

В. А. Пластун,  
к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів,  
ДВНЗ "Українська академія банківської справи Національного банку України, м. Суми

## ОСОБЛИВОСТІ ПОДАТКОВОГО ВПЛИВУ НА ФОНДОВИЙ РИНОК ТА ДІЯЛЬНІСТЬ ІНСТИТУЦІЙНИХ ІНВЕСТОРІВ

V. Plastun,  
PhD, Associate Professor, Associate Professor of the Finance Department,  
SHEI "Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine", Sumy

### FEATURES OF TAX INFLUENCE ON STOCK MARKET AND INSTITUTIONAL INVESTORS' ACTIVITY

**Стаття присвячена проблемам оподаткування операцій з цінними паперами в Україні. В роботі наголошується на тому, що введення додаткового податкового навантаження призвело до погіршення стану фондового ринку та діяльності інституційних інвесторів. Збільшення податкового навантаження стало причиною суттєвого падіння ліквідності фондового ринку, основних фондових індексів і відтоку інвесторів з нього. Проблемним залишаються особливості визначення біржового курсу цінних паперів. Від цієї процедури багато в чому залежить, операції з якими цінними паперами підпадають під максимальні ставки оподаткування. Оподаткування операцій з цінними паперами призводить до збільшення витрат інституційних інвесторів на управління сформованими інвестиційними портфелями. А це, у свою чергу, не дозволяє їх клієнтам отримувати адекватну дохідність на розміщені кошти, створюючи умови, за яких фондовий ринок стає непривабливим для дрібного інвестора.**

**This article is devoted to problems of securities transactions' taxation in Ukraine. The paper notes that the introduction of an additional tax has led to a deterioration of the stock market and institutional investors. Increasing the tax burden caused significant decline in stock market liquidity, decrease of the major stock indexes and outflow of investors from stock market. The calculation of securities exchange rate is still quite problematic. This procedure is largely influence on tax rate for purchase and sale of securities. Taxation of securities increases the cost of institutional investors' portfolio management. This, in turn, does not allow their customers to receive an adequate return on their investments, creating conditions in which the stock market is not attractive for retail investors.**

*Ключові слова: фондовий ринок, інституційні інвестори, оподаткування, цінні папери, акції.  
Key words: stock market, institutional investors, taxation, securities, stocks.*

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

Впровадження регулятивних заходів у будь-якій сфері має на меті упорядкування визначеної сфери діяльності, забезпечення її динамічного розвитку, що реалізується в першу чергу шляхом прийняття відповідних законодавчо-нормативних актів, які і формують рамки діяльності конкретних учасників. Те ж стосується і фондового ринку, на якому основний регулятор — Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку — "готує нормативно-правові акти з питань діяльності учасників ринку цінних паперів, регулює випуск та обіг цінних паперів, видає ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів та забезпе-

чує контроль за такою діяльністю, створює систему захисту прав інвесторів і контролю за дотриманням цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів" [2, с. 59]. Але окрім НКЦПФР функціонування фондового ринку та його учасників може регулюватись іншими органами державної влади в рамках їх повноважень і дуже часто їх вплив має вирішальне значення. Прикладом такого впливу є діяльність Міністерства доходів і зборів України, за ініціативою якого з 01.01.2013 р. було запроваджено зміни до Податкового Кодексу України [3], які стосувались оподаткування операцій учасників фондового ринку з цінними паперами. Внаслідок таких змін було прийнято новий збір, який стягується при проведенні операцій купівлі-продажу цінних паперів. Результатом такої ініціативи стало суттєве зменшення ак-

**Таблиця 1. Цінні папери, які включені до біржового реєстру основних фондових бірж України (станом на 01.07.2013 р.)**

Фондова біржа	1 рівень лістингу		2 рівень лістингу		Біржовий реєстр	
	Всього	у т.ч. акцій	Всього	у т.ч. акцій	Всього	у т.ч. акцій
Українська біржа	46	8	41	15	87	23
ПФТС	177	5	220	34	397	39
Перспектива	134	0	51	12	185	12
Разом	357	13	312	61	669	74

\* Складено автором за даними фондових бірж [6, 7, 8].

тивності учасників фондового ринку, що стримує загальний розвиток ринку і його окремих представників.

**АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ДАНОЇ ПРОБЛЕМИ І НА ЯКІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ**

Проблема оцінки впливу податкового навантаження на фондовий ринок достатньо широко досліджувалась зарубіжними вченими. Зокрема слід відзначити роботи таких вчених, як Шверт та Сеґуїн [11], Штіґліц [12], Аміхад та Мендельсон [9], Ло, Мамайські та Вонг [10] та ін. Більшість дослідників сходять до думки, що введення податків на операції фондового ринку призводить до падіння ліквідності торгів, підвищення транзакційних витрат, відтоку інвесторів. Для України ця проблема не стояла гостро, адже регулятори не проявляли цікавості до ринку, обсяги операцій на якому були незначними, тому і дослідження в цьому напрямі фактично не здійснювались. Лише в кінці 2012 р. почали з'являтися публікації вітчизняних практиків із критикою майбутніх податкових нововведень.

**ФОРМУЛЮВАННЯ ЦІЛЕЙ СТАТТІ**

Метою даної статті є доведення недоречності впровадження податкового навантаження на операції з цінними паперами шляхом розгляду основних наслідків подібних ініціатив для фондового ринку України та інституційних інвесторів.

**ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБґРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ**

Наповнення дохідної частини Державного бюджету у 2013 р. планувалось досягти у тому числі за рахунок фондового ринку. Головна ініціатива зводилась до впровадження акцизного збору від операцій з продажу цінних паперів. Проведені розрахунки відповідними фахівцями Міністерства доходів і зборів, які базувались на динаміці обсягів торгів на фондовому ринку, свідчили про можливість отримання 600 млн грн. на щорічній основі. Для цього було впроваджено наступні ставки:

- 0 відсотків від суми операції з продажу на фондовій біржі цінних паперів, за якими розраховується біржовий курс, відповідно до вимог, встановлених Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, за погодженням з центральним органом виконавчої влади, що забезпечує формування державної фінансової політики;
- 0 відсотків від суми операції з деривативами на фондовій біржі;
- 0,1 відсотка від суми операції з продажу поза фондовою біржею цінних паперів, що перебувають у біржовому реєстрі;
- 1,5 відсотка від суми операції з продажу цінних паперів поза фондовою біржею, що не перебувають у біржовому реєстрі;
- 5 неоподатковуваних мінімумів доходів громадян за укладений дериватив (контракт) поза фондовою біржею" [3].

Виходячи з таких ставок нібито можна говорити про те, що ці норми мають стимулювати збільшення продажу цінних паперів саме на організованому ринку. Але реалії такі, що обсяги біржових торгів залишаються порівняно незначними вже протягом кількох років (4,5—13,2% від загального обсягу торгів).

Очевидно, що стрімкого збільшення біржової торгівлі за таких умов просто не може відбутись. А якщо брати до уваги, що нульова ставка та ставка 0,1% може бути застосована лише до цінних паперів, які перебувають у біржовому реєстрі (тобто цінні папери 1 та 2 рівнів лістингу), то дії фіскального органа спрямовані не на стимулювання фондового ринку, а на збір коштів з його обігу.

Якщо поглянути на біржовий реєстр українських цінних паперів може здатись, що інструментів для інвестування на організованому фондовому ринку вистачає (669 цінних паперів). Але більша частина з них — це державні облигації внутрішньої позики різних випусків. Частка акцій як основних цінних паперів, на основі яких формуються фондові індекси, торги якими здійснюються найбільш активно (про що свідчить і світова практика), складають лише незначну частину від загального обсягу (11%). А найбільш привабливих емітентів, які включені до 1-го рівня лістингу взагалі мало: 13 цінних паперів на 3 фондові біржі, на яких відбувається 98% всіх біржових торгів (табл. 1).

Незадовільним залишається порядок обліку доходів і витрат від операцій з цінними паперами, які напряду впливають на фінансові результати діяльності учасників ринку і визначають, відповідно, їх оподаткування. Зокрема, якщо за результатами звітного періоду загальна сума прибутків від операцій із цінними паперами, що перебувають в обігу на фондовій біржі (так само як і за тими, що не перебувають в обігу на фондовій біржі), перевищує загальну суму збитків від таких операцій, сума перевищення включається до об'єкта оподаткування за такими операціями, тобто в результаті поточного звітного періоду. В той же час збитки, які виникають у наслідок таких операцій переносяться у зменшення загального фінансового результату в наступних звітних періодах до повного погашення. Тобто створюються умови, за яких учасник ринку у звітному періоді може сумарно отримати збитки за своїми операціями, але за тими з них, що дали позитивний фінансовий результат слід сплатити податок, а збитки перенести у майбутні звітні періоди.

Складнощі виникатимуть ще з однієї норми Податкового кодексу, яка стосується витрат, пов'язаних із придбанням цінних паперів емітента, щодо якого існують ознаки фіктивності. Витрати, пов'язані з такими цінними паперами, не враховуються при визначенні фінансового результату, а це призведе до збільшення бази оподаткування.

Якими ж виявились підсумки запровадження нових податкових норм? Дані за перші чотири місяці 2013 року свідчать про суттєве невиконання запланованих показників — 14,74 млн грн. загальних зборів від акцизу з угод із цінними паперами. Більша частина цієї суми була отримана у квітні — 12,66 млн грн., а за весь перший квартал, відповідно, 2,08 млн грн. За 8 місяців сума надходжень дорівнювала 44 млн грн. Очевидно, що темпи нарощення надходжень до Держбюджету з такого джерела не виконують таргетного показника у 600 млн грн.

Більш цікавим є ситуація, яка склалась за наслідками фіскальних нововведень на фондовому ринку та серед його учасників. Кількість самих установ хоча і зменшилась, але ці тенденції можуть бути пояснені завершенням ліквідаційних процедур, розпочатих раніше.

Значно більші проблеми пов'язані із змінами у вартості чистих активів ІСІ. У таблиці 2 наведено останні дані від Української асоціації інвестиційного бізнесу, згідно з якими ВЧА ІСІ відкритого типу поступово зменшується, сягаючи рівня 159 млн грн. Низхідний тренд, який намітився за останній рік, продовжується, а зменшення кількості ІСІ такого типу призведе до подальшого падіння показників діяльності. Аналогічна ситуація і по інтервальним ІСІ, зменшення активів яких за останній квартал було найбільшим у відносному вираженні — 6,83%.

Закриті ІСІ показали зменшення ВЧА на 645,26 млн грн. за 1-й квартал 2013 р., що в абсолютному виразі є найбільшим серед усіх типів ІСІ. ВЧА венчурних ІСІ, навпаки, за останній рік зростала, але за 1-й квартал 2013 р. також спостерігається незначне зниження, що супроводжується також зменшенням кількості таких ІСІ.

Негативними є і тенденції в діяльності НПФ (табл. 3). За перший квартал 2013 р. знизилась не тільки їх кількість, а й сумарні активи (більше ніж на 10%).

При цьому найбільше падіння зафіксовано серед відкритих НПФ (майже 16%), в той час як активи професійних НПФ зменшились на 2,5%, а корпоративних взагалі зросли на 5,4%. Подібні зміни призвели до того, що структура активів НПФ трансформувалась. Цінні папери одразу почали втрачати питому вагу з 55% до 48%, що відбулось за рахунок перетоку активів у грошові кошти (рис. 1).

За задумом розробників змін до Податкового кодексу введення податку мало б сприяти збільшенню обсягів торгів на організованому ринку, але ситуація суттєво не покращилась. За 4 місяці 2013 р. у порівнянні із аналогічним періодом 2012 р. спостерігається збільшення обсягів торгів в основному по облігаціям (особливо державним), які відбуваються переважно на біржі "Перспектива", за рахунок чого її показники збільшились у 4—5 разів (табл. 4).

Ринок акцій, навпаки, втрачає обсяги. Обидва майданчики, на яких знаходиться переважна частина акцій 1 та 2 рівнів лістингу, на щомісячній основі не можуть перевищити показники попереднього року. За статистичними даними стає очевидним, що ринок обережно відреагував на впровадження нових фіскальних умов діяльності, адже показ-

**Таблиця 2. Вартість чистих активів ІСІ за 1-й квартал 2012—2013 рр.**

Фонди	31.03.2012	31.12.2012	31.03.2013	Зміна за 4-й квартал 2012 р.	Зміна за 1-й квартал 2013 р.	За рік
Відкриті	206,40	160,54	158,58	-10,67%	-1,22%	-23,17%
Інтервальні	179,27	156,00	143,05	-5,38%	-8,30%	-20,20%
Закриті (крім венчурних)	8987,08	9445,63	8800,37	0,62%	-6,83%	-2,08%
Усі (крім венчурних)	9372,76	9762,16	9102,00	0,31%	-6,76%	-2,89%
Венчурні	104928,54	129498,42	128833,42	10,71%	-0,51%	22,78%
Усі (з венчурними)	114301,30	139260,58	137935,42	9,91%	-0,95%	20,68%

Джерело: [5].

**Таблиця 3. Показники діяльності НПФ у 1-му кварталі 2013 р.**

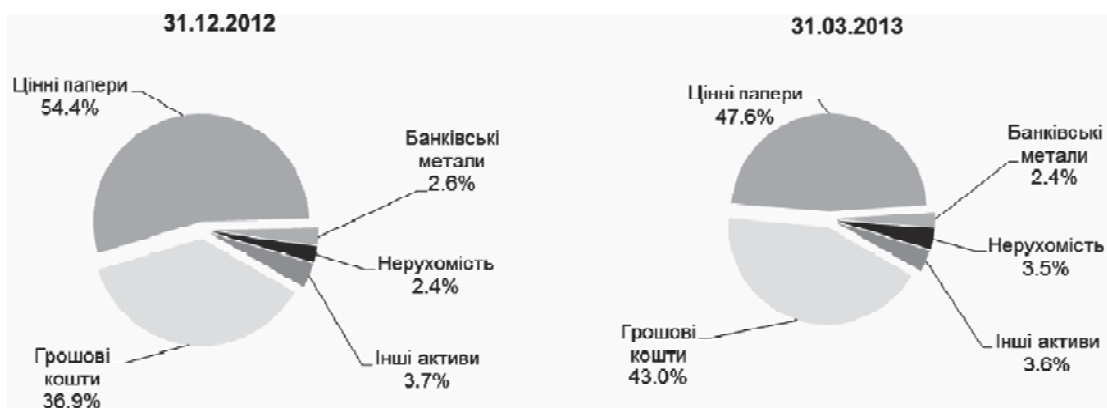
Вид НПФ	12/31/2012		3/31/2013		Зміна активів за 1-й квартал 2013
	Активи, грн.	Кількість НПФ, щодо яких подано звітність	Активи, грн.	Кількість НПФ, щодо яких подано звітність	
Відкриті	598 302 834	65	503 616 068	63	-15,83%
Корпоративні	102 502 191	8	108 032 040	8	5,39%
Професійні	73 108 847	9	71 278 278	7	-2,50%
Всього	773 913 872	82	682 926 386	78	-11,76%

Джерело: [5].

ники обсягів торгівлі у січні 2013 р. у 2,5 рази менші за відповідні показники 2012 р. як на ПФТС, та і Українській біржі. Хоча в наступні місяці і відбувалось поступове збільшення обсягів торгів, але вони не змогли досягти рівня 2012 р. (окрім березня на ПФТС).

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі. Таким чином, можна стверджувати, що запровадження нових фіскальних норм з 01.01.2013 р. не призвело до наповнення дохідної частини Держбюджету і одночасно викликало погіршення ситуації на фондовому ринку та серед його учасників. Введення податку на обіг цінних паперів було помилковим рішенням в цілому, а відсутність механізмів, які б дозволяли використовувати переваги задекларованих податкових преференцій, не спонукає учасників фондового ринку до активної роботи і знижує їх зацікавленість у отриманні високих результатів.

Відповідно, необхідно внести зміни, які якщо не усунуть повністю існуючу проблему, але, принаймні, покращать ситуацію. По-перше, важливо встановити єдиний порядок обліку доходів та витрат від операцій з цінними паперами на біржовому та позабіржовому ринках. Застосовувати окре-



**Рис. 1. Зміна у структурі активів НПФ в управлінні за 1-й квартал 2013 р.**

Джерело: [5].

**Таблиця 4. Обсяги торгів цінними паперами на основних організаторах торгівлі за січень-квітень 2012 і 2013 рр., млн грн.**

Період	Організатор торгівлі						Усього	
	ПФТС		Перспектива		Українська біржа			
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
Січень	6 738,33	2 509,65	4 790,21	19 567,25	2 168,70	958,42	13 952,22	24 071,84
Лютий	7 352,18	5 285,80	4 275,02	16 172,42	2 524,39	1 454,28	14 561,24	23 712,70
Березень	7 420,96	9 002,33	5 054,81	22 187,70	2 635,98	1 336,92	15 711,17	33 867,43
Квітень	7 205,12	7 001,71	5 217,53	25 818,29	2 120,21	1 575,22	14 829,38	37 265,89
Усього	28 716,59	23 799,49	19 337,57	83 745,66	9 449,28	5 324,85	59 054,01	118 917,86

\* Складено автором за даними НКЦПФР [1].

мий облік недоречно, адже за своєю сутністю не має значення де саме були укладені правочини із цінними паперами, оскільки вони здійснюються конкретним учасником ринку за участі торговця цінними паперами.

По-друге, важливо встановити чіткий порядок оцінки вартості цінних паперів, адже використання біржового курсу не завжди можливе, враховуючи обмеженість переліку цінних паперів, за якими такий курс існує. Логічним виглядає застосування норм визначення їх вартості, виходячи із ціни за договором купівлі-продажу цінних паперів. У цьому випадку сторони договору вже досягли взаємоприйнятних умов угоди і ціна є справедливою для них.

По-третє, інституційні інвестори при коригуванні сформованих портфельів проводять операції з купівлі-продажу цінних паперів і при цьому також повинні сплачувати податок, виконувати норми щодо особливостей обліку доходів і витрат від таких операцій. Відповідно, отримання високої дохідності для своїх інвесторів даними фінансовими посередниками ускладнюється і викликає вихід інвесторів та відтік коштів. Особливо це стосується НПФ та страхових компаній, які займаються страхуванням життя, діяльність яких стосується використання коштів фізичних осіб. В інститутах спільного інвестування значну частину вкладників також складають фізичні особи. Отже, захист їх інвестицій поставлено під загрозу, адже у випадку масового виходу інвесторів і розпродажу активів інституційними інвесторами ситуація на фондовому ринку погіршиться і буде супроводжуватись суттєвим зниженням цін на інструменти цього ринку. В подібних умовах слід забезпечити можливість застосування пільг в першу чергу для страховиків та НПФ, а також для ІСІ, участь фізичних осіб у яких перевищує 50% їх активів. Такі пільги повинні включати відсутність оподаткування їх діяльності введеним акцизом на операції з цінними паперами.

**Література:**

1. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]. — Режим доступу: URL: <http://www.nssmc.gov.ua>
2. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Річна звітність. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
3. Податковий кодекс України. Затверджено постановою Верховної Ради України №2755-VI від 02.12.2010 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17>
4. Положення про функціонування фондових бірж. Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 1688 від 14.12.2012 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: URL: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12> — Назва з екрана.
5. Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. — Режим доступу: URL: <http://www.uaib.com.ua/>
6. Українська біржа [Електронний ресурс]. — Режим доступу: URL: <http://www.ux.ua/>
7. Фондова біржа "Перспектива" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: URL: <http://fbp.com.ua/>

8. Фондова біржа ПФТС [Електронний ресурс]. — Режим доступу: URL: <http://www.pfts.ua/>

9. Amihud Y. and Mendelson H. "Transaction taxes and stock values," in Lehn, K and Kamphius R. eds, *Modernizing US Securities Regulation: Economic and Legal Perspectives*, Irwin, Homewood, Illinois 1993.

10. Lo A.W., Mamaysky H. and Wang J. "Asset prices and trading volume under fixed transactions costs," *Journal of Political Economy* 112, 2004. — P. 1054— 1091.

11. Schwert G.W. and Seguin P.J. "Securities transaction taxes: an overview of costs, benefits and unresolved questions," *Financial Analysts Journal* 49, 1993. — P. 27—35.

12. Stiglitz J.E. "Using tax policy to curb speculative short-term trading," *Journal of Financial Services Research* 3, 1989. — P. 101— 115.

**References:**

1. Natsional'na komisiya z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku. Official website, available at: <http://www.nssmc.gov.ua> (Accessed 10 October 2013).
2. Natsional'na komisiya z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku (2013). *Richna zvitnist'*, available at: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual> (Accessed 10 October 2013).
3. *Podatkovyy kodeks Ukrayiny* (2012). *Zatverdzheno postanovoyu Verkhovnoyi Rady Ukrayiny #2755-VI vid 02.12.2010*, available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/2755-17> (Accessed 10 October 2013).
4. *Polozhennya pro funktsionuvannya fondovykh birzh* (2012). *Rishennya Natsional'noyi komisiyi z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku #1688 vid 14.12.2012 r.*, available at: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12> (Accessed 10 October 2013).
5. *Ukrayins'ka asotsiatsiya investytsiynoho biznesu*. Official website, available at: <http://www.uaib.com.ua/> (Accessed 10 October 2013).
6. *Ukrayins'ka birzha*. Official website, available at: <http://www.ux.ua/> (Accessed 10 October 2013).
7. *Fondova birzha "Perspektyva"*. Official website, available at: <http://fbp.com.ua/> (Accessed 10 October 2013).
8. *Fondova birzha PFTS*. Official website, available at: <http://www.pfts.ua/> (Accessed 10 October 2013).
9. Amihud, Y. and Mendelson, H. (1993). "Transaction taxes and stock values," in Lehn, K and Kamphius R. eds, *Modernizing US Securities Regulation: Economic and Legal Perspectives*, Irwin, Homewood, Illinois.
10. Lo, A. W., Mamaysky, H. and Wang, J. (2004). "Asset prices and trading volume under fixed transactions costs," *Journal of Political Economy* 112, 1054— 1091.
11. Schwert, G. W. and Seguin, P. J. (1993). "Securities transaction taxes: an overview of costs, benefits and unresolved questions," *Financial Analysts Journal* 49, 27— 35.
12. Stiglitz, J. E. (1989). "Using tax policy to curb speculative short-term trading," *Journal of Financial Services Research* 3, 101— 115.

*Стаття надійшла до редакції 07.11.2013 р.*