

А. В. Кулінська,  
к. держ. упр., доцент, доцент кафедри маркетингу та менеджменту,  
Донецький національний університет економіки і торгівлі  
імені Михайла Туган-Барановського, м. Кривий Ріг

# ОСОБЛИВОСТІ ДЕРЖАВНОГО РЕГЛАМЕНТУВАННЯ ФОНДОВОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

A. Kulinska,  
PhD, associate professor, assistant professor of marketing and management, department,  
Donetsk National University of Economics and Trade named after M. Tugan-Baranovsky, Kryvyi Rih

## PECULIARITIES OF STATE REGULATION OF STOCK POLICY IN UKRAINE

**Досліджено види професійної діяльності на фондовому ринку країни. Визначено особливості політики розбудови фондового ринку України. Сформовано перелік перешкод, що заважають розвитку фондового ринку та якісному виконанню покладених на нього функцій.**

**Investigated types of professional activity on the stock market of the country. The features of the state policy of the Ukrainian stock market. Make a list of obstacles that hinder the development of the stock market or the quality performance of its functions.**

*Ключові слова: депозитарна діяльність, емісійна діяльність, фондовий ринок, фондова політика, розрахунково-клірингова діяльність, цінні папери.*

*Key words: depository activity, emission activity, stock market, stock policy, settlement and clearing activities, securities.*

### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ І ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ І ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Функції фондового ринку полягають у виконанні посередницької ролі в процесі збирання коштів у їх власників — внутрішніх або іноземних інвесторів та ефективному їх розміщенні як у державному, так і приватному секторах. З огляду на це, державне регулювання фондового ринку є частиною його функціонування, а система інституцій — структуроутворюючим елементом. Але процес інституційного становлення і набуття необхідних якісних параметрів фондового ринку країни ще далеко не завершений.

Найбільший імпульс щодо розвитку фондового ринку України дало впровадження ринку заявок — це сукупність правовідносин, пов'язаних з укладенням договорів купівлі-продажу інструментів на основі подання суб'єктом торгів заявки, яка не може бути змінена, та заведення біржею, зустрічних заявок. Це, у свою чергу, покляло початок такому явищу, як інтернет-трейдинг, який сприяв спрощенню та вдосконаленню процесу покупки і продажу цінних паперів, забезпечив оперативність, глобальність та доступність мільйонам користувачів.

До появи нового торгового майданчика, фондовий ринок України можна було віднести до ринків з вкрай низь-

кою ліквідністю. Крім цього, через два роки виявилось, що український фондовий індекс PFTS виріс в чотири рази — кращий показник серед 93 світових фондових майданчиків. Втім, аналітики відзначають, що головним двигуном українського ралі стали не заходи властей з виведення економіки з кризи, а приплив спекулятивних капіталів [7, с. 126—133].

### АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ПРОБЛЕМИ ТА НА ЯКІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ПРОБЛЕМИ, ЯКИМ ПРИСВЯЧУЄТЬСЯ СТАТТЯ

Економісти аналізують головні проблеми вітчизняного фондового ринку України, виявляють бар'єри, що перешкоджають цьому розвитку, шукають можливості, які переорієнтують фондовий ринок на вирішення нових завдань у результаті економічного розвитку, розробляють заходи економічної політики, спрямовані на усунення перешкод формуванню фондового ринку. Суттєвих результатів у вирішенні проблеми щодо вивчення функціонування вітчизняного фондового ринку і розкриття його окремих аспектів досягли такі дослідники або практики, як В.Н. Бодров, О.В. Гаврилук, М. Єрмошенко, С.М. Кожем'якіна, О.Е. Маркарюк, С.В. Міщенко, А.І. Сухоруков, С.Т. Пиріжкова та ін.

**Таблиця 1. Структура операцій з цінними паперами на фондовому ринку України у 2005—2013 роках, млрд грн.**

Вид цінних паперів	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Акції	180	226	284	353	471	565	647	592	171
Державні облігації	27	41	60	62	99	354	856	1217	721
Облігації підприємств	33	62	135	205	81	70	104	125	99
Облігації місцевих позик	2	3	4	2	1	1	2	7	4
Цінні папери ІСІ	6	14	40	44	76	107	104	138	497
Векселі	133	142	213	192	269	316	358	412	3
Деривативи	2	0	0	0	0	4	24	25	18
Інші	21	4	19	25	71	126	77	15	164
Усього	404	493	754	883	1067	1538	2148	2531	1677

### ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ

Метою статті є оцінка реалізації фондовим ринком завдань щодо залучення інвестиційних ресурсів, забезпечення сталого економічного розвитку та усунення перешкод, які заважають подальшому розвитку фондового ринку або якісному виконанню покладених на нього функцій.

### ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБГРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Діяльність на фондовому ринку країни має виражену технологію, специфічну й порівняно стабільну. В передумовах формування ринкових відносин важливе значення має розвиток ринку цінних паперів, що відображає найменші зміни соціально-економічного розвитку. У зв'язку з цим, виникає потреба розробки дієвого механізму функціонування фондового ринку, стимулювання його всебічного розвитку, підвищення ролі в інвестиційно-інноваційному виробництві. Для розуміння важливості ринку цінних паперів у вдосконаленні функціонування фондового ринку України проаналізуємо динаміку торгів цінними паперами за 2005—2013 рр. (табл. 1).

Динаміка основних кількісних показників фондового ринку в Україні за 2005—2013 роки характеризувалась помірним становленням позитивних тенденцій розвитку країни. Роль інструментів фондового ринку у залученні інвестицій набула суттєвого зростання. За 2005—2013 роки на ринку цінних паперів найбільшою інвестиційною привабливістю характеризувались державні облігації та акції, що відобразилось у обсязі здійснених контрактів. Частка операцій з державними облігаціями зросла з 27 млрд грн. у 2005 році до 1217 млрд грн. у 2012 році, хоча частка торгів з акціями скоротилась з 647 млрд грн. у 2011 році до 171 млрд грн. у 2013 році.

При цьому змін зазнала структура угод з фінансовими інструментами, що стосується, в першу чергу, угод з векселями, обсяг яких зменшився з 412,1 млрд грн. у 2012 році до 3 млрд грн. у 2013 році. Така динаміка пояснюється, головним чином, запровадженням податку на відчуження цінних паперів поза організатора торгівлі. Векселі, які використовувались переважно для реалізації фінансових схем, є специфічним інструментом і не можуть обертатись на біржі, тому угоди з ними стали витратними. При цьому податок поширюється й на розрахункові операції з векселями, що знижує можливості підприємств щодо залучення обігових коштів в умовах дефіциту інвестиційних ресурсів [3].

Фондовий ринок знайшов альтернативу векселям у вигляді інвестиційних сертифікатів, операції з якими не обтяжені податком та використовуються, як правило, для перерозподілу коштів у межах фінансово-промислових груп або коригування показників фінансової звітності банків. Так, у 2013-році обсяг контрактів з цінними паперами інститутів спільного інвестування збільшився зі 138 млрд грн. у 2012 році до 497 млрд грн. у 2013 році.

Зрозуміло, що функціонування емісійної діяльності на фондовому ринку країни неможливе без депозитарної діяльності, що означає надання послуг зі збереження цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах власників або зберігачів, обслуговування угод чи операцій емітента стосовно випущених ним цінних паперів. Однак є проблеми, пов'язані з відсутністю централізованої системи обліку цінних паперів, що створює умови для корпоративних конфліктів, особливо тих, які пов'язані з діяльністю реєстраторів.

Аналіз депозитарної діяльності дозволяє назвати заходи, котрі необхідні для побудови такої системи обліку прав власності на цінні папери, яка могла б забезпечити дотримання права власності в Україні [1, с. 61—67].

Проблему "подвійних реєстрів" можна розв'язати шляхом утворення єдиного центрального депозитарію як суб'єкта, що вестиме реєстр власників іменних цінних паперів. Звісно, має бути здійснена уніфікація діяльності учасників системи з обов'язковою умовою технологічної консолідації з центральним депозитарієм. Вирішення питань, на думку багатьох юристів і економістів, які спеціалізуються на операціях на ринку цінних паперів, не вкладається в рамки змін до існуючої нормативної бази і потребує прийняття Закону України "Про систему депозитарного обліку цінних паперів".

Передбачається, що проект Закону покликаний визначити правові засади функціонування депозитарної системи України, встановити порядок реєстрації і підтвердження прав на емісійні цінні папери, а також прав за ними у системі депозитарного обліку цінних паперів. Згідно з цим проектом, формування і функціонування єдиної системи депозитарного обліку цінних паперів забезпечує Центральний депозитарій. При цьому зауважується, що в країні може існувати тільки один Центральний депозитарій, що створюється у формі акціонерного товариства (акціонерами можуть бути депозитарні установи або фондові біржі). Законопроект передбачає й функціонування депозитарних установ, які отримуватимуть ліцензію на право провадження видів депозитарної діяльності.

Цей законопроект на відміну від чинного Закону "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" спрямований на забезпечення депозитарного обслуговування широкого кола інвесторів, у тому числі інституційних (інститутів спільного інвестування, пенсійних фондів, страхових компаній). Та й сама концепція проекту спрямована на розвиток видів професійної діяльності на фондовому ринку (кастодіальної або розрахунково-клірингової діяльності). Також він передбачає порядок взаємодії установ по забезпеченню депозитарного обслуговування цінних паперів [6, с. 36—45].

Стосовно розвитку розрахунково-клірингової діяльності, то єдиного рецепта формування "ідеальної розрахунково-клірингової системи" не існує. Клірингова діяльність передбачає отримання або оновлення інформації, підготовку бухгалтерських і облікових документів, необхідних для виконання угод щодо цінних паперів, визначення взаємних зобов'язань, що передбачає забезпечення та гарантування розрахунків за угодами щодо цінних паперів. Для того, щоб обговорювати розбіжності між кліринговими системами необхідно чітко уявляти собі механізм клірингових розрахунків від моменту укладення угоди на біржі до надходження цінних паперів або коштів на рахунки контрагентів.

У схемі клірингова організація сама не є безпосереднім учасником угоди, хоча при цьому гарантує її виконання. Ри-

зик невиконання зобов'язань у рамках клірингової процедури усувається за рахунок реалізації принципу — Поста-чання Проти Платежу (Delivery Versus Payment). Після того, як Компанія А укладає угоду з Компанією В (продає Компанії В цінні папери), з біржі направляється інформація про угоду в клірингову компанію, що у свою чергу (провівши залік і розрахувавши нетто позицію) відправляє доручення в Депозитарій (для завершення розрахунків по цінних паперах) та НБУ чи в будь-яку іншу дублюючу платіжну систему (для завершення розрахунків). Таким чином, при здійсненні операції на основі DVP клірингова компанія бере ризики розрахунку вимог, зобов'язань та виконання угод (постачання паперів та грошей) [4, с. 121—129].

Але провідні світові ринки стають більш ліквідними і кількість біржових угод зростає, провідні біржі світу зіткнулися з необхідністю створення нового підходу до клірингової діяльності. Основною вимогою до нової системи здійснення клірингу є підвищена гнучкість або зручність у використанні порівняно із представленою схемою. Описана схема клірингової діяльності, у більшості випадків, припускає двосторонній залік вимог або зобов'язань, що при великій кількості угод ускладнює роботу торгово-розрахункового комплексу.

Так, у процесі еволюції клірингових систем з'явилася друга схема клірингу, що принципово відрізняється. Ця система припускає багатосторонній залік (неттінг) зобов'язань по угодах й, у більшості випадків, передбачає участь клірингової організації як центральної сторони по угоді (принцип Central Counter Party). Основна відмінність другої схеми клірингової діяльності від першої полягає в тому, що клірингова компанія в даному випадку стає контрагентом по угоді. Фактично, вона стає продавцем для покупця цінного паперу і покупцем для його продавця. При цьому клірингова компанія бере на себе кредитний ризик, що виникає при здійсненні угоди: у випадку відмови або неможливості завершення угоди однієї зі сторін, клірингова компанія зобов'язана завершити угоду [2, с. 79—85].

Таким чином, як уже зазначалося, сучасний фондовий ринок України є переважно ринком великих пакетів акцій або великих інвесторів. Для початку економічних реформ це нормально, але надалі ситуація має змінитися. Ринок, який не орієнтується на кошти великої кількості інвесторів, тобто населення в цілому, не існуватиме довго. За сучасних умов основним завданням фондового ринку на етапі трансформації національної економіки має бути мобілізація вільних коштів населення і господарюючих суб'єктів, перерозподіл коштів у ті сектори економіки, що потребують додаткового фінансування для розвитку.

### ВИСНОВКИ З ДАНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

Тому з метою реалізації фондовим ринком завдань щодо залучення ресурсів і забезпечення сталого економічного розвитку треба усунути ряд перешкод, котрі заважають розвитку ринку або виконанню покладених на нього функцій:

— недооцінка потенціалу фондового ринку. Фондовому ринку України відводиться другорядна роль порівняно з іншими секторами фінансової системи, зокрема, кредитно-банківським, або спостерігається недооцінка потенціалу ринку щодо можливості акумулювання ресурсів населення та господарюючих суб'єктів;

— низький рівень специфікації прав власності, що зумовлює корпоративні конфлікти. Слабкий захист прав акціонерів і низький рівень корпоративного управління є чи не найбільшими проблемами, котрі гальмують розвиток фондової політики України і стримують як внутрішнього, так і зовнішнього інвестора;

— слабкість внутрішніх інвесторів. Сьогодні, в першу чергу, мова має йти не про кількісне зростання інститутів спільно-

го інвестування, недержавних пенсійних фондів або страхових компаній, а про якість їх послуг, набуття досвіду і підвищення професійного рівня фахівців з управління активами;

— слабка зацікавленість стратегічних іноземних інвесторів у вітчизняному фондовому ринку. Присутність на вітчизняному фондовому ринку України стратегічних іноземних інвесторів залежить від наступних чинників: макроекономічна і політична стабільність; чітке забезпечення прав акціонерів і високий рівень корпоративного управління; відсутність бар'єрів для вільного переливу капіталу.

#### Література:

1. Бодров В.Н. Державне регулювання інвестиційного процесу в умовах кризи світових фінансових ринків: ризики і можливості для України / В.Н. Бодров // Вісник НАДУ. — 2012. — № 4. — С. 61—67.

2. Гаврилюк О.В. Інвестиційний імідж та інвестиційна привабливість України / О.В. Гаврилюк // Фінанси України. — 2013. — № 3. — С. 79—85.

3. Єрмошенко М.М. Визначення загрози національним інтересам у фінансово-кредитній сфері / М.М. Єрмошенко // Економіка України. — 2013. — № 1. — С. 24—32.

4. Кожем'якіна С.М. Інвестиційне забезпечення розвитку економіки України / С.М. Кожем'якіна // Формування ринкових відносин в Україні. — 2011. — № 6 (85). — С. 121—129.

5. Макарюк О.Е. Напрями забезпечення фінансової безпеки через регулювання інвестиційного ринку / О.Е. Макарюк // Актуальні проблеми економіки. — 2012. — № 6. — С. 104—110.

6. Міщенко С. Критерії і показники оцінки стабільності функціонування фінансового сектору / С.В. Міщенко // Вісник НБУ. — 2012. — № 6. — С. 36—45.

7. Сухоруков А.І. Сучасні проблеми фінансової безпеки України: монографія / А.І. Сухоруков, С.Т. Пиріжкова. — К.: НІПМБ, 2010. — 340 с.

#### References:

1. Bodrov, V.N. (2012), State regulation of the investment process in the crisis of global financial markets: risks and opportunities for Ukraine [Derzhavne rehulyuvannya investytsiynoho protsesu v umovakh kryzy svitovykh finansovykh rynkiv: ryzyky ta mozhlyvosti dlya Ukrayiny], Visnyk NADU, No. 4, pp. 61—67 (ukr).

2. Havrylyuk, O.V. (2013), Investment image and investment attractiveness of Ukraine [Investytsiyniy imidzh ta investytsiyna pryvabyvist Ukrainy], Finansy Ukrainy, No. 3, pp. 79—85 (ukr).

3. Yermoshenko, M.M. (2012), The definition of threat to national interests in financial and credit region [Vyznachennya zahrozy natsionalnym interesam derzhavy u finansovo-kredytniy sferi], Economy of Ukraine, No. 1, pp. 24—32 (ukr).

4. Kozhemyakina, S.M. (2011), Investment support for the development of Ukraine's economy [Investytsiyne zabezpechennya rozvytku ekonomiky Ukrayiny], Formuvannya rynkovykh vidnosyn v Ukraini, No. 9, pp. 121—129 (ukr).

5. Makaryuk, O.E. (2012), Directions of providing of financial security through the regulation of investment market [Napryamy zabezpechennya finansovoyi bezpeky cherez rehulyuvannya investytsiynoho rynku], Aktualni problemy ekonomiky, No. 6, pp. 104—110 (ukr).

6. Mishchenko, S.V. (2012), Criteria and indicators for assessing the stability of the financial sector [Kriteriyi i pokaznyky otsinky stabilnosti funktsionuvannya finansovoho sektoru], Visnyk NBU, No 6, pp. 36—45 (ukr).

7. Sukhorukov, A.I. Pyrizhkova, S.T. (2010), Modern problems of financial security [Suchasni problemy finansovoyi bezpeky krainy], NIPMB, Kyiv, 340 p. (ukr).

Стаття надійшла до редакції 27.10.2015 р.