

Іваницька О.М.,

доктор наук з державного управління,
доцент, завідувач відділу фінансових ринків
Науково-дослідного фінансового інституту
ДННУ “Академія фінансового управління”

ДЕРЖАВНА ПОЛІТИКА РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ: НОВІ НАПРЯМИ

Окреслено напрями регулювання розвитку фондового ринку України в умовах обмеження фінансових ресурсів та їх дорозчання. Визначено шляхи розвитку системи регулювання національного фондового ринку.

The author outlines directions to regulate the stock market in Ukraine in conditions of limited financial resources and their rise in price; and also determines the ways to perfect the system of national stock market regulation.

Ключові слова: державне регулювання, фондовий ринок, саморегульвні організації, системні ризики.

На сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки вдосконалення державного регулювання фондового ринку набуває критичного значення у зв'язку з такими обставинами. По-перше, криза загострила всі негативні моменти, пов'язані із прогалинами в державному регулюванні фінансового сектору, а її повернення — лише питання часу. По-друге, значно зменшився фінансовий ресурс, доступний для розвитку економіки в умовах, коли потреба в ньому є критичною внаслідок зростання боргової залежності країни. По-третє, українська держава вже не може залишатися осторонь магістральних напрямів кардинального реформування світової фінансової системи, яке є найістотнішою ознакою сьогоднішніх змін у глобалізованому світогосподарському просторі.

Державна політика розвитку фондового ринку, як і будь-яка інша сфера регулювання, має свої особливості, що знайшли відображення в численних публікаціях українських і зарубіжних авторів. Серед відомих учених, які займалися питаннями регулювання фінансового ринку, зазначимо В. Гейця, Ю. Кравченка, П. Леоненка, І. Лютого, В. Мельника, О. Мертенса, О. Мозгового, Ю. Петруню та ін. Водночас динаміка розвитку ринку є настільки інтенсивною, що визначення головних напрямів у системі стратегічного й оперативного реагування держави на ці зміни стає перманентним процесом, який потребує дослідження й корегування.

Метою статті є визначення основних напрямів регулювання розвитку фондового ринку в Україні.

Сьогодні в багатьох країнах світу спостерігається “екстенсивне” регулювання фінансової системи шляхом виділення державою або інтегрованого об'єднання значних коштів на відновлення роботи національних фінансових ринків. Лише у Сполучених Штатах Америки за останні два роки на різноманітні стимулюючі

програми витрачено 2,79 трлн дол. Серед програм, спрямованих на підтримку фондового ринку, назвемо “продукт” роботи Федеральної резервної системи — програму викупу облігацій на суму 600 млрд дол. США (так звана QE2). Незважаючи на ці титанічні зусилля, безробіття у країні досягло рівня 9 %, а ВВП показав лише 1,8 % зростання в I кварталі 2011 р.¹

Фінансова ситуація в Європі, й особливо на її периферії, є дуже тривожною. Активи балансу Європейського центрального банку на суму близько 2 трлн євро складаються з облігацій, кредитів і позик, причому 444 млрд євро вкладено в боргові цінні папери країн групи PIIGS (Португалія, Ірландія, Італія, Греція, Іспанія), які зазнають великої фінансової скрути². Отже, слід очікувати подальшого “отруєння” фінансової системи світу “токсичними” боргами, цінними паперами з низьким рейтингом і відволікання значних державних коштів на подолання цих явищ.

У класичній фінансовій теорії першим наслідком кризових явищ стає обмеження доступу до капіталу, а відтак — його подорожчання. Все відбуватиметься в умовах, коли національні державні проекти, а саме розвиток інфраструктури, розв’язання все обтяжливіших соціальних проблем, зростання й дорожчання державного апарату, обслуговування членства в міжнародних організаціях, у тому числі фінансових, потребуватимуть постійних фінансових ін’єкцій.

Україна повинна виробити загальні концептуальні основи для модернізації національної фінансової системи, враховуючи власні слабкі місця й переваги. Якщо орієнтуватися на визначені в численних міжнародних документах ключові засади реформування фондового ринку (зокрема, пітсбурзький саміт “Групи двадцяти” у вересні 2009 р.; саміти 2010 р.: червневий у Торонто й листопадовий — у Сеулі; паризький саміт у лютому 2011 р.), то за багатьма позиціями країна не зможе зробити дієвих кроків, а лише задекларує свої наміри. Йдеться передусім про слабкий зв’язок вітчизняного фондового ринку з ринками ключових гравців світових ринків, невідповідність стандартів прозорості функціонування фондового ринку, недостатній рівень його капіталізації.

Багато кроків для входження в європейський фінансовий простір треба зробити Україні й у системі державного регулювання фондового ринку. Зокрема, в ЄС запроваджується нова система нагляду, що має включати структури, призначенням яких є відстеження системних ризиків і фінансовий нагляд за учасниками фінансових ринків; створюється підґрунтя для подальшого розвитку єдиного ринку капіталів у Європі, що, зокрема, передбачає розвиток єдиних правил, застосування європейського законодавства на територіях національних держав, досягнення високого рівня конкурентності між учасниками ринку.

¹ Zeiler D. Expect Bernanke, Fed to Again Downplay Threat of Inflation // Money Morning. — 2011. — 29 June.

² Gilani S. The Next Global Credit Crisis: Why U.S. Banks and Greek Debt Will be the Toxic Trigger: [Електр. пєсупс]. — <http://moneymorning.com/2011/06/17/next-global-credit-crisis-why-us-banks-greek-debt-will-toxic-trigger/>

Заради справедливості відзначимо й позитивні зміни, які відбулися на вітчизняному фондовому ринку. У I кварталі 2011 р. зареєстровано цінних паперів на суму 16,3 млрд грн, що на 6,3 млрд грн більше, ніж у I кварталі 2010-го. Найбільші зрушення спостерігалися щодо випусків облігацій — зареєстровано 47 випусків на суму 6,8 млрд грн, що на 6,3 млрд грн більше, ніж за аналогічний період минулого року. На 40 % збільшилася кількість зареєстрованих випусків інвестиційних сертифікатів — до 13,9 млрд грн³. Водночас існує низка факторів, що спричиняють невисокий рівень роботи фондового ринку, особливо з урахуванням сучасного рівня вимог до його діяльності.

На нашу думку, основні проблеми, які потребують негайного розв'язання з огляду на можливість отримання реального ефекту, викликані недоліками державного регулювання ринку цінних паперів. Загрози, які існують для цього ринку, пов'язані з дією як макроекономічних, так і суто ринкових факторів.

Тривалий час в Україні тримається високий рівень інфляції, що завжди впливає на ринок облігацій: інфляція й інфляційні очікування нівелюють дохід на облігації як фіксовані цінні папери, відповідно зменшуючи привабливість облігацій, особливо з низькою ставкою процента (державні цінні папери).

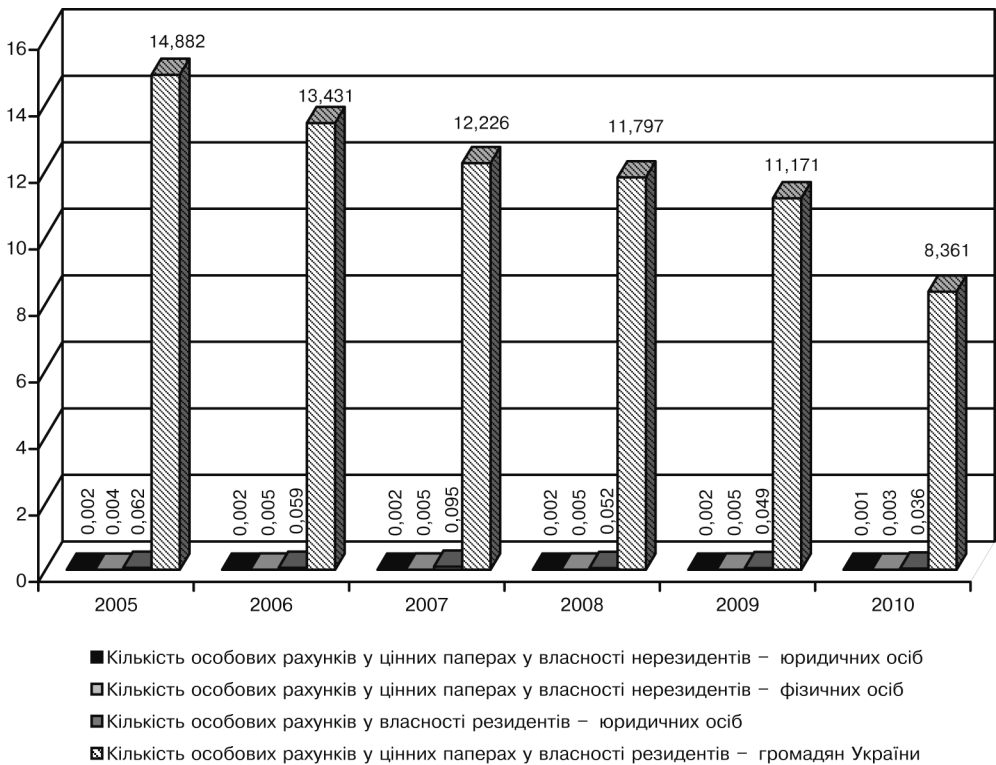
Спостерігається практична відсутність активних дій інвесторів — фізичних осіб на національному фондовому ринку. Водночас саме фізичні особи є найчисельнішою групою, за якою ведеться облік особових рахунків іменних цінних паперів (рис. 1, 2). За кількістю рахунків депонентів іменних цінних паперів громадянам України — фізичним особам належать 95,12 % їх загальної кількості. Проте ця величезна кількість рахунків лежить “мертвим” вантажем, тобто фактично є знерухомленою.

За даними Держкомстату України⁴, у 2009 р. доходи населення країни становили 897,7 млрд грн, із них заощаджень — 82,4 млрд грн. Якщо приріст фінансових активів становив у 2010 р. 70,8 млрд грн, то це відбувалося майже виключно за рахунок заощаджень у іноземній валюті. Приріст грошових вкладів і заощаджень у цінних паперах був від'ємним: -475 млн грн. Для порівняння: у 2007—2008 рр. приріст грошових коштів, розміщених у цінних паперах, становив понад 90 млрд грн. У 2010 р. доходи населення порівняно з 2009-им зросли на 23,1 % — до 1 трлн 101 млрд 15 млн грн, у т. ч. приріст фінансових активів становив 133 млрд 304 млн грн⁵. Станом на 01.01.2011 обсяг депозитів сектору домогосподарств становив 275,1 млрд грн, що означало приріст коштів на депозитах

³ ГКЦБФР в I кварталі 2011 г. зареєструвала цінних паперів на 16,3 млрд грн: [Електр. ресурс]. — <http://www.rbc.ua/rus/newsline/show/gktsbfr-v-i-kvartale-2011-g-zaregistrovala-tsennyh-bumag-21042011142600>.

⁴ Статистичний щорічник України за 2009 р. — К.: ДП “Інформаційно-аналітичне агентство”, 2010. — С. 393.

⁵ http://ukr-pravo.com.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=3765:-----2010--&catid=5:news&Itemid=5.



Джерело: складено за даними Річного звіту ДКЦПФР за 2010 р. (<http://www.ssmc.gov.ua>).

Рис. 1. Кількість особових рахунків у власників іменних цінних паперів, млн од.

на 61 млрд грн, або на 28,5 %⁶. Про зниження інвестиційної активності фізичних осіб на фондовому ринку у 2010 р. свідчать дані про скорочення їх частки у відкритих невенчурних фондах із 78,9 до 58,6 %⁷.

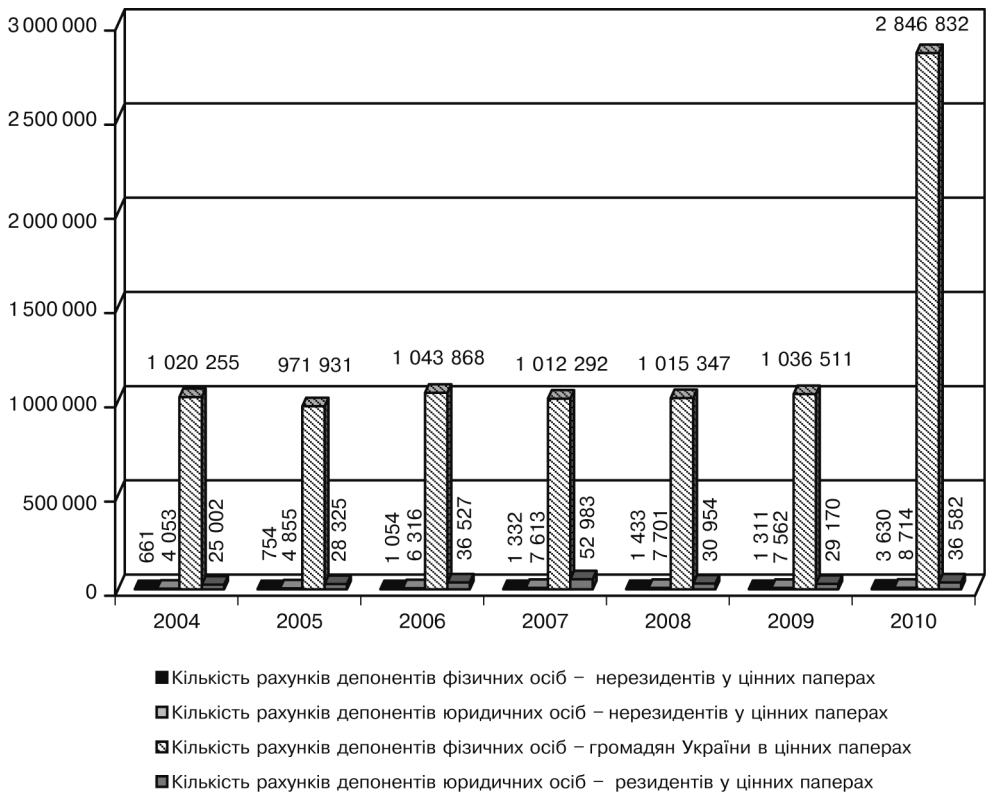
За оцінками експертів “Української біржі”, до кінця 2011 р. кількість роздрібних клієнтів має збільшитися з 6 тис. до 10 тис. осіб. Досягнення цього показника на біржі планувалося ще до кінця минулого року, але марно⁸. Отже, проблема полягає в залученні коштів фізичних осіб для проведення біржових операцій на фондовому ринку.

Утім, деякі кроки щодо збільшення привабливості фондового ринку для фізичних осіб було зроблено. Зокрема, мається на увазі рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України (ДКЦПФР) щодо надання дозволу фізичним особам на купівлю цінних паперів, які котируються на біржах, у борг. Визначено

⁶ Річний звіт Національного банку України за 2010 рік: [Електр. ресурс]. – http://www.bank.gov.ua/Publication/an_rep/A_report_2010.pdf.

⁷ УАІБ: Аналітичний огляд ринку управління активами в Україні за 2010 р.: [Електр. ресурс]. — <http://www.uaib.com.ua/files/articles/1422/57/2010.pdf>.

⁸ <http://www.kommersant.ua/doc.html?docId=1601086>.



Джерело: складено за даними Річного звіту ДКЦПФР за 2010 р. (<http://www.ssmc.gov.ua>).

Рис. 2. Кількість рахунків депонентів резидентів і нерезидентів у цінних паперах, од.

умови, за яких торговець контролює укладені угоди й вартість цінних паперів. Було вирішено спростити процедуру здійснення разових операцій, зокрема передбачено можливість використання аналогів власноручного підпису, а також адміністрування податків на доходи фізичних осіб, отримані в результаті виконання біржових операцій, із перекладенням цих функцій на торговців цінними паперами⁹.

Незважаючи на окремі заходи щодо підвищення привабливості фондового ринку для фізичних осіб, законодавчому полю України бракує чіткої доктрини залучення коштів, зосереджених на руках у населення, а також стимулювання фізичних осіб до виконання активних операцій на фондовому ринку. Стосовно цього значно привабливішим для них є банківський сектор, який активно залучає кошти фізичних осіб через депозитні програми. Існує три основні причини ігнорування громадянами країни можливостей, які надає фондовий ринок: по-перше, вкрай низька інвестиційна культура населення та його необізнаність щодо операцій на фондовому ринку; по-друге, відсутність гарантування прав інвесторів і відповідного

⁹ ГКЦБФР повернулася к физическим лицам // Коммерсантъ. — 2011. — 15 марта. — С. 1.

гарантійного фонду; по-третє, розпорошеність пакетів цінних паперів і відсутність фінансових інструментів, інвестиційно привабливих для роздрібного сектору.

Стосовно низької інвестиційної культури населення зазначимо таке: нещодавно Агентство США з міжнародного розвитку (*United States Agency for International Development — USAID*) обнародувало результати дослідження за проектом “Фінансова грамотність в Україні”. Згідно з його даними, кожен четвертий пересічний українець мав негативний досвід користування фінансовими послугами. Більшість громадян не уявляє собі, до кого потрібно звертатися за інформацією й допомогою в разі суперечок із фінансовими організаціями. У відповідь на запитання, до кого вони можуть апелювати для розв’язання спору з фінансовою установою, 31 % громадян назвали судові органи, 24 % — уповноваженого із захисту прав людини (хоча ця особа не наділена повноваженнями опрацьовувати такі звернення), 31 % — державного регулятора, а 22 % не змогли дати відповідь. Низька фінансова грамотність фізичних осіб перешкоджає вирішенню проблем, не дає можливості використовувати існуючий доволі великий потенціал роздрібного ринку.

Отже, на нашу думку, низка регуляторів має відпрацювати питання, пов’язані з підвищенням рівня інвестиційної культури населення. Це можливо, зокрема, шляхом проведення ДКЦПФР, НБУ, Держфінпослуг, Мінфіном України єдиної політики щодо підвищення рівня інформаційного забезпечення виходу фізичних осіб на фондовий ринок.

Регуляторам ринків фінансових послуг (ДКЦПФР, НБУ, Держфінпослуг України) доцільно відкрити “гарячі лінії” питань і відповідей із проблем купівлі-продажу цінних паперів та оподаткування операцій фізичних осіб на фондовому ринку. Із боку регуляторів також необхідно посилити контроль легітимності операцій надання кредитів на виконання біржових операцій фізичними особами.

Питання щодо створення гарантійного фонду захисту прав фізичних осіб на фондовому ринку як засобу підвищення рівня довіри до нього неодноразово досліджували багато авторів. “Економіка довіри” може мати безпосереднє вимірювання, яке визначається динамікою чисельності інвесторів, активністю операцій на фінансових ринках тощо. Досвід багатьох країн світу доводить необхідність участі держави у процесах формування гарантійного фонду, особливо в економіках, що формуються (*emerging markets*). Через формування гарантійного фонду держава бере на себе частину ризиків і демонструє власний рівень довіри до інституцій, які беруть участь у функціонуванні ринку. Водночас, розуміючи складність процедурних питань щодо формування гарантійного фонду, вважаємо, що на першій стадії можна було б стимулювати страхування інвестиційних операцій, які здійснювались фізичними особами на добровільних засадах.

Розв’язання проблеми чисельних міноритарних власників цінних паперів можливе шляхом активізації формування інвестиційних пулів та їх застосування професійними посередниками фондового ринку — інститутами спільного інвестування (ICI).

Іншим джерелом поповнення потреб у капітальних ресурсах є програми IPO (*Initial Public Offering*). Існують суперечності в законодавчій базі щодо виходу українських компаній, особливо малих та середніх, із програмами IPO на зарубіжні фондові ринки. Водночас потенціал цієї форми залучення капіталу є значним. За оцінками експертів, у 2011 р. за рахунок IPO вітчизняні підприємства зможуть залучити від 0,5 млрд до 2,5 млрд дол. США.

На сьогодні процедура розміщення ресурсів передбачає укладання Національним депозитарієм України угоди щодо кореспондентських відносин з іноземним депозитарієм та інформаційний обмін між депозитаріями. Водночас до контролю цих питань не залучаються інші органи регулювання, зокрема ДКЦПФР. Як наслідок, не контролюється якість таких операцій, що часто робить залучення ресурсів українськими підприємствами надто дорогими, а для малих і середніх підприємств його взагалі унеможливує. На нашу думку, регуляторам слід додатково контролювати низку показників таких операцій, які свідчитимуть про ступінь їхньої ефективності, зокрема: ліквідність, вартість розміщення, співвідношення між витратами розміщення й залученими фінансовими ресурсами тощо. Держава також має контролювати, в окремих випадках, обсяг залучених коштів за програмами IPO, особливо коли йдеться про розміщення великого пакета цінних паперів стратегічно важливого для України суб'єкта господарювання.

Варто також диверсифікувати галузевий склад учасників зовнішнього позичання. До 2011 р. переважна кількість підприємств, які вийшли із програмами IPO, належать до аграрного сектору, харчової промисловості, продуктового ритейла. Разом із тим підприємства машино- і приладобудівного комплексу, сфери hi-tech та інші майже не проявляють активності. Для стимулювання активності малих і середніх підприємств різних галузей слід було б застосувати розроблений ДКЦПФР інструмент міні-IPO, що передбачає відпрацювання залучення ресурсів на українському фондовому ринку. Водночас уряд України має долучитися до вирішення цих питань шляхом визначення механізму заохочення таких фінансових операцій, особливо коли показники залучення ресурсів є прийнятними з огляду на співвідношення “витрати/обсяг залучених коштів”. Необхідно також визначити процедури виходу на IPO державних підприємств з установленими обмеженнями щодо частки капіталу, який розміщується на іноземних біржових площадках.

Спостерігаються й істотні проблеми щодо врегулювання питань управління якістю активів, зосереджених у портфелях ІСІ. Зокрема, акції в портфелях ІСІ, обіг яких було призупинено, оцінюються приблизно у 343 млрд грн¹⁰. Рішення ДКЦПФР щодо уцінки активів у структурі портфеля цінних паперів лише погіршить ситуацію на фондовому ринку¹¹. Виходом із цього є неухильна боротьба з

¹⁰ Переоценка ценностей // Бизнес. — 2011. — № 20 (955). — 16 мая.

¹¹ Зміни до Положення про порядок визначення вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів), затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 16.12.2008 № 1441: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

емітентами “ганчір’яних” цінних паперів, особливо з емітентами акцій, які часто застосовуються для ухилення від сплати податків. Зокрема, має контролюватися процес подання регулярної звітності емітентами, відстежуватися рух цінних паперів не інвестиційного рейтингу тощо.

Невідпрацьованими залишаються й питання, пов’язані з принципами, повноваженнями, а також моделлю взаємодії та розподілу обов’язків між саморегульованими організаціями (СРО) та регуляторними органами. Сьогодні на фондовому ринку діють три СРО: Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ), Асоціація “Українські фондові торговці” (АУФТ) та Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (ПАРД), щодо діяльності яких немає спільної думки. Зокрема, деякі вчені пропонують скасувати частину належних їм регуляторних повноважень. Вважаємо, що в умовах створення мегарегулятора й передачі йому повноважень щодо регулювання всіх секторів фінансового ринку роль СРО має зростати. Йдеться насамперед про розподіл функцій і повноважень між державними регуляторними органами і СРО. На нашу думку, доцільно розробити законопроект “Про саморегульовані організації фондового ринку та їх взаємодію з регуляторними органами України”, де мають бути закріплені особливі функції СРО, зокрема, контроль дотримання етики бізнесу фінансовими організаціями; ініціація відкликання ліцензії у порушника норм і правил діяльності на ринку; участь у розробках стратегічних і програмних документів; ініціація розробки нормативно-законодавчих актів і право накладання вето на рішення, які суперечать етичним нормам ведення бізнесу; посилення ринкової дисципліни тощо.

Із метою координації роботи всіх регуляторних органів вважаємо за необхідне прискорити роботу над створенням єдиного мегарегулятора. Це передбачає розв’язання низки завдань, серед яких: створення платформи дій для реалізації превентивних заходів щодо запобігання кризовим явищам, віддання переваги саме превентивним методам регулювання; врахування крос-граничних ризиків при виході українських учасників фондового ринку на іноземні ринки капіталів; розмежування функцій та уникнення конфлікту інтересів між секторними регуляторами; попередження маніпулювання на фондовому ринку; запобігання ситуації домінування однієї групи учасників фондового ринку й виключення з участі інших груп (наприклад, превалюючої ролі банків на фондовому ринку й обмеження участі інвесторів — фізичних осіб); поширення on-line регулювання; уникнення явища втрати капіталу в результаті неузгодженості дій окремих регуляторів.

Актуальним є впровадження проектних механізмів державного регулювання фінансової системи, подальше поширення досвіду проектного менеджменту в практиці державної політики розвитку фінансових ринків; ідентифікація ризиків, які загрожують фінансовій стабільності з боку фінансових і нефінансових організацій; розробка заходів реагування на виникаючі загрози; сприяння інтегрованості й ефективності роботи всіх учасників фінансових процесів; контроль конкурентності, підтримка довіри інвесторів.