничий сектор» (675,18 млн. грн. або 3,06 % загального випуску). Починаючи з 2002 р. в Україні спостерігається різке збільшення обсягів випусків облігацій підприємств, що означає виникнення процесу трансформації ринку пайових паперів у ринок боргових. Ринок корпоративних облігацій дає можливість залучення підприємствами істотних ресурсів середньострокового характеру без втрати контролю над компанією для існуючих акціонерів. Розвиток ринку корпоративних облігацій дозволить підприємствам залучати грошові ресурси на більш вигідній основі, створить конкуренцію банківському капіталу, як основному джерелу кредитних коштів, надасть можливість емітентів проводити більш гнучку фінансову політику, поліпшить ліквідність фондового ринку.

В Україні поширюється обіг похідних фінансових інструментів. Починаючи з 2000 р. 19 емітентів здійснили випуск опціонів, протягом 2006 р. ДКЦПФР зареєстровано випуски опціонів на суму 16,68 млн. грн. Станом на 31.12.2006 р. зареєстровано 46 специфікацій ф'ючерсних контрактів: 16 — в аграрному секторі; 22 — у валютному; 8 — у паливно-енергетичному.

Адаптація існуючих форм інтеграції до фінансового ринку дозволила виявити найбільш прийнятні для співпраці фінансових посередників: агентські відносини — надання взаємних послуг на умовах комісійного винагородження; кооперація — висока ступінь інтеграції під час розробки продуктів аж до спільних послуг та розвитку спільних каналів їх розповсюдження, можливість взаємного використання баз даних щодо клієнтів; фінансовий супермаркет — найвища ступінь інтеграції політики і бізнес-операцій, яка характери-

зується можливістю спільного використання баз даних про клієнтів, надання універсальних фінансових послуг та цілковито інтегрованих продуктів.

Передумовами інтеграції діяльності фінансових посередників є: подібність технологій управління активами та оцінки ризиків; зменшення трансакційних витрат по всьому циклу руху грошей від їх залучення до розміщення; диверсифікація фінансових ризиків; можливість створення уніфікованої фінансової торгової марки.

Нині спостерігається чітка тенденція до створення стратегічних альянсів між вітчизняними банками і страховими компаніями. Найвідомішими є альянси Промінвестбанку та Акціонерного страхового товариства «Вексель», Укрсоцбанку та НАСК «Оранта» (яка поглинула дочірню страхову компанію цього банку — АСК «Укрсоцстрах»), банку «Аваль» та АСК «Еталон» і «Еталон-плюс», Приватбанку та СК «Кредо», банку «Форум» і СК «Провіта» тощо. Враховуючи тенденції, які склалися на страховому ринку України, можна передбачити, що вітчизняні банки та промислові підприємства і надалі будуть головними інвесторами страхових компаній. Прикладом інвестування банківського капіталу в страхову галузь є купівля НАСК «Оранта» державного пакета акцій АКБ «Укрсоцбанк».

Перевагами інтеграції банків зі страховими компаніями і пенсійними фондами є: розширення набору послуг при обслуговуванні клієнтів; вигаши від продажу полісів страхування; отримання додаткових комісійних доходів; змога кредитування клієнтів під заставу страхових та пенсійних полісів; додаткові комісійні доходи від купівлі валюти для страхової компанії; залучення стабільних довгострокових ресурсів; володіння пакетом акцій страхової компанії з метою підвищення капіталізації.

Перелічимо основні аргументи на користь страхування як засобу гарантування безпеки бізнесу. По-перше. У діяльності банків, коли активно поширюються нові фінансові та інформаційні технології, виникають ризики, від яких не можна захиститися традиційними засобами безпеки, хоча нехтувати ними просто неможливо. По-друге. Для безпеки банкам зазвичай пропонується комплексне страхування.

Перевагами інтеграції страхових компаній із комерційними банками є: можливість значного розширення клієнтської бази; ефективне використання філіальної системи і надлишкових потужностей банку; диверсифікація капіталу та доходу; можливість надання повного спектра банківських і страхових послуг. У зв'язку з об'єктивною необхідністю розміщення ресурсів страховим компаніям вигідно інвестувати кошти в акції банків, бо вони рентабельніші, ніж банківські депозити і державні цінні папери. Важливий напрям взаємодії страхових компаній і банків в Україні — запровадження спільних технологій продажу фінансових (страхових і банківських) послуг на вітчизняному ринку.

Взаємодія комерційних банків і пенсійних фондів зводиться до таких форм: у системі першого рівня банківська установа — уповноважений банк та зберігач; у системі другого рівня банк — зберігач, надає фонду інформацію стосовно чистої вартості його активів; у системі третього рівня банк — безпосередній учасник шляхом укладення договорів про відкриття пенсійних депозитних рахунків та виконує функції зберігача.

Зважаючи на вимогу щодо розміру регулятивного капіталу на тлі значного рівня недокапіталізації банківсь-

кого сектора України, можна констатувати, що працювати зберігачами зможуть лише найбільші банки. Отже, великі, середні та малі банки не матимуть можливості ні брати участь у тендері, ні бути учасниками системи недержавного пенсійного страхування. Банк-зберігач повинен також забезпечити зберігання та облік резерву коштів для покриття дефіциту бюджету Пенсійного фонду в майбутніх періодах окремо від пенсійних активів Накопичувального фонду. Визначено ряд обмежень щодо пов'язаних осіб, зокрема банк-зберігач не може бути компанією з управління активами, пов'язаною особою компанії з управління активами та активами пов'язаних осіб, а також не може бути пов'язаною особою аудитора Накопичувального фонду та його пов'язаних осіб.

Привабливим для банківських установ у новій пенсійній системі є можливість формування стабільної довгострокової ресурсної бази. Отже, із викладеного вище можна зробити висновок, що участь у новій системі пенсійного забезпечення відкриває перед банками нові можливості щодо залучення коштів, розширює спектр банківських послуг. За рахунок розміщення до 50 % загальної вартості пенсійних активів на банківських депозитних рахунках і в ощадних сертифікатах розширюватиметься ресурсна база. Проте до учасників нової системи пенсійного забезпечення висуваються підвищені вимоги, зокрема щодо розміру регулятивного капіталу, показників надійності та фінансової стійкості банку.

В Україні згідно із Законом «Про банки і банківську діяльність» банки можуть створювати об'єднання таких типів: банківська корпорація, банківська холдингова група та фінансова холдингова група. Саме остання форма банківського об'єднання дає банкам можливість зливатися з іншими фінансовими установами: «Фінансова холдингова група має складатися переважно або виключно з установ, що надають фінансові послуги, причому серед них має бути щонайменше один банк, і материнська компанія має бути фінансовою установою».

Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку здійснюється розробка проекту Закону України «Про систему рейтингування суб'єктів господарювання та інструментів фондового ринку». Зазначений законопроект визначає порядок діяльності рейтингових агентств, визначає суб'єктів господарювання та інструменти фінансового ринку, стосовно яких проводиться визначення рейтингової оцінки.

Рейтингові агентства — важливий елемент сучасної фінансової системи, елемент її інфраструктури, необхідний в процесі інвестування та кредитування. Розміщення облігацій, акцій, кредитні операції банків, операції з факторингу та лізингу, розміщення активів пенсійних фондів, страхових компаній пов'язані з кредитними рейтингами. Процес отримання рейтингу — цілком добровільна справа емітента, який в умовах конкуренції серед позичальників створює за допомогою рейтингу кращі умови залучення коштів, знижує витрати на розміщення своїх зобов'язань.

Із практичної точки зору в Україні існує обмежений перелік консультативних структур, найбільш відомою з яких є компанія «Кредит-рейтинг». Агентство «Кредит-Рейтинг» - перше в Україні (з 2001 р.) спеціалізоване рейтингове агентство, яке надає послуги в області незалежної оцінки кредитоспроможності суб'єктів запозичень з привласненням кредитних рейтингів за українською

національною шкалою. З 2003 р. рейтингові оцінки агентства офіційно визнаються Міністерством фінансів України. З 2004 р. «Кредит-Рейтинг» є уповноваженим агентством Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України для привласнення кредитних рейтингів суб'єктам господарювання, галузям економіки і регіонам.

Фахівці агентства «Кредит-Рейтинг» розробили і використовують спеціальні методики оцінки кредитного рейтингу:

а) різних типів позичальників (підприємств, комерційних банків, страхових компаній, органів місцевого самоврядування);

б) боргових цінних паперів;

в) корпоративного управління.

На офіційному сайті агентства також наводяться оцінки інструментів і суб'єктів, надані міжнародними агентствами. Але істотно впливає на них суверенний рейтинг України, який, як відомо, ще низький. У цьому контексті розвиток національної шкали кредитного рейтингу надає змогу: чіткіше розрізнити фінансовий стан банків; враховувати національні особливості ведення бухгалтерського обліку та оподаткування; не зважати на суверенні ризики, пов'язані з політичною обстановкою. Рейтинговий бізнес розвивається завдяки трьом послідовним стадіям: перша — збір інформації, її відповідна обробка та зберігання, тобто створення баз даних для підтримки історії позичальника (у тому числі з використанням послуг кредитного бюро); друга — статистична обробка даних і аналіз діяльності економічних суб'єктів; третя — безпосереднє присвоєння кредитного рейтингу. При цьому розвиток послуг рейтингування має здійснюватися на добровільних засадах, із можливістю допуску до користування таким фінансовим сервісом усіх охочих.

Методики визначення рейтингу банків відрізняються врахуванням цілей користувачів, складністю розрахунків, гнучкістю, можливостями використання в прогнозуванні діяльності банківської установи.

Основними рисами методик, які застосовуються регулюючими органами, є: використання інформації, що є банківською таємницею і не підлягає оприлюдненню; аморфність інформаційної моделі, для якої характерні відсутність жорсткої регламентації системи показників і переважне значення суб'єктивної думки експерта.

В основу методик, які використовуватимуться незалежними рейтинговими агентствами, доцільно покласти інформацію публічної звітності банківських установ. Вони повинні бути більш формалізованими і ґрунтуватися на оцінці об'єктивних показників при наявності їх критеріальних рівнів.

Усвідомлюючи необхідність поширення принципів корпоративного управління в Україні та надання всім учасникам фінансового ринку достовірної інформації щодо впровадження і застосування корпоративного управління окремими суб'єктами господарювання, а також задля здійснення об'єктивної оцінки якості корпоративного управління за бажанням самих компаній, Рейтингове агентство «Кредит-Рейтинг» розробило методологію оцінки рівня корпоративного управління [19].

При розробці методології оцінки рівня корпоративного управління за основу взято такі документи: Принципи корпоративного управління ОЕСР; Основоположні принципи корпоративного управління Євро-акціонерів

2000; Принципи та рекомендації щодо корпоративного управління ЄАТЦП; Політика з корпоративного управління та прозорості на новостворюваних ринках (ІМФ); Глобальні принципи корпоративного управління CalPERS.

Концептуальні основи визначення рейтингу корпоративного управління наведено на рис. 3.

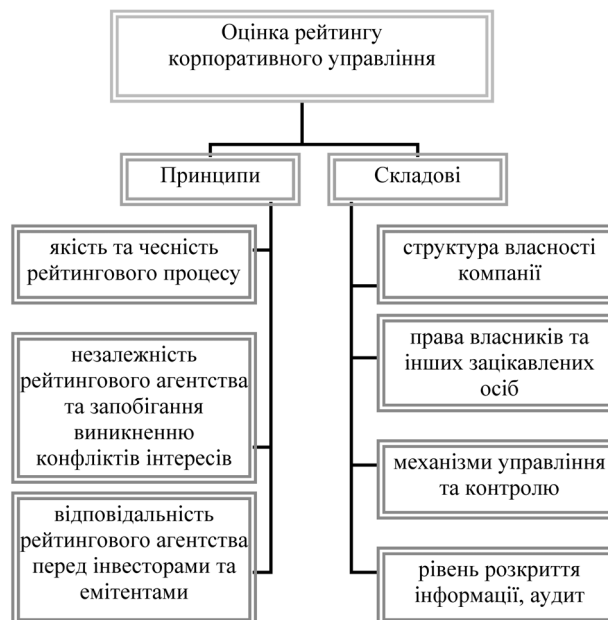


Рис. 3. Концептуальні основи визначення рейтингу корпоративного управління

Відповідальність рейтингового агентства перед інвесторами та контрагентами забезпечується:

— обґрунтуванням рейтингового рішення, щоб надати стороннім особам достатнє підґрунтя для розуміння, яким чином був визначений рейтинг;

— наведенням у своїх прес-релізах та звітах основних факторів, на яких ґрунтується рейтингове рішення;

— застосуванням процедур та механізмів захисту конфіденційної інформації, що надається контрагентами, на умовах договору про конфіденційність або іншої взаємної домовленості.

Оцінка рівня корпоративного управління здійснюється шляхом дослідження окремих складових системи корпоративного управління, які розглядаються рейтинговим агентством під час рейтингового процесу.

#### Висновки:

1. Основними проблемами фондового ринку України є недостатній розвиток вторинного ринку цінних паперів, стан корпоративного управління в акціонерних товариствах та недосконала операційна інфраструктура. В основу розвитку фондового ринку України слід покласти підвищення прозорості діяльності емітентів цінних паперів та їх рейтингову оцінку. Основні засади розкриття інформації, яка є дієвим інструментом впливу на акціонерне товариство та захисту прав інвесторів, здійснюються через: безоплатність розміщення емітентом інформації в загальнодоступній базі Комісії з використанням технологій Інтернету; впровадження в звітності стандартів розкриття інформації Міжнародної організації комісій з цінних паперів; поступове впровадження Міжнародних стандартів фінансової звітності.

2. Кількісні показники розвитку фондового ринку України демонструють сталу тенденцію до зростання, якісні параметри характеризуються зміною структури зареєстрованих випусків цінних паперів, зростанням ролі облігацій і похідних фінансових інструментів, що означає виникнення процесу трансформації ринку пайових паперів у ринок боргових. Розвиток практики рейтингування рівня корпоративного управління сприятиме підвищенню капіталізації акцій емітента, ефективному розвитку публічного організованого ринку цінних паперів; формуванню більш чіткої стратегії розподілу прибутку і дивідендної політики підприємств.

3. Перспективи розвитку фондового ринку України слід пов'язувати із розвитком ринку похідних фінансових інструментів; інструментів сек'юритизації фінансових активів та ринку іпотечних цінних паперів. Для стимулювання розвитку ринку похідних фінансових інструментів на законодавчому рівні мають бути врегульовані питання щодо однозначного визначення цих інструментів та базових активів; визначення прав і обов'язків сторін в угодах з похідними фінансовими інструментами; створення механізмів захисту інтересів учасників ринку; визначення вимог до учасників ринку похідних, управління ризиками операцій з похідними, обліку цих інструментів тощо.

4. Формування системи рейтингування в Україні повинно здійснюватися виключно на ринкових засадах. Недоцільним в умовах нерозвинутості та монополізації ринку рейтингових послуг є запровадження обов'язкового рейтингування регіонів, галузей та суб'єктів підприємницької діяльності, а також фондових інструментів. Державне регулювання діяльності з рейтингування має здійснюватися тільки стосовно виробників послуг даного виду та не мати відношення до об'єктів рейтингування (замовників рейтингу) і споживачів рейтингів (інвесторів та клієнтів) і зводиться до визначення критеріїв, яким мають відповідати структури, що прагнуть займатися рейтинговою діяльністю, насамперед з точки зору їх технічної спроможності та кваліфікації персоналу.

5. Можливими формами інтеграції діяльності фінансових посередників є: агентські відносини, кооперація, фінансовий супермаркет. Сучасному стану розвитку фондового ринку України більшою мірою відповідає їх співпраця на базі укладених агентських угод. У подальшому слід очікувати розвиток кооперативних форм інтеграції, надання універсальних фінансових послуг та цілковито інтегрованих продуктів. Найбільш вдалою організаційно-правовою формою, яка дозволяє банкам можливість зливатися з іншими фінансовими установами, є фінансова холдингова група.

6. Інтеграція фінансових посередників дозволяє досягти синергетичного ефекту і додаткової вигоди від об'єднання ресурсів компаній, що проявляється у таких позитивних перевагах: збільшення доходів за рахунок розширення спеціалізації, поліпшення маркетингу та посилення позицій на ринку; зменшення витрат та економії на взаємодоповнюючих ресурсах; оптимізація оподаткування; зниження вартості капіталу. Вона може спонукати до створення об'єднаного наглядового органу, оскільки фрагментарний нагляд за діяльністю фінансової групи, яка займається всіма зазначеними видами бізнесу, є неефективним.

**Перспективи подальших досліджень** полягають у розробці механізмів сек'юритизації іпотечних портфелів.

## Література

1. Клапків М. С. Страхування фінансових ризиків: моногр./ М. С. Клапків — Тернопіль: Економічна думка, Карт-бланш, 2002. — 570с.
2. Лилик О. Bancassurance та перспективи його розвитку в Україні // Вісник НБУ. — 2007. — №2. — С. 32–37.
3. Гриценко Р. Тенденції банківського бізнесу: злиття банків, страхових компаній та пенсійних фондів // Вісник Національного банку України.— 2004.— №2.— С.15–17.
4. Кричевский А. О некоторых аспектах взаимодействия страховых компаний и банков // Финансы.— 2002. — № 2. — С. 47–50.
5. Фурман В. Перспективи створення альянсів страхових компаній і банків в Україні // Вісник Національного банку України.— 2005. — №4. — С. 20–21.
6. Примостка О. Місце та роль банківських установ у новій пенсійній системі // Вісник Національного банку України. — 2004. — №1. — С. 52–54.
7. Співак Л., Каракулова І. Функціонування та взаємодія банків і небанківських фінансових інститутів в Україні // Вісник НБУ. — 2006. — №7. — С. 46–48.
8. Черкасова С. В. Інвестиційна діяльність комерційних банків на ринку цінних паперів // Фінанси України. — 2003. — №10. — С. 130–134.
9. Гапчич Д. М. Становлення рейтингової інфраструктури фондового ринку України // Фінанси України. — 2005. — №1. — С. 77–82.
10. Готовчиков, И. Ф. Математические методы оценки рейтингов отдельных коммерческих банков и российской банковской системы в целом // Финансы и кредит. — 2002. — № 23. — С. 33–37.
11. Савченко Т. Публічна система комплексної оцінки діяльності банків як інструмент підвищення якості інформації про банки // Вісник НБУ. — 2006. — №10. — С. 40–45.
12. Карчева Г., Камінський А., Юрчук О. Рейтингові оцінки надійності банків та їх роль у підвищенні капіталізації банківської системи // Вісник НБУ. — 2003. — №2. — С.22–27.
13. Набок Р., Набок О. Концептуальна схема рейтингування банків України // Вісник НБУ. — 2006. — №8. — С. 20–25.
14. Буряк П. Ю., Татарин Н. Б. Корпоративне управління: особливості розвитку в Україні // Фінанси України. — 2006. — №6. — С. 78–81.
15. Король В. А. Проблеми управління фінансами відкритих акціонерних товариств // Фінанси України. — 2007. — №2. — С.82–86.
16. Леонов Д. А., Смаглюк Є. М. Перспективні напрями розвитку інформаційної інфраструктури ринку акцій в Україні // Фінанси України.— 2007.— №2.— С.35–41.
17. Охріменко О. А. Ринок корпоративних облігацій України: тенденції та суперечності // Фінанси України.— 2005. — №12
18. Звіт Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку України за 2006 р. // <http://www.ssmc.gov.ua/4/2006/part2.pdf>
19. Методологія оцінки рівня корпоративного управління [Електронний ресурс].— Режим доступу: <<http://www.credit-rating.com.ua/ru/RCM.html>>.