УДК 336.76

ОСНОВНІ НАПРЯМКИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

ОЛЕНА КУЛІШ,
кандидат економічних наук, доцент кафедри економічної теорії Донецького національного університету

У статті проаналізовано сучасний стан розвитку фондового ринку України та виявлено основні проблеми його функціонування. Виділено систему заходів державної підтримки фондового ринку за двома напрямками: створення зовнішніх умов функціонування та вдосконалення внутрішньої його структури. Показано, що на сучасному етапі не існує об'єктивних причин для створення мегарегулятора вітчизняного фінансового ринку.

Ключові слова: *фондовий ринок, цінні папери, державне регулювання фондового ринку, мегарегулятор, саморегульовані організації.*

Постановка проблеми. У сучасних умовах реформування економіки країни помітно зростає інтерес до фінансових аспектів її розвитку, зокрема до проблем становлення та функціонування фондового ринку. Враховуючи досить нестійкий стан цього сегмента фінансового ринку, важливого значення набуває дослідження механізму державного регулювання ринку. При оцінці ролі держави в економічних реформах і стимулюванні інвестиційної діяльності на фондовому ринку необхідно виходити з провідного положення теорії систем: будь-яка складна ієрархічно організована система (якою є фондовий ринок) обов'язково включає центр, що поєднує всі елементи. Таким системам об'єктивно властиве поєднання централізму й самостійності окремих підсистем, а їхня структурна перебудова пов'язується з посиленням значення центру, що сприяє запобіганню наростання в системі ентропії, ослаблення взаємозв'язку елементів і подальшого розпаду [1, с. 27].

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Теоретичні та практичні положення щодо окремих аспектів функціонування вітчизняного фондового ринку та механізму реалізації державної фондової політики висвітлено в працях М. Бурмаки [2], А. Ганієва, М. Денисенко [3], В. Клименко [4], С. Москвіна, С. Міщенка [5], С. Мошенського [6], О. Мозгового, Д. Лук'яненка [7], О. Підхомного [8], В. Поворозника [9] та ін. Разом із тим, залишається низка недостатньо розкритих питань щодо системного дослідження означеної проблеми, зокрема щодо розробки системи державної підтримки розвитку фондового ринку України при умові повної узгодженості дій усіх суб'єктів його регулювання.

Метою статті є вивчення особливостей функціонування фондового ринку України на сучасному етапі, виділення основних проблем, що стримують ефективне виконання ринком своїх функцій та розробка системи заходів державної підтримки його розвитку.

Виклад основного матеріалу. Обговорювати обсяг і характер функцій держави необхідно з огляду на особливості об'єкта регулювання. Як предмет дослідження обумовлює метод, так і об'єкт регулювання та його розвиток детермінують еволюцію механізму державного регулювання.

На попередніх етапах становлення фондовий ринок України виконував специфічні функції механізму перерозподілу прав власності під час проведення приватизації державних підприємств та не забезпечував підприємства реальними інвестиційними ресурсами. За сучасних умов трансформації економіки України ця функція поступово вичерпує своє первинне значення, а головним завданням фондового ринку виступає акумулювання та перерозподіл тимчасово вільних інвестиційних коштів економічних суб'єктів. Аналіз сучасного стану фондового ринку України дозволив виявити основні проблеми, що стримують ефективне виконання ринком зазначеної функції, а саме:

1) низька частка капіталізації фондового ринку у ВВП. Незважаючи на значне збільшення останнім часом цього показника (з 1,9 % ВВП у 1998 р. до 51,4 % ВВП у 2009 р.), вітчизняний ринок значно відстає у своєму розвитку як від ринків промислово розвинених країн, так і від тих, що розвиваються, і не відповідає потребам економіки країни. Крім того, на думку експертів, показник капіталізації ринку України є набагато завищеним (для країн, що розвиваються, середнім показником є 30 % ВВП) унаслідок обліку всіх лістингових компаній, по більшості з яких реальна торгівля не ведеться;

2) незначний обсяг торгів на вторинному ринку та обмежена кількість фондових інструментів. Зауважимо, що в останні роки спостерігається тенденція збільшення загального обсягу торгів на фондовому рику України, який у 2009 р. склав 1067,26 млрд грн (що на 183,87 млрд грн більше, ніж у 2008 р.), однак у цілому вітчизняний ринок характеризується незначним обсягом операцій. При цьому в структурі торгів (у розрізі окремих фінансових інструментів) протягом 2004-2009 років провідне місце (43-46 % від загального обсягу угод) займають операції з акціями (у 2009 р. -

PDF создан испытательной версией pdfFactory Pro www.pdffactory.com

470,73 млрд грн). На другому місці - операції з векселями, частка яких у 2009 р. становила 25 % від загального обсягу торгів, або 268,76 млрд грн. Основною тенденцією 2009 р. стало істотне зменшення угод на ринку по облігаціях підприємств в 2,5 раза (з 205,21 млрд грн у 2008 р. до 81,13 млрд грн у 2009 р.) [10];

3) суттєве переважання неорганізованого сегмента фондового ринку над організованим, що негативно позначається на його прозорості. Так, обсяг торгів на неорганізованому ринку за останні 5 років збільшився в 2,7 раза (з 387,4 млрд грн у 2005 р. до 1031,28 млрд грн у 2009 р.) та склав у 2009 р. 97 % загального обсягу. Як відомо, при оцінці вітчизняного ринку (як і будь-якого іншого) іноземні інвестори враховують тільки організовану частину його торгів, незначні обсяги якої свідчать про неперспективність і неконкурентноздатність фондового ринку. Крім того, неорганізований ринок досить складно контролювати з боку Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Станом на 01.01.2010 р. організований сегмент фондового ринку представлений 10 організаторами торгівлі (ВАТ "Київська міжнародна фондова біржа", ЗАТ "Придніпровська фондова біржа", ПрАТ "Українська міжбанківська валютна біржа", ЗАТ "Українська міжнародна фондова біржа", ЗАТ "Українська фондова біржа", ВАТ "Східно-європейська фондова біржа", ВАТ "Українська біржа", ЗАТ "Фондова біржа "ІННЕКС", ПрАТ "Фондова біржа ПФТС", ПАТ "Фондова біржа "Перспектива"). Незважаючи на те, що в основі ефективного функціонування будь-якого ринку лежить конкуренція, така інфраструктура набагато перевищує незначні масштаби самого ринку. Разом із тим, позитивною тенденцією 2009 р. стало скорочення частки торгів на фондовій біржі ПФТС (з 90,02 % у 2008 р. до 38,75 % у 2009 р.) та збільшення частки торгів на фондовій біржі "Перспектива" (з 3,64 % у 2008 р. до 31,69 % у 2009 р.) [10];

4) незначна інвестиційна роль ринку акцій. У першому наближенні аналіз первинного фондового ринку дає можливість зробити висновок про його зростаючу інвестиційну роль. Так, загальний обсяг зареєстрованих ДКЦПФР емісій цінних паперів (наростаючим підсумком) за останні п'ять років збільшився в 3,5 раза і склав на 01.01.2010 р. 740,06 млрд грн. При цьому в 2009 р. було зареєстровано випусків цінних паперів на суму 162,68 млрд грн, що є найвищим показником з початку проведення державної реєстрації емісій, а в структурі емісій провідну позицію протягом усього періоду займали випуски акцій (101,07 млрд грн, або 62,13 % від загального обсягу 2009 р.). Разом із тим, найбільш важливими індикаторами, що характеризують роль фондового ринку як механізму перерозподілу ресурсів з метою інвестицій у виробництво, виступають показники обсягу випусків додаткової емісії акцій ВАТ і ЗАТ для реального залучення коштів. Необхідно зазначити, що з 1999 до 2007 р. на випуск таких цільових акцій припадала більша частина всіх емісій - від 32,28 % до 61,56 %, а в 2009 р. - тільки 1 % від загального випуску [10];

5) відсутність розвинених інституціональних інвесторів, які повинні сприяти залученню довгострокових коштів юридичних і фізичних осіб, а також розвитку системи портфельного інвестування. Як свідчать статистичні дані, активність населення України в інститутах спільного інвестування (ІСІ) найнижча серед європейських країн. Однією з причин такої ситуації є незначний за часом досвід функціонування названих інститутів (у розвинених країнах ІСІ існують уже понад 200 років). В Україні кількість таких інститутів починає поступово збільшуватися тільки з 2003 р. На 01.01.2010 р. діє 254 ІСІ. Загальна сума активів ІСІ (крім венчурних фондів) за станом на цей час складає 6,48 млрд грн (на 01.01.2009 - 5,25 млрд грн), сума чистих активів (крім венчурних фондів) - 5,84 млрд грн (на 01.01.2009 - 4,73 млрд грн). У цілому можна спостерігати деяке поліпшення значення показників діяльності ІСІ [10].

Крім зазначених вище проблем функціонування вітчизняного фондового ринку, можна виділити такі: відсутність системної інфраструктури, відсутність надійного законодавства та системи захисту прав міноритарних інвесторів, наявність рейдерства, маніпуляції із цінами, використання інсайдерської інформації та інші.

Таке розуміння причин незадовільного стану фондового ринку дозволяє зробити висновок, що на сучасному етапі його розвитку відсутні об'єктивні передумови для формування ринкових механізмів ціноутворення та саморегулювання. Невиконання фондовим ринком своїх базових функцій обумовлено, у першу чергу, слабким і суперечливим механізмом державного регулювання. Отже, особливого значення набуває формування ефективної системи державного впливу на цей сегмент фінансового ринку.

При цьому за логікою системного підходу державні заходи щодо стимулювання діяльності на фондовому ринку мають повністю кореспондуватися із загальноекономічною державною політикою, тобто ефективна фондова політика не може бути внутрішньо самодостатньою, у першу чергу вона є частиною фінансової політики й повинна враховувати стан усіх складових економічної системи.

Узагалі державна фондова політика являє собою створення організаційно-правових і фінансово-економічних умов для розвитку фондового ринку, тобто створення умов, що забезпечують у повному обсязі виконання фондовим ринком покладених на нього функцій. А головним завданням регулювання є вирішення протиріч й узгодження інтересів усіх його суб'єктів за допомогою прямої державної участі у фондовому процесі, спрямованої на подолання структурних деформацій, і непрямого регулювання фінансових потоків.

Особливості проходження ресурсів по кожному етапу фондового процесу, а також виникнення відповідних фондових відносин між учасниками дозволяють виділити систему заходів державної підтримки фондового ринку, зміст якої в умовах сучасної економіки України представлений на рис. 1 і передбачає реалізацію заходів за двома основними напрямками: створення зовнішніх умов функціонування та вдосконалення внутрішньої його структури.

На практиці формування єдиної державної фондової політики відбувається, у першу чергу, у ході розробки й виконання державних програм розвитку фондового ринку, якісна незмістовність яких є серйозною актуальною проблемою. Так, у проектах програм розвитку фондового ринку України на 2006-2010 роки не запропоновано конкретних заходів, а тільки констатовані наявні проблеми ринку й необхідність їхнього вирішення. Крім того, розробка такої політики стримується відсутністю єдиного підходу з боку органів державного регулювання й недостатньо відпрацьованою системою взаємодії органів регулювання фондового ринку.

PDF создан испытательной версией pdfFactory Pro www.pdffactory.com

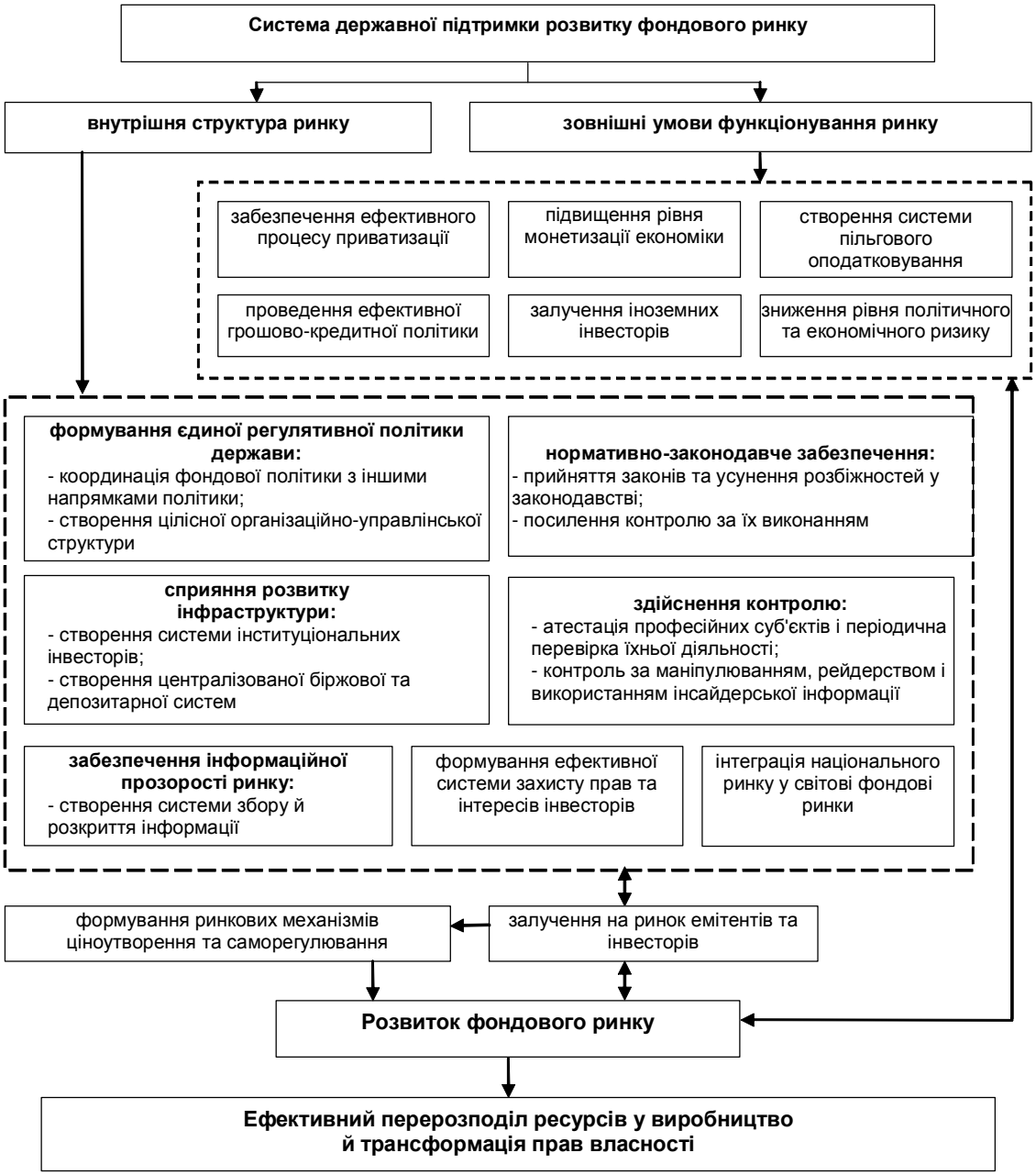

Рис. 1. Основні напрямки державного регулювання фондового ринку України.

У різних країнах фондові ринки функціонують за різними моделями й мають різні системи органів управління. При цьому розподіл функцій і повноважень між державними органами та саморегульованими організаціями обумовлений рівнем розвитку фондового ринку, історичними традиціями, особливостями законодавства, соціальною й правовою культурою суспільства, а також рівнем організації професійних об'єднань учасників ринку, які здатні взяти на себе значну частину роботи з регулювання діяльності на ньому [4, с. 57].

Розглядаючи вітчизняний фінансовий ринок у цілому, зауважимо, що формально (з огляду на склад регулятивної інфраструктури ринку) виконується положення про провідну роль держави, однак по суті (якісно) державна інфраструктура є надмірно інституційно перевантаженою та фрагментарною, а отже, неефективною. При цьому характерною її рисою є активне втручання в перебіг ринкових процесів і слабкий нагляд, а також протиріччя в законодавчій базі. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку функціонують три його регулятори: Національний банк України (регулятор ринку банківських послуг), Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку (регулятор фондового ринку), Державна комісія з регулювання ринків фінансових послуг України (регулятор небанківського фінансового сектора).

Останнім часом з метою проведення більш узгодженої державної політики регулювання фінансового ринку гостро стоїть питання про необхідність створення єдиного мегарегулятора. Серед інших причин створення мегарегулятора можна виділити такі: універсалізація банківських та небанківських інститутів, у результаті чого процедури ліцензування, нагляду й регу-

PDF создан испытательной версией pdfFactory Pro www.pdffactory.com

лювання набувають загальних рис; створення мегабанківських та мегафінансових структур, у яких головна компанія має декілька фінансових інститутів, що працюють у різних секторах ринку; сек'юритизація фінансових продуктів; взаємні пропозиції фінансових інструментів та комбіноване надання фінансових послуг: комерційними банками - страхових, фондових, пенсійних та інших інвестицій та навпаки.

У цілому формування мегарегулятора відповідає європейській практиці координації контролюючих функцій у єдиній установі. Разом із тим, в умовах українського ринку необхідно створити орган, який би не тільки ефективно контролював ринок, але й виступав стимулом його розвитку. Ураховуючи, що мегарегулятор поєднуватиме в собі різноманітні функції, на сучасному етапі розвитку ринку України він не зможе оптимізувати всю систему управління фінансовими інструментами. На наш погляд, найкращим варіантом є відмова від єдиного контролюючого органу на користь єдиного пруденційного органу. При цьому діяльність ДКЦПФР необхідно зосередити на корпоративному управлінні та розкритті інформації, а значну частину регуляторних повноважень передати саморегульованим організаціям (СРО).

У 2009 р. ДКЦПФР запропонувала новий підхід до функціонування СРО за принципом "одна СРО з кожного виду професійної діяльності на ринку має об'єднувати понад 50 % професійних учасників ринку" [10]. На 01.01.2010 р. в Україні діє 3 СРО: Асоціація "Українські фондові торговці" (709 учасників), Українська асоціація інвестиційного бізнесу (380 учасників) та Професійна асоціація реєстраторів і депозитаріїв (812 учасників). Така уніфікація діяльності СРО дозволить підвищити рівень стабільності ринку та безпеки діяльності на ньому, а також покращить дієвість саморегулювання та взаємодію з державними органами.

Висновки

Таким чином, на сучасному етапі розвитку фондового ринку механізм ринкового ціноутворення та саморегулювання є досить неефективним, що доповнюється слабким і суперечливим державним регулюванням. Упровадження запропонованої системи державної підтримки розвитку фондового ринку за двома напрямками (зовнішнє середовище та внутрішня структура) дозволить підвищити ефективність виконання ринком основної функції мобілізації та перерозподілу інвестиційних ресурсів на потреби економіки країни. Що стосується проблеми формування єдиного мегарегулятора фінансового ринку, то, на наш погляд, об'єктивних причин його створення на сучасному етапі немає. Необхідно враховувати, що в більшості розвинених країн єдині регулятори створювалися протягом десятиліть, тому, у першу чергу, необхідна розробка довгострокової програми створення регулятора з аналізом дублювання функцій існуючих органів регулювання.

ЛІТЕРАТУРА:

1. Радзієвський А. Фінансовий централізм і перехід до ринкової економіки / А. Радзієвський // Економіка України. - 1999. - № 1. - С. 27-34.
2. Бурмака М. Розвиток фондового ринку і політика державного дирижизму в Україні / М. Бурмака // Ринок цінних паперів України. - 2006. - № 1-2. - С. 3-10.
3. Денисенко М. Державна політика розбудови фондового ринку / М. Денисенко, В. Кабанов, І. Ковтун, О. Недбайло // Ринок цінних паперів України. - 2003. - № 1-2. - С. 3-8.
4. Клименко В. В. Державне регулювання фондового ринку / В. В. Клименко // Фінанси України. - 2000. - № 10. - С. 57-62.
5. Міщенко С. В. Проблеми вдосконалення системи саморегулювання на фінансовому ринку / С. В. Міщенко // Фінанси України. - 2009. - № 9. - С. 43-52.
6. Мошенський С. З. Моделі державного регулювання діяльності фінансових установ / С. З. Мошенський // Фінанси України. - 2008. - № 6. - С. 89-98.
7. Мозговий О. Ринок цінних паперів: регуляторна структуризація в умовах глобалізації / О. Мозговий, Д. Лук'яненко // Ринок цінних паперів України. - 2005. - № 9-10. - С. 3-11.
8. Підхомний О. М. Актуальні проблеми контролю вітчизняного ринку цінних паперів / О. М. Підхомний // Фінанси України. - 2004. - № 9. - С. 134-143.
9. Поворозник В. О. Фондовий ринок України на сучасному етапі: проблеми та шляхи їх вирішення / В. О. Поворозник // Стратегічні пріоритети. - 2007. - № 1(2). - С. 127-132.
10. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 р. [Електроний ресурс]. - Режим доступу : http://www.ssmsc.gov.ua/UserFiles/File/annual_report/2009.zip.
11. Хандруев А. О целесообразности создания мегарегулятора на российском рынке финансовых услуг [Електроний ресурс] / А. Хандруев. - Режим доступу : http://www.bfi.ru/hall/30jan_mega.pdf.
12. Ланcков П. Мега- и саморегулирование финансового рынка / П. Ланcков // Рынок ценных бумаг. - 2007. - № 9 (336). - С. 42-44.

O. Kulish

THE BASIC DIRECTIONS OF STATE REGULATION OF UKRAINIAN FUND MARKET

In articles the modern condition of development of Ukrainian fund market is analysed and the basic problems of its functioning are revealed. The system of actions of the state support of the fund market in two directions is allocated: creation of external conditions of functioning and improvement of its internal structure. It is proved, that at the present stage there are no objective reasons for creation of a megaregulator of the financial market.

Key words: *the fund market, securities, state regulation of the fund market, megaregulator, the self-adjustable organizations.*

© *О. Куліш*
Надійшла до редакції 20.08.2010

PDF создан испытательной версией pdfFactory Pro www.pdffactory.com