

«Торгівля цінними паперами»

Підручник за редакцією В.І. Грушка

Розділ I. Сучасний стан та перспективи розвитку фондового ринку України

В.І. Грушко д.е.н., професор
В.М. Черненко к.е.н., доцент

Ключові слова: фондовий ринок, конкурентоспроможність фондового ринку, стадії розвитку фондового ринку, фондові індекси, нормативна база регулювання фондового ринку, індекс глобальних фінансових центрів, Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України, Програма та Стратегія розвитку фондового ринку України.

В умовах існування ринкової системи фондовий ринок є об'єктивним явищем і виступає як потужний фінансовий механізм, що трансформує звичайні грошові ресурси на ресурси капітальні. Низький рівень розвитку фондового ринку в Україні як важливої частини ринку фінансового дуже стримує і спотворює загальний поступ економіки і спричинює часті кризові явища не лише в економічній, а й в політичній сферах. За відносно невеликий період існування України як незалежної держави відбулась еволюція розуміння того, що ігнорування важливості фондового ринку і стримування його розвитку призводить до значних негативних наслідків в економіці і перешкоджає належному фінансуванню її основних господарюючих суб'єктів.

Ринок цінних паперів в Україні розпочав своє становлення у 1991 році з прийняттям Закону України «Про цінні папери і фондову біржу» (поновлено Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» у 2006 році). Тоді Україна на законодавчому рівні отримала інструменти та професійних учасників ринку цінних паперів, які брали активну участь у створенні вітчизняного фінансового сектору економіки.

Найбільш важливим при визначенні правових засад здійснення державного регулювання ринку цінних паперів став Указ Президента України, яким 12 червня 1995 року утворено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Відповідно до Закону України «Про державне

регулювання ринку цінних паперів» в Україні визначено її завдання, функції, повноваження, права, відповідальність та відносини з іншими державними органами з питань регулювання та контролю на ринку цінних паперів.

Стан фондового ринку є ключовим індикатором інвестиційного клімату країни, який визначає інвестиційну та фінансову привабливість тих чи інших галузей реального сектору економіки, а також пов'язаних і взаємодіючих із ними інститутів фінансово–кредитної сфери. Особливо яскраво всі ці процеси проявляються в умовах системної фінансово–економічної кризи, що характерні для сучасного періоду розвитку економіки України. Нездатність фондового ринку в цілому та окремих його інститутів до функціональної адаптації в сучасних економічних умовах може призвести до серйозних змін і розбалансованості системи взаємозв'язків як всередині самого фондового ринку, так і в його зовнішньому середовищі, стримує його функціонування та подальший позитивний розвиток.

Постановка і вирішення всього комплексу проблем подальшого розвитку фондового ринку в Україні відбувається на тлі процесів глобалізації світової фінансової системи, зростання інтернаціоналізації ринків цінних паперів, посилення конкуренції між найбільшими світовими фінансовими центрами, формування досить жорстких вимог в аспекті підвищення конкурентоспроможності національних фондових ринків. Слід враховувати також обмеженість світових фінансових ресурсів та наявні прогностичні оцінки щодо скорочення кількості незалежних фінансових ринків. Тому в найближчі десятиліття нечисленні національні фінансові ринки будуть або набувати форм світових фінансових центрів, або ж входити в зону впливу вже існуючих глобальних центрів. У зв'язку з цим, наявність самостійного фінансового центру в тій чи іншій країні є однією з найважливіших ознак конкурентоспроможності таких країн, вагомою умовою їх економічного, а значить, і політичного суверенітету.

Конкурентоспроможність фондового ринку значною мірою визначається рівнем розвитку його інфраструктури та якістю організації

взаємодії її інститутів. В Україні зберігається проблема побудови ефективної інфраструктури фондового ринку, що функціонує на базі сучасних механізмів клірингу та розрахунків, здатної задовольнити потреби як вітчизняних, так і іноземних інвесторів.

Крім того, в даний час немає можливості для побудови диверсифікованих портфелів цінних паперів через проблему обмеженості спектру фінансових інструментів, що задіяні на українському фондовому ринку. Залишається також відкритим питання про стимулювання трансформації заощаджень населення в інвестиції як найважливішого чинника формування ємного конкурентоспроможного національного фондового ринку, стійкого до кризових явищ.

Всебічний аналіз помилок стадій минулого розвитку українського фондового ринку та визначення вірного бачення його кардинального реформування є найактуальнішими завданнями поступового відродження економіки України, що вимагає застосування нетривіальних підходів.

Етапи становлення фондового ринку України. Розробка концепції реформування і трендів розвитку фондового ринку України не може проводитись без стадіювання або з'ясування всіх стадій формування такої економічної системної цілісності як фондовий ринок.

Спочатку український фондовий ринок створювався в межах адміністративного підходу і не мав великого значення до ініціювання приватизації великих підприємств. Активні процеси роздержавлення власності на початку 90-х років стали основним каталізатором формування фондового ринку України і він був започаткований практично за рахунок приватизаційних коштів, без значного залучення заощаджень широких верств населення. Мала місце так звана «нульова» стадія (1988–1991), що характеризувалась браком компетентних фахівців, що розумілись на цій сфері і повною відсутністю державних діячів, що були здатні усвідомлено керувати фондовими процесами. Це була стадія стихійного зародження

фондового ринку в умовах відсутності нормативно–правової бази і анархічної поведінки суб'єктів ринку.

Наступна стадія була «стадією закладення фундаменту» (1991–1994). В цей період ринок якісно трансформується у зв'язку з появою перших законодавчих актів, на які вже можна було спиратися в роботі: закони України «Про цінні папери і фондову біржу» та «Про господарські товариства». З'являються перші фінансові посередники, що вже проходять процес ліцензування державою (особливо це актуально після періоду розквіту і краху «фінансових пірамід»). Розпочинає свою діяльність Українська фондова біржа, недержавні інститути починають випускати в обіг цінні папери.

«Розвиваюча стадія» (1994–1998) характеризувалась прийняттям законів про продаж державного майна за приватизаційні сертифікати та Закону «Про національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», утворенням державного регулятора – Державної комісії з цінних паперів і фондової біржі (ДКЦПФР), створенням важливої інституції – Першої фондової торговельної системи (ПФТС), появою перших українських «блакитних фішок» і таблиць рейтингу; формуванням ринку державних облігацій. В цей час приватизаційні сертифікати набули значення дійсних, по–справжньому ліквідних, цінних паперів.

«Стадія активного зростання» (1999–2007) відзначалась різким збільшенням обсягів фондового ринку та його трансформацією у тип ринку, що розвивається. Саме в цей період виникають і активізуються інститути спільного інвестування (ICF), які у великих масштабах залучають населення до процесу інвестування на вторинному ринку. Зростає попит на цінні папери українських підприємств–емітентів, які виходять на фондові біржі розвинених держав Західної Європи. Вдосконалюється законодавча основа українського фондового ринку: з'являються нові закони, зокрема, закон України «Про цінні папери й фондовий ринок» у 2006 році та Закон України

«Про акціонерні товариства», що замінюють та доповнюють застарілі закони «Про цінні папери і фондову біржу» та «Про господарські товариства». Активно розвивається інфраструктура ринку (біржі та позабіржові інститути, незалежні реєстратори, депозитарні установи, професійні асоціації), створюються галузі професійних учасників фондового ринку, вдосконалює свою контролюючу діяльність ДКЦПФР, іноземні венчурні інвестори залучаються до ласих шматків, що з'являються на українському фондовому ринку. Серед негативів цієї стадії можна виділити наступні: штучне прискорення розвитку та переоцінка перспектив українського фондового ринку, помилки процедур проведення приватизації.

«Кризова стадія» (2008–2010) розвитку фондового ринку в Україні примушує фахівців ринку добре задуматись над вирішення низки найбільш болючих проблем ринку, що особливо загострились під час фінансової кризи. Не зважаючи на наявність певної системи обігу цінних паперів, національної депозитарної системи, електронних торговельних систем та майданчиків, сформовані контролюючі органи (ДКЦПФР та інші) та інститути захисту прав акціонерів, високоактивної діяльності у фондовому секторі економіки не спостерігається. Отже, держава має знайти правильні механізми успішного реформування національного фондового ринку.

Стадіювання розвитку фондового ринку України дозволяє з'ясувати певні особливості вітчизняного фондового ринку. До найбільш цікавих відносяться наступні: значна концентрація власності у формі фіксації великих пакетів акцій в руках окремих осіб та потужних фінансово–економічних груп; переважання проведення торгівлі цінними паперами на неорганізованому та позабіржовому ринку; високий ступінь концентрації торгівлі цінними паперами в центрі країни – місті Києві; професійні учасники ринку не є зорієнтованими на обслуговування широких верств населення, а навпаки обслуговують невелику кількість крупних інвесторів; фондовий ринок України є відбиттям структурної побудови національної економіки: на ньому переважають не акції високотехнологічних компаній, а,

навпаки, цінні папери сировинних компаній знаходяться у центрі уваги активних учасників ринку.

На перших стадіях свого становлення фондовий ринок України використовувався у якості одного з технічних інструментів для проведення приватизації державних підприємств. В сучасних умовах конче необхідно спрямувати фондовий ринок на виконання більш актуального завдання, ніж перерозподіл власності під час приватизаційних процесів, а саме – на акумулювання та перерозподіл інвестиційних ресурсів.

У 2009 році інвестиційна індустрія у світі пережила ряд злетів та падінь, однак фондові індекси демонстрували загалом висхідний тренд, який був закономірним після провалу 2008 року і ґрунтувався на поступовому покращенні економічної статистики. Українські фондові індекси у 2009 році часто випереджали світові аналоги, реагуючи, головним чином, саме на позитивні новини. За приростом з початку року вітчизняний ринок, як і у 2007–му, був серед світових лідерів (+90,1..91,6%) разом із Росією (+121,1..128,6%) та Китаєм (+80%) (див. табл. 1.).

Таблиця 1.

Фондові індекси національних ринків у 2008-2009 рр.*

Індекс	Станом на (місяць, рік)			Зміна за рік, %	
	12/2007	12/2008	12/2009	2008	2009
DJ IA (США)	13 264,82	8 776,39	10 428,05	-33,84	18,82
NIKKEI 225 (Японія)	15 307,78	8 859,56	10 546,44	-42,12	19,04
FTSE 100 (Великобританія)	6 456,90	4 434,17	5 412,88	-31,33	22,07
CAC 40 (Франція)	5 614,08	3 217,97	3 936,33	-42,68	22,32
S&P 500 (США)	1 468,36	903,25	1 115,10	-38,49	23,45
DAX (ФРН)	8 038,60	4 810,20	5 957,43	-40,16	23,85
HANG SENG (Гонг-Конг)	27 812,65	14 387,48	21 872,50	-48,27	52,02
SHANGHAI SE COMPOSITE (Китай)	5 261,56	1 820,81	3 277,14	-65,39	79,98
ПФТС (Україна)	1 174,02	301,42	572,91	-74,33	90,07
УБ (Україна)	2 815,19	759,63	1 455,47	-73,02	91,60
ММВБ (Росія)	1 888,86	619,53	1 370,01	-67,20	121,14
РТС (Росія)	2 290,51	631,89	1 444,61	-72,41	128,62

* За даними бірж та агентства Bloomberg

Місце України на світових ринках визначається не лише зусиллями учасників і регуляторів українського ринку, а й поточним сприйняттям України та її фінансових ринків іноземними інвесторами. Міжнародні рейтинги фінансових центрів є індикатором національних зусиль у цій сфері.

Успішність становлення міжнародного фінансового центру залежить від багатьох факторів, в тому числі від ролі національної валюти в міжнародних валютних операціях, від рівня регулювання і ступеня розвитку національної фінансової інфраструктури.

Компанія Z/Yen (City of London) з 2007 р. складає щорічний індекс світових фінансових центрів – Global Financial Centres Index (GFCI). У вересні 2010 р. опубліковано 8-й індекс GFCI, в якому представлені 75 міст-фінансових центрів, які оцінюються за 64 показниками.

В індексі, окрім загальної класифікації, представлена дизпозиція фінансових центрів по їх місцю і ролі в світовій фінансовій системі. На жаль, Київ, поки-що не ввійшов до групи провідних міжнародних фінансових центрів, а Москва зберігає позиції фінансового центру, що розвивається та претендує на глобальну роль. Разом з тим, прогресу Москви поки не видно, на відміну від Пекіна, Шанхая і Дубаїв, які були на одній позиції з Москвою в попередньому рейтингу, але в поточному рейтингу перемістилися в категорію «Глобальних спеціалістів».

Методологія розрахунку Індексу глобальних фінансових центрів. Основною ідеєю обчислення Індексу глобальних фінансових центрів (The Global Financial Centres Index, GFCI) є оцінка і ранжування конкурентоспроможності 75 світових фінансових центрів на основі існуючих індексів у поєднанні з регулярними опитуваннями керівників найбільших компаній світу. У вересні 2010 року був опублікований вже восьмий звіт про глобальних фінансових центрах (далі – «Індекс 8»).

Для розрахунку Індексу глобальних фінансових центрів застосовується модель факторної оцінки. При цьому спочатку здійснюється розрахунок

факторів конкурентоспроможності глобальних фінансових центрів на основі оцінки інструментальних факторів, а на основі оцінки факторів конкурентоспроможності глобальних фінансових центрів відбувається розрахунок їх рейтингів і розстановка в переліку згідно з цими рейтингами.

Критерій персоналу включає:

- величину інтелектуального капіталу,
- кількість фахівців в галузі соціальних наук, бізнесу та юриспруденції,
- рівень вищої освіти,
- індекс обмежень у видачі віз,
- індекс можливостей розвитку людини,
- оцінку якості життя,
- індекс особистої безпеки,
- оцінку кількості жертв міжнародної злочинності,
- життєві цінності,
- туристичні об'єкти світового рівня,
- кількість об'єктів історичної спадщини,
- кількість днів випадання опадів у році.

Діловий клімат включає:

- | | |
|---|--------------------------------|
| – діловий клімат, | – індекс порівняння цін, |
| – індекс легкості ведення бізнесу, | – ставки податків на бізнес, |
| – рейтинг операційного ризику, | – індекс економічної свободи, |
| – індекс місцезнаходження | – оцінка ризику країни в |
| глобальних послуг, | банківській індустрії, |
| – індекс сприйняття корупції, | – ставка прибуткового податку, |
| – інформація про договори про | – загальний обсяг зібраних |
| усунення подвійного оподаткування, | податків (у % до ВВП), |
| – економічна свобода світу, | |
| – ефективні ставки податків на працівників, | |

- індекс прозорості,
- індекс політичного ризику.

Доступність ринків включає:

- індекс доступності капіталу,
- центри бізнесу Master Card,
- індекс можливостей доступу,
- сек'юритизація,
- капіталізація фондових бірж,
- оборот ринку акцій,
- обсяг ринку акцій,
- оборот ринку облігацій,
- обсяг ринку облігацій,
- рівні широкого фондового індексу,
- обсяг ринку фондових ф'ючерсів,
- чиста внутрішня позиція банків,
- внутрішня позиція Центральних банків (у % до ВВП),
- глобальні кредитні рейтинги.

Інфраструктура включає:

- вартість утримання офісу,
- офісні площі в різних країнах,
- кількість об'єктів нерухомості,
- індекс прозорості у сфері нерухомості,
- рівень комп'ютеризації,
- якість аеропортів,
- активи у сфері транспорту та інфраструктури,
- міська інфраструктура,
- якість мережі наземного транспорту,
- якість доріг.

Загальна конкурентоспроможність впливає з таких економічних факторів як:

- табло всесвітньої конкурентоспроможності,
- індекс глобальної конкурентоспроможності,
- глобальна впевненість у бізнесі,
- приплив прямих іноземних інвестицій,
- найбільш інноваційні країни світу,
- глобальний індекс інтелектуальної власності,
- індекс роздрібних цін, оцінка вартості життя,
- індекс міських брендів,
- індекс глобальних міст,
- кількість міжнародних ярмарків і виставок,
- щільність населення міста/

Ці 64 інструментальних чинники дозволяють визначити 14 факторів конкурентоспроможності міст. На основі цих 14 чинників і відбувається рейтингування і розстановка міст в переліку глобальних фінансових центрів світу.

Відповідно до «Індексу 8» Москва знаходиться на 68 місці в світі з рейтингом 506 балів, а Санкт–Петербург – на 71 місці з рейтингом 491 бал (див. табл. 2). Очевидно, що в умовах створення міжнародного фінансового центру в Росії це положення справ нікого не влаштовує і необхідно приймати екстрені заходи з підняття привабливості Москви і Санкт–Петербургу в очах професійних фінансистів.

Провідні фінансові центри світу (Global Financial Centres Index, GFCI) *

Фінансовий центр	Місце у 2010 році	Зміна порівняно з 2009 роком	Оцінка у 2010 році	Зміна оцінки порівняно з 2009 роком
Лондон	1	=1	772	-3
Нью-Йорк	2	=1	770	-5
Гонконг	3	-	760	+21
Сінгапур	4	-	728	-5
Токіо	5	-	697	+5
Шанхай	6	+5	693	+25
Чикаго	7	-1	678	-
Цюрих	8	-1	669	-8
Женева	9	-1	661	-10
Сідней	10	-1	660	-10
Франкфурт	11	+2	659	-1
Торонто	12	-	656	-11
Бостон	13	+1	655	+3
Шеньчжень	=14	-5	654	-16
Сан-Франциско	=14	+1	651	+3
Пекін	16	-1	649	+2
Вашингтон	17	-	645	+2
Париж	18	+2	639	+3
Тайпей	19	+2	634	+1
Люксембург	20	-2	623	-9
Москва	68	-	506	-10
Санкт-Петербург	71	-1	491	-10

* За даними The Global Financial Centres Index.

Фактори конкурентоспроможності:

- наявність кваліфікованого персоналу;
- діяльність регуляторів;
- доступ до міжнародних фінансових ринків;
- наявність бізнес-інфраструктури;
- доступ до споживачів;
- чесне і об'єктивне ставлення до бізнесу;
- реагування уряду на запити;
- режим корпоративного оподаткування;
- операційні витрати;
- доступність постачальників професійних послуг;

- якість життя;
- культура і мова;
- якість / доступність комерційної нерухомості;
- режим податку на доходи фізичних осіб.

Таким чином, індекс GFCI ранжує міста на основі їх привабливості для професійних фінансистів.

Дана статистична модель складається на основі двох основних джерел даних: по–перше, на основі конкретних індексів, що вимірюють конкурентні позиції фінансових центрів (в «Індексі 8» були використані 64 зовнішніх індексів, на основі яких були визначені 14 факторів конкурентоспроможності міст), і, по–друге, відповіді професійних фінансистів на регулярні опитування з проханням оцінити міста, в яких вони ведуть бізнес (в «Індексі 8» були використані оцінки 33 023 фінансових центрів, отримані від 1 876 бізнесменів).

Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України.

Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України (далі – Агентство) є державною установою, створеною в 1998 році при Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку відповідно до рішення ДКЦПФР №94 від 29.07.1998 з метою організаційного, технічного та ресурсного забезпечення реалізації повноважень ДКЦПФР в сфері регулювання ринку цінних паперів та розвитку інфраструктури фондового ринку України, зокрема, з метою організаційного, технічного та ресурсного забезпечення створення та функціонування Національної депозитарної системи та інших елементів інфраструктури фондового ринку України.

Мета діяльності Агентства – це багатосторонній розвиток інфраструктури фондового ринку, а також приведення функціонування ринку цінних паперів у відповідність до світових стандартів.

Основними напрямками діяльності Агентства є:

- створення та ведення інформаційної бази даних про ринок цінних паперів для інформаційного забезпечення діяльності центрального апарату ДКЦПФР та її територіальних управлінь, учасників фондового ринку та інших осіб;

- створення та ведення єдиної бази даних інформації, яка підлягає оприлюдненню і публікується в офіційних виданнях Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку;

- розповсюдження інформації, що підлягає оприлюдненню, відповідно до чинного законодавства та нормативних документів Комісії;

- моніторинг фондового ринку та аналіз діяльності підприємств;

- розробка та розповсюдження програмного забезпечення серед учасників фондового ринку, участь у його сертифікації;

- рекламна діяльність на фондовому ринку;

- створення інформаційного порталу в мережі Інтернет;

- проведення конференцій, семінарів, конкурсів, пов'язаних з діяльністю фондового ринку.

Інтернет-портал www.smida.gov.ua – єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів, який формується відповідно до Рішення Комісії від 27.03.2003 за № 233. Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів зберігає в базах даних систематизовану інформацію про емітентів цінних паперів та професійних учасників фондового ринку України. Протягом 2010 року на сайті Агентства www.smida.gov.ua оприлюднено 5435 річних звітів акціонерних товариств.

Відповідно до Рішення ДКЦПФР від 26 жовтня 2006 року № 1289, Агентство визначено уповноваженою особою на розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі ДКЦПФР про ринок цінних паперів – www.stockmarket.gov.ua.

Плани Агентства на майбутнє:

- створення та ведення бази даних проспектів емісії цінних паперів;

– створення аналітичної підсистеми веб-сайту www.smida.gov.ua, яка буде включати аналітичні фінансові показники діяльності емітентів цінних паперів, зведення про власників цінних паперів емітентів і корпоративні права емітентів цінних паперів, інформацію про результати торгів на фондових біржах України та інше;

– створення англо- та російськомовної версії проектів www.smida.gov.ua та www.stockmarket.gov.ua для іноземних інвесторів;

– розширення співпраці щодо розповсюдження інформації та розвитку фондового ринку на міжнародному рівні.

ДКЦПФР реалізує єдину державну політику щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів, а також координує діяльність державних органів у вирішенні зазначених питань:

Удосконалення механізмів захисту прав інвесторів шляхом поширення найкращої практики корпоративного управління у діяльності акціонерних товариств; удосконалення правового врегулювання корпоративних конфліктів;

Розвиток інструментів ринку цінних паперів шляхом законодавчого врегулювання питань обігу похідних фінансових інструментів (деривативів) та іпотечних цінних паперів; удосконалення практичного використання і застосування методики визначення справедливої (ринкової) вартості фінансових інструментів;

Удосконалення обліку прав власності в депозитарній системі шляхом введення єдиних правил та технологічних процедур обліку цінних паперів, уніфікації принципів та порядку здійснення діяльності учасниками Національної депозитарної системи та взаємодії між ними;

Розвиток інвестиційної інфраструктури шляхом законодавчого врегулювання питань діяльності недержавних пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування, у процесі формування ними ліквідних активів; удосконалення стандартів діяльності організаторів торгівлі та саморегульованих організацій;

Поступове впровадження механізмів пруденційного нагляду в діяльності професійних учасників ринку цінних паперів шляхом встановлення вимог до оцінки ризиків під час організації діяльності з торгівлі цінними паперами, впровадження підходів для вимірювання і управління ризиками з боку професійних учасників ринку цінних паперів;

Популяризація ринку цінних паперів серед широкого кола населення та інвесторів, а саме: проведення Комісією роз'яснювальної інформаційної роботи, тематика якої включатиме особливості інвестиційного процесу, ознайомлення з правами та обов'язками акціонерів та інвесторів; забезпечення ДКЦПФР інформаційного підтримування найбільш значущих проектів, які стосуються регулювання ринку цінних паперів та знаходяться у стадії реалізації;

Зокрема, на 2011 рік ДКЦПФР були визначені наступні напрями розвитку фондового ринку:

Створення системи протидії використанню інсайдерської інформації та маніпулюванню цінами шляхом встановлення обмежень на відхилення ціни заявки від ціни останньої угоди;

Удосконалення основних засад функціонування фондових бірж в Україні шляхом розроблення заходів, які б спонукали інституційних інвесторів сприяти розширенню обігу на організованому ринку цінних паперів, що відповідали б вимогам для їх включення до складу активів, зокрема через збільшення зацікавленості емітентів цінних паперів та встановлення на рівні нормативно-правового акта єдиної для всіх організаторів торгівлі методики визначення біржового курсу цінних паперів;

Удосконалення вимог до професійних учасників фондового ринку шляхом встановлення обов'язків формування резервних фондів на умовах диверсифікації за рахунок активів;

Розроблення та впровадження концепції електронного документообігу на ринку цінних паперів шляхом надання концептуального бачення Комісії щодо обміну інформацією регулятором та учасниками ринку цінних паперів

на основі електронного документообігу з використанням електронного цифрового підпису;

Розвиток механізмів саморегулювання ринку цінних паперів шляхом розширення кола повноважень саморегулювних організацій, а саме:

впровадження внутрішніх вимог до торгівців цінними паперами та компаній з управління активами з оцінки ризиків діяльності та щодо відповідальності сертифікованих осіб таких професійних учасників;

надання саморегулювним організаціям важелів впливу у разі порушення торгівцями та компаніями з управління активами внутрішніх вимог з оцінки ризиків діяльності, зокрема ініціювання анулювання сертифікатів сертифікованих осіб таких професійних учасників;

впровадження механізмів контролю за діяльністю торгівців цінними паперами та компаній з управління активами щодо якості послуг з інвестиційного консультування;

передача саморегулювним організаціям повноважень щодо збору адміністративних даних професійних учасників ринку цінних паперів, їх попередньої обробки та передачі Комісії;

посилення ролі саморегулювних організацій професійних учасників ринку цінних паперів у питаннях контролю за розкриттям інформації професійними учасниками – емітентами цінних паперів, зокрема шляхом покладення на саморегулювні організації обов'язку інформувати регулятора про виявлені порушення;

Удосконалення правил здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, а саме через:

врегулювання питань щодо викупу, перепродажу, обміну емітентами – торговцями цінними паперами (в тому числі банками) власних цінних паперів на організаторі торгівлі;

врегулювання питань щодо документарного оформлення операцій купівлі–продажу цінних паперів у власних інтересах шляхом надання доручення іншому торговцю щодо здійснення купівлі–продажу цінних

паперів на організаторі торгівлі та операцій передоручення торговцем цінними паперами іншому торговцю отриманої заявки на купівлю–продаж цінних паперів;

Удосконалення порядку випуску та обігу опціонів з метою забезпечення контролю ДКЦПФР за обігом вже зареєстрованих випусків опціонів та механізму їх депозитарного обліку;

Проведення роботи з узагальнення законодавства про цінні папери, а саме проведення систематизації законодавства про цінні папери, нормативно–правових актів ДКЦПФР та її роз’яснень з метою подальшого комплексного унормування змін до них.

Проблемні питання розвитку фондового ринку України та заходи щодо їх вирішення. Для забезпечення якісної реалізації фондовим ринком своїх основних функцій необхідно звернути увагу на проблемні питання його розвитку і створити ефективний механізм їх вирішення. До таких проблемних питань відносяться наступні:

– значна конфліктність у сфері корпоративних відносин через невисокий ступінь специфікації прав власності, фактичну незахищеність прав акціонерів (особливо міноритарних), неналежний рівень корпоративного управління;

– наявність особливих «національних» рис розвитку фондового ринку: низька ліквідність та обмежена кількість інструментів ринку, мала кількість цінних паперів, якими торгують на організованому біржовому ринку, активне застосування учасниками ринку методів маніпулювання цінами з метою завищення вартості чистих активів інвестиційних фондів, суттєве превалювання неорганізованого ринку над організованим, низька якість та незавершений характер інституційної інфраструктури фондового ринку, наявність декількох торгових майданчиків, що ускладнює контроль над операціями з цінними паперами та розповсюдження інформаційних індикаторів;

- недооцінювання всіх можливостей та потенцій фондового ринку, хибне психологічне сприйняття його як неважливої та допоміжної складової фінансового сектору ринкової економіки;

- нормативна база, що врегульовує стосунки у фондовому секторі, дуже повільно рухається в напрямку пристосування до вимог міжнародних стандартів розкриття інформації (вимоги IOSCO);

- незадовільний стан низки стимулюючих факторів, що заохочують зовнішніх стратегічних інвесторів до активної участі у процесах на фондовому ринку України (мається на увазі стабільність національного законодавства, макроекономічна та політична стабільність, відсутність перешкод для вільного переливу капіталу, передбачуваність валютної політики, забезпечення прав акціонерів, рівень корпоративного управління; транспарентність фондового ринку і звітності компаній);

- рівень розвитку внутрішніх інституційних інвесторів (представлених інститутами спільного інвестування (ІСІ), недержавними пенсійними фондами (НПФ) та страховими компаніями) є нижчим всякої критики, окрім того індивідуальні інвестори не є достатньо активними на вітчизняному ринку.

Подальше прискорення ефективної трансформації українського фондового ринку залежить від правильного вектору системних зрушень, що будуть ініційовані державою у сфері вдосконалення фінансового сектору. Концепція успішного реформування фондового ринку України передбачає реалізацію системи заходів державної політики, що має бути зосереджена на наступному:

- проведення ефективного ліберального валютного регулювання, що дозволить українським підприємствам вільно виходити на міжнародні ринки капіталу та спростить прихід зовнішніх інвесторів на внутрішній ринок;

- поширення позитивної інформації щодо розвитку українського фондового ринку серед зарубіжних та вітчизняних інвесторів, пропаганда його потенційних можливостей, налагодження системи тісної взаємодії та

співпраці в межах міжнародних організацій з метою формування коректного іміджу;

- застосування підвищених вимог корпоративного управління в Україні, відповідність законодавства України міжнародним нормам і правилам розвитку капіталу, ефективна реалізація закону «Про акціонерні товариства» та інших прогресивних законодавчих актів;

- подальша ефективна розбудова розвиненої та прозорої Національної депозитарної системи через створення одного центрального депозитарію корпоративних цінних паперів, покращення обліку прав власності на цінні папери та введення міжнародних стандартів у цій сфері, розвиток системи обігу деривативів, оптимізація процедури проведення розрахунків за угодами з цінними паперами за участю нерезидентів;

- збільшення числа фінансових інструментів, що будуть опрацьовані інвесторами, значне просування процесу впровадження в обіг похідних цінних паперів;

- використання міжнародних стандартів бухгалтерського обліку з метою забезпечення прозорості ринку та підвищення його привабливості;

- розроблення та застосування відповідного нормативного забезпечення випуску інвестиційно–привабливих цінних паперів для роздрібного продажу індивідуальним інвесторам;

- забезпечення концентрації значних обсягів торгівлі цінними паперами на організованому ринку відповідно до міжнародних стандартів;

- здійснення емісії державних боргових цінних паперів, зокрема муніципального рівня, для роздрібного продажу, з цільовим спрямуванням коштів на розвиток;

- забезпечення організації розміщення та обігу державних боргових цінних паперів, зокрема муніципального рівня, розроблення та використання низьковитратних способів доступу індивідуальних інвесторів на ринки державних цінних паперів.

Програма розвитку фондового ринку України на 2011–2015 роки. У рамках реалізації Програми економічних реформ на 2010–2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна влада» та з метою формування основних напрямків розвитку фондового ринку України і удосконалення регулювання діяльності на ринку цінних паперів, а також для покращення інвестиційного клімату в Україні ДКЦПФР розробила та схвалила проект Указу Президента України «Про схвалення Програми розвитку фондового ринку України на 2011–2015 роки», який направлено на розгляд до Адміністрації Президента.

Предметом Програми є визначення стратегічних напрямів подальшого реформування та суттєвої модернізації фондового ринку України на правовому, інституційному та технологічному рівнях.

Програма розвитку фондового ринку України на 2011–2015 роки містить пріоритетні завдання на середньостроковий період та необхідні кроки щодо їх реалізації.

Мета Програми – формування конкурентоспроможного національного фондового ринку на основі поступового зменшення його спекулятивної складової з одночасним зростанням інвестиційно спрямованого сегменту в умовах фінансової глобалізації, рівня інтернаціоналізації світової економіки, який зростає, та виконання ним основної функції – забезпечення вільного та швидкого перетоку інвестиційного капіталу.

Як зазначається у документі, Україна має достатній економічний потенціал для розбудови національного фондового ринку, темпи якого випереджатимуть динаміку валового внутрішнього продукту. Фондовий ринок повинен функціонувати як регульований елемент цілісної фінансової системи, синхронізованої з банківським сектором і системою державних фінансів.

З огляду на сучасний стан вітчизняної економіки та фондового ринку, на період до 2015 року зусилля держави мають бути спрямовані на вирішення ряду важливих завдань подальшого розвитку ринку цінних

паперів. Ці завдання окреслені в основних розділах Програми: збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку; удосконалення ринкової інфраструктури та засад саморегулювання, забезпечення їх надійного і ефективного функціонування; покращення механізмів захисту прав інвесторів; удосконалення умов і правил державного регулювання та нагляду на фондовому ринку. Кожен розділ містить опис проблем, завдання, необхідні кроки та етапи їх вирішення (I етап – до кінця 2012 р., II етап – до кінця 2015 р.).

Очікувані результати реалізації Програми – збільшення обсягів інвестицій у цінні папери, зростання капіталізації українського ринку акцій, поетапне підвищення рівня капіталізації фондового ринку, збільшення загальної номінальної вартості облігацій підприємств, що перебувають в обігу, зростання вартості активів інституційних інвесторів, збільшення кількості учасників невенчурних інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів, збільшення кількості роздрібних інвесторів на фондовому ринку.

Крім того, прогнозується збільшення обсягів біржових торгів цінними паперами, частки біржового ринку, обсягів IPO на внутрішньому фондовому ринку, кількості лістингових компаній, кількості цінних паперів іноземних емітентів, що перебувають в обігу на території України, а також кількості акціонерних товариств, які прийняли кодекс корпоративного управління тощо.

Програма містить перелік ключових законопроектів та нормативно-правових актів, прийняття яких необхідне для її реалізації. Серед них насамперед слід виділити такі проекти законів: «Про систему депозитарного обліку цінних паперів»; «Про похідні (деривативи)»; «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» (щодо визначення поняття «кваліфікований інвестор»); «Про Фонд гарантування інвестицій»; «Про внесення змін до законів України «Про акціонерні товариства» та «Про цінні папери та фондовий ринок» (щодо розкриття інформації на фондовому

ринку); «Про внесення змін до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»; «Про систему рейтингування» та ін.

Підготовка проекту Програми розвитку фондового ринку України на 2011–2015 роки проходила у кілька етапів. Робоча група, створена при ДКЦПФР, розробила перший варіант цього документа, який був оприлюднений на початку літа 2010 року. До нього надійшла велика кількість пропозицій та зауважень, з урахуванням яких було підготовлено наступний варіант Програми, який був обговорений у широкому колі представників професійних учасників фондового ринку, науковців та міжнародних експертів. За результатами обговорення проект було ще раз допрацьовано.

Зокрема змінилася структура документа у порівнянні з попередніми варіантами проекту. З нього було вилучено розділ «Податкове та валютне стимулювання подальшого розвитку фондового ринку України», окремі положення якого включили в інші розділи. Натомість у Програмі з'явився новий важливий розділ – «Покращення механізмів захисту прав інвесторів».

Отже, можна констатувати, що документ виявився досить пристойним. Це підтвердили і представники трьох саморегулювальних організацій фондового ринку – УАІБ, АУФТ та ПАРД, які були присутні на засіданні ДКЦПФР при схваленні проекту Програми.

Згідно із Законом «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо приведення їх у відповідність із Конституцією України», яким, зокрема, були внесені зміни до Закону «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», ДКЦПФР є державним колегіальним органом, підпорядкованим Президенту України. Враховуючи практику прийняття аналогічних Програм у попередні роки, коли діяла Конституція 1996 року, даний документ має бути затверджений Указом Президента України. Тому проект Програми буде направлено на розгляд до Адміністрації Президента і є надія, що до кінця поточного року з'явиться відповідний Указ.

Наступним кроком має стати розробка та затвердження плану заходів з реалізації Програми, які повинні містити конкретні кроки та терміни виконання поставлених завдань, а також перелік відповідальних органів. Слід зазначити, що окремі положення Програми носять міжвідомчий характер. З огляду на це, статус Указу Президента необхідний цьому документу для того, щоб ДКЦПФР разом з іншими державними органами реалізовувала його положення. Наприклад, спільно з Фондом держмайна потрібно розробити нормативну базу щодо продажу держпакетів акцій на фондових біржах, а спільно з Міністерством фінансів та Національним банком опрацьовувати питання податкового та валютного стимулювання тощо.

Головним позитивним чинником є те, що у процесі розробки проекту Програми активну участь брали професійні учасники ринку цінних паперів, представники наукових кіл, саморегулювальних організацій. Тобто можна стверджувати, що даний документ – результат роботи фондового ринку в цілому, а не лише ДКЦПФР.

У ході роботи над Програмою було виявлено проблеми розвитку ринку, які можна вирішити вже на поточному етапі, не чекаючи її прийняття. Зокрема вже розроблені законопроекти про внесення змін до законів «Про акціонерні товариства», «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», «Про цінні папери та фондовий ринок», здійснюються кроки на шляху вдосконалення депозитарної системи та її централізації, встановлені двосторонні кореспондентські відносини між двома депозитаріями. Це є доказом практичності та конкретності Програми розвитку фондового ринку.

Стратегія розвитку фондового ринку України до 2015 року. Стратегія визначає основні напрями розвитку фондового ринку України на період до 2015 року, формулює пріоритетні завдання у цій сфері та передбачає комплекс системних заходів законодавчого, організаційного та інституційного характеру, спрямованих на суттєву модернізацію існуючих взаємовідносин між його учасниками, технологічне оновлення, інтенсивну

адаптацію ринку до міжнародних стандартів функціонування та застосування кращої практики.

Метою Стратегії є забезпечення економічного зростання держави за допомогою якісного підвищення конкурентоспроможності українського фінансового ринку, а саме: створення сприятливих умов для здійснення інвестицій як вітчизняними, так і іноземними інвесторами в економіку країни через механізми фондового ринку.

Починаючи з 2008 року відбулося погіршення кон'юнктури світових фінансових ринків у зв'язку із загостренням кризових явищ у світовій економіці. Це спричинило ймовірність поступового скорочення найближчими роками нечисленних національних фінансових ринків, які можуть ставати світовими фінансовими центрами, або входити в зону впливу вже існуючих глобальних центрів. Тому формування конкурентоспроможного українського фінансового ринку є найважливішим пріоритетним завданням економічної політики держави на середньострокову перспективу.

Предметом Стратегії є правові, економічні, інвестиційні, організаційні та інші напрями регулювання та розвитку ринку цінних паперів України, направлені на створення ліквідного, надійного, ефективного, регульованого державою і інтегрованого у світові фондові ринки ринку цінних паперів.

Об'єктом Стратегії є фондовий ринок України як важливий сегмент у структурі фінансового ринку та єдиної національної економічної, соціальної і політичної системи, що забезпечує створення умов для акумуляції та ефективного інвестування фінансових ресурсів в економіку країни.

Післякризове відновлення української економіки об'єктивно невіддільне від необхідності розв'язання сучасних проблем функціонування фондового ринку і формування цілісної довгострокової стратегії його розвитку. Створення ефективно функціонуючого фондового ринку постає одним з пріоритетних завдань сталого економічного розвитку України.

Основними ризиками, які впливають на діяльність великих компаній, є нестабільність макроекономічного середовища в країні, політична нестабільність, вплив світових ринків. У зв'язку з довготривалістю виконання укладених контрактів, не врегулюванням цінової політики на енергоносії та на інші матеріали, зростання рівня інфляції безпосередньо впливає на фінансові результати роботи компаній–виробників.

Протягом кількох останніх років відбувалось зменшення ролі фондового ринку України як ключової інтегруючої складової ринку капіталів, що характеризується низькою ліквідністю вітчизняних цінних паперів, мізерною часткою біржового сегменту ринку, недостатнім законодавчим регулюванням базових аспектів функціонування ринку (справедливого ціноутворення, ринкової стабільності, прозорості), обмеженою кількістю ліквідних та інвестиційно привабливих фінансових інструментів, розпорошеністю та фрагментарністю біржової та депозитарної інфраструктури.

Система регулювання фондового ринку України потребує суттєвого вдосконалення своєї функціональної та інституційної спроможності через запровадження пруденційного нагляду, покращення механізмів захисту інвесторів та запобігання маніпулюванню на фондовому ринку, посилення вимог щодо реклами цінних паперів та якості послуг, що надаються професійними учасниками ринку, вдосконалення саморегулювання.

Державна політика у сфері функціонування та розвитку фондового ринку України має бути спрямована на формування конкурентоспроможного та ефективно функціонуючого вітчизняного фондового ринку, здатного мобілізувати, перерозподіляти та надавати економіці необхідні інвестиційні ресурси на основі прозорих правил та процедур діяльності усіх його учасників.

Структурна перебудова національної економіки, загострення конкурентної боротьби за інвестиційні ресурси на міжнародних ринках капіталу, процеси глобалізації фінансових ринків потребують невідкладного

впровадження державних програм розвитку основних галузей та сегментів національної економіки, до яких відноситься і фондовий ринок як невід’ємна частина фінансового ринку України.

Розвиток фондового ринку України має загальнонаціональне значення і за умов ефективного використання його потенціалу має стати каталізатором прискорення економічного розвитку країни у цілому.

За структурою Стратегія розвитку фондового ринку України до 2015 року містить наступні розділи:

1. Досягнуті результати виконання Концепції функціонування та розвитку фондового ринку України, стратегії (заходів) щодо розвитку фондового ринку.

2. Цілі та завдання розвитку ринку цінних паперів.

3. Модернізація існуючих та створення нових видів інструментів ринку цінних паперів.

4. Розвиток інфраструктури фондового ринку.

5. Розширення спектру та підвищення якості послуг, які надаються учасниками ринку

- залучення роздрібного інвестора;
- наскрізна автоматизація всіх ринкових процесів;
- управління цінними паперами та коштами клієнтів;
- маржинальна торгівля.

6. Підвищення ефективності регулювання та нагляду на ринку цінних паперів

- підвищення можливостей регулятора;
- підвищення вимог до професійних учасників;
- фінансовий моніторинг.

7. Прозорість ринку цінних паперів.

8. Інтеграція національного ринку у міжнародні ринки капіталів.

9. Програма популяризації фондового ринку.

10. Сприяння розвитку та становлення національних інституційних інвесторів.

11. Удосконалення податкового законодавства та спрощення системи валютного регулювання.

Подальший розвиток та удосконалення функціонування фондового ринку в Україні вимагають реалізації комплексу заходів у контексті наступних пріоритетних напрямів:

– *удосконалення інституційної структури фондового ринку з метою диверсифікації його ресурсної бази та залучення збережень населення.* Зокрема, зв'язуючою ланкою між дрібним інвестором і фондовим ринком, можуть виступати пайові інвестиційні фонди. Відкриття анонімних інвестиційних рахунків, рахунків на пред'явника, або застосування іншого спрощеного обліку дозволило б залучити «тіньовий» капітал; встановлення жорсткої системи державного контролю за використанням коштів та сприяння розкриттю інформації щодо діяльності інститутів спільного інвестування;

– *підвищення інвестиційної якості інструментів фондового ринку, що дозволило б привернути увагу емітентів та інвесторів високою відповідністю їх інтересам, та підвищило б конкурентноздатність цінних паперів на ринку фінансових продуктів, за рахунок модифікації цінних паперів.* Запропоновані варіанти надання індивідуальних якостей фондовим інструментам, відповідно до основних цілей інвестування на вітчизняному ринку: специфікація умов емісії; забезпечення чутливого реагування курсової вартості на темпи інфляції; введення в обіг нових фондових інструментів (конвертовані облігації, деривативи), випуск депозитарних розписок;

– *формування адекватної нормативно-правової бази, яка б відповідала сучасному стану фондового ринку, та здійснювала б коригуючий вплив згідно з пріоритетами розвитку економіки України, зокрема розробка механізму впровадження видів відповідальності з розкриттям змісту інсайдерських угод, маніпулювання цінами; законодавче врегулювання*

спекулятивних угод, хеджування, обігу деривативів, іменних цінних паперів та позабіржового обігу.

Значні успіхи українського фондового ринку неможливі без проведення кардинальних реформ у більшості його компонент і вирішення низки проблемних питань. Мають бути переглянуті підходи щодо зміни його ролі в економічній системі. Основна функція фондового ринку полягає у ефективному залученні інвестиційних ресурсів та спрямуванні їх на інноваційну модернізацію виробничого сектору економіки, формування засад для розвитку потужної інфраструктури діяльності системи інституційних інвесторів. Концепція успішного реформування фондового ринку України передбачає реалізацію цілої системи ефективних заходів державної політики з метою забезпечення підвищення національної конкурентоспроможності у довготривалій перспективі.

Запитання для самоконтролю:

1. Роль фондового ринку в сучасній ринковій економіці.
2. Стадії становлення фондового ринку України.
3. Особливості розвитку вітчизняного фондового ринку.
4. Місце України та Росії у рейтингу міжнародних фінансових центрів.
5. Оцінка і ранжування конкурентоспроможності світових фінансових центрів.
6. Методологія розрахунку Індексу глобальних фінансових центрів.
7. Основні напрями розвитку державного регулювання фондового ринку в Україні.
8. Проблемні питання розвитку фондового ринку України та заходи їх вирішення.
9. Мета і зміст Програми розвитку фондового ринку України на 2011–2015 роки.
10. Сутність і завдання Стратегії розвитку фондового ринку України до 2015 року.

Список рекомендованих джерел:

1. На пути к МФЦ // Биржевое обозрение. – 2010. – № 10 (82). – С. 5-10.
2. Начало совещания по вопросам развития финансового рынка // Администрация Президента РФ. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://news.kremlin.ru/transcripts/7956>
3. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/>
4. Програма розвитку фондового ринку України на 2011–2015 роки. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ssmc.odessa.gov.ua/Main.aspx?sect=Page&IDPage=29664&id=292>
5. Регулювання фондового ринку України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>
6. Стратегія розвитку фондового ринку // Цінні папери України. – 2010. – № 8 (602). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper/review.php?id=602&pub=4456
7. Стратегія розвитку фондового ринку України на середньострокову та довгострокову перспективу (проект). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/stockmarket_strategy2015_draft.pdf
8. Суздальцев И.Н. Методология расчета Индекса глобальных финансовых центров (GFCI) / Суздальцев И.Н. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.econorus.org/onim/upload/h5hv.doc>
9. Фондовый рынок Украины: проблемы, тенденции та перспективи // Цінні папери України. – 2010. – № 4 (598). [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.securities.org.ua/securities_paper
10. Global Financial Centres 8. – City of London: London, 2010. – 33 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zyen.com/GFCI/GFCI%208.pdf>