

УДК 339.9

НОВА ПАРАДИГМА РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВИХ РИНКІВ

Іваницька О.М.

доктор наук з державного управління
Державна навчально-наукова установа "Академія фінансового управління"

I. Вступ

Україна в умовах глобалізації фінансових ринків, дії постійних кризових явищ не може не враховувати сучасні тенденції та зміни, що відбуваються у світовому фінансовому просторі та в законодавстві розвинутих країн. Стимулами для моніторингу цих явищ є, по-перше, лібералізація вітчизняних фінансових ринків, яка постійно зростає відбувається частково під тиском вимог міжнародних організацій-донорів і суттєво впливає на розробку національного нормотворчого процесу. По-друге, уряду країни доводиться відпрацьовувати нові елементи державного регулювання фінансової системи, відомі на міжнародних ринках, які б забезпечували більшу стійкість роботи фінансових інституцій і робили більш ефективним регулювання та нагляд за ними, у тому числі при здійсненні операцій на міжнародних ринках.

Особлива увага приділяється питанням регулювання фондового ринку як найбільш волатильного з-поміж фінансових ринків. Необхідність формування нової парадигми регулювання фондового ринку обґрунтована в численних працях зарубіжних і вітчизняних учених. Зокрема, цими питаннями займалися Дж. Б'юкенен, В. Геєць, Я. Жаліло, С. Кіреєв, А. Кондрашихін, І. Лютий, Г. Марковіц, О. Мертенс, Я. Міркін, О. Мозговий, Б. Рубцов, Р. Тьюлз, А. Федоренко, У. Шарп, В. Шелудько та ін.

Водночас нові погляди на формування концепції розвитку фондового ринку додають нової вартості в процес осмислення парадигми розвитку фінансової системи України.

II. Постановка завдання

Мета статті – визначити на підставі аналізу сучасних тенденцій розвитку фінансового ринку основні концептуальні віхи в процесах формування нової парадигми функціонування фондового ринку в Україні.

III. Результати

У системі регулювання світових фінансових ринків у цілому та Європейського Союзу зокрема відбулися суттєві зміни. Посилюється роль регулювання фінансових ринків, але з боку не національних урядів, а наднаціональних структур. Зростає залежність системи державного управління країни від позиції провідних держав світу в питаннях побудови архітектури ринку, вироблення

платформи спільних дій, модифікації законодавчого поля "гри" національних та іноземних "гравців".

На наш погляд, найсуттєвішими питаннями, на яких сфокусована увага міжнародної спільноти у питаннях регулювання фондового ринку, є забезпечення прозорості ринку, моніторинг і прогнозування ризиків та модифікація інфраструктури ринку в напрямі посилення ролі наднаціональних структур.

Зокрема, пошлемось на матеріали неформального засідання Європейської Ради 07.11.2008 р., на якому було сформульовано чотири основні принципи зміни фінансової системи, а саме:

1) жоден фінансовий інститут, жоден ринковий сегмент не повинні лишатися за межами регуляторного поля;

2) спільні дії міжнародної спільноти мають бути спрямовані на підвищення прозорості фінансового ринку та звітності основних його учасників;

3) оцінювання ризиків має бути складовою практичних дій на ринку, які мають бути спрямовані на запобігання кризам;

4) роль Міжнародного валютного фонду має бути переглянута в аспекті посилення значення організації при наданні допомоги країнам, які її потребуватимуть.

На зустрічі було запропоновано основні інструменти та механізми запровадження принципів у реалії регуляторної діяльності, зокрема: реєстрація фінансових інституцій і організацій фінансової інфраструктури та нагляд за їх діяльністю; уніфікація бухгалтерських стандартів; розробка кодексу поведінки учасників ринку для уникнення прийняття надмірно ризикових рішень у фінансовому секторі, включаючи систему оплати праці вищого менеджерського складу фінансових "гравців"; механізм збільшення фондів МВФ, а також нові засоби впливу Фонду та Форуму фінансової стабільності на відновлення довіри й підвищення стабільності роботи фінансової системи.

Іншим документом, який підтверджує необхідність запровадження основних напрямів дій, визначених під час неформальної зустрічі, була нова концепція розвитку ринку капіталів як "відповідь" регуляторних органів на міжнародну фінансову кризу, що розроб-

лена Міжнародною асоціацією фондового ринку¹ (далі – Асоціація).

Основними напрямками дій, які викладені в документі, є:

- забезпечення узгодженості програмних документів, запропонованих різними інституціями, зокрема Плану дій Асоціації та програми дій Великої двадцятки (G20);
- втілення в ЄС нової системи нагляду, яка має включати структури, призначенням яких є відстеження системних ризиків і фінансовий нагляд;
- моніторинг швидкого зростання будь-яких нових фінансових продуктів для забезпечення уникнення нових системних ризиків;
- встановлення перешкод на шляху намагань окремих урядів повернутися до національного протекціонізму на фінансових ринках, зокрема, до заохочення національного кредитування;
- знаходження перспективних рішень щодо розподілу відповідальності та фінансового тягаря між національними фінансовими органами виконавчої влади;
- створення підґрунтя для подальшого розвитку єдиного ринку капіталів у Європі, що, зокрема, передбачає розвиток єдиних правил, застосування європейського законодавства на територіях національних держав, досягнення високого рівня конкурентності між учасниками ринку;
- впровадження нового органу щодо регулювання обігу європейських цінних паперів і ринків та узгодження спільної політики з національними органами;
- гармонізація американського та європейського ринків капіталів і під'єднання ключових ринків країн, що розвиваються, зокрема Бразилії, Росії, Індії та Китаю [1].

Отже, світова спільнота знову потребує спільного простору дій та єдиного керма, яким завдала удару фінансова криза. Ослаблення позицій концепції концентрації світового нагляду за фондовим ринком було недовгим.

Спроби посилити процеси інтеграції, особливо в європейському регіоні, є обґрунтованими. Європа зараз відчуває напрохуд великі негативні наслідки останньої фінансової кризи, які окреслюють досить погані перспективи для країн – членів ЄС. Зокрема, серед десяти країн з найнижчими темпами економічного зростання, як передбачав The Economist на 2011 р., шість буде в Європі, зокрема Ірландія, Португалія та Греція – з від'ємними темпами зростання, а Іспанія, Італія та Ісландія – з темпами зростання менше ніж 1%. На 2011 р. видання

представило такий загальний прогноз: 1,4% економічного зростання в єврозоні, 1,3% – для Японії та 2,6% – для США [2]. Отже, посилення інтеграції, стандартизації підходів та формування наднаціональних регуляторів бачаться міжнародною спільнотою єдиним правильним рішенням щодо подолання негативних наслідків кризи.

Безперечно, Україна має дослухатися до думки міжнародної спільноти. Однак, маючи як орієнтир зазначені принципи, Україна повинна виробити загальні концептуальні основи для модернізації національної фінансової системи, враховуючи власні слабкі місця та переваги. Якщо орієнтуватись на визначені в наведених документах ключові засади реформування фондового ринку, то в багатьох позиціях Україна не зможе зробити дієвих кроків, а лише задекларує свої наміри.

Отже, вимога підвищення рівня прозорості роботи фондового ринку сама по собі є слушною. Проте специфіка фондового ринку України не дає можливості реалізувати її на практиці. У державі є значний позабіржовий ринок, обсяги якого незіставні з обсягом біржової торгівлі. Крім того, якщо проаналізувати ступінь розкриття інформації різними емітентами, то за першим рівнем лістингу, який передбачає повне розкриття інформації, у 2009 р. було зареєстровано 16 цінних паперів, за другим – 274 цінні папери, а позалістингових цінних паперів – 1182, що становить 80,3% від загального обсягу². Ситуація не змінилась (хоча трохи поліпшилась) і в 2010 р. Зокрема, частка позалістингових цінних паперів станом на 31.12.2010 р. становила 74% від загальної кількості цінних паперів. Відтак, три чверті організованого ринку фактично опиняються за межами відстеження діяльності емітентів, обігу цінних паперів тощо.

Навіть у регульованій частині фондового ринку можна виділити лише невеликий сегмент емітентів, які працюють досить відкрито, відповідно до оголошених принципів корпоративного управління. Останніми роками емітентами акцій в основному (більше ніж на 60%) є банки – відкриті та публічні АТ, які випускали акції для збільшення статутного капіталу. Це явище свідчить також про продовження практики самовідтворення фінансової системи. Отже, вимога транспарентності може лише залишатися лозунгом, для якого немає ніякого реального підґрунтя.

Спостерігається деформована структура ринку із превалюванням сегмента акцій та обмеженим обігом інших видів фінансових інструментів. На кінець 2009 р. частка акцій становила 62,13% від загальної кількості зареєстрованих ДКЦПФР випусків і 37,6% від

¹ ICMA (The International Capital Market Association) є міжнародною організацією, що встановлює стандарти на міжнародному фондовому ринку вже понад 40 років

² У цьому абзаці і далі наведено дані з звіту Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2009 р.

Держава та регіони

обсягу виконаних біржових контрактів з цінними паперами. Це призводить до односторонності розвитку фондового ринку, збільшення його ризиковості, невеликого розміру сегмента ринку, спрямованого на консервативного інвестора. Зокрема, частка операцій з облігаціями внутрішньої державної позики разом з облігаціями місцевих позик становить трохи більше ніж 1/5 виконаних біржових контрактів. Дуже мала частка деривативів (0,13% від обсягу виконаних контрактів з цінними паперами).

Трансакційні витрати на фондовому ринку лишаються досить високими. Багато в чому це пояснюється значною часткою цінних паперів, випущених у документарній формі (2/3 випуску акцій).

Наявна слабка взаємодія фондових бірж з інституціями виконання біржових договорів, відсутні прийнятні механізми клірингу. Права інвесторів слабо захищені, зокрема, немає гарантійного фонду на вітчизняних біржах, який би забезпечував відшкодування втрат інвесторів.

Поширення інфраструктурних злочинів набуло великих масштабів. Зокрема, активно застосовується практика подвійного ведення реєстрів, відбувається порушення доступу до інсайдерської інформації та її розголошення з метою маніпулювання ринком.

Криза посилила наявну фрагментарність ринку: в 2008 р. на десять компаній-лідерів ринку ПФТС припадало 45,1% загального обсягу торгів акціями, у 2009 р. – близько 72%.

Деякі кроки з розробки концептуального бачення розвитку фондового ринку України зроблено: запропоновано Програму розвитку фондового ринку України на 2011–2015 рр. (далі – Програма). Серед основних завдань Програми зазначено:

- подальший розвиток фондового ринку України;
- збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку, зокрема, суттєве розширення пропозиції цінних паперів з високими інвестиційними характеристиками, створення умов для максимального використання потенціалу біржового ринку, сприяння розвитку та становленню потужних національних інституційних інвесторів, стимулювання участі роздрібних та іноземних інвесторів на фондовому ринку;
- удосконалення ринкової інфраструктури та засад саморегулювання, забезпечення їх надійного й ефективного функціонування;
- покращення механізмів захисту прав інвесторів, зокрема подальше вдосконалення корпоративного управління; підвищення рівня державного та суспільного захисту прав інвесторів; удосконалення інформаційної прозорості фондового ринку; покращення фінансової грамотності населення щодо фондового ринку;

- удосконалення умов і правил державного регулювання та нагляду на фондовому ринку.

Прогнозні (очікувані) показники розвитку фондового ринку України до 2015 р. передбачають залучення в середньому щорічно не менше ніж 100 млрд грн в цінні папери, у т. ч. у формі нових інвестицій не менше ніж 75 млрд грн; підвищення рівня капіталізації фондового ринку до ВВП до 40% (на кінець 2009 р. – 19,5%); збільшення частки біржового ринку до 10 %.

Вважаємо, що при реалізації таких масштабних завдань передусім має бути врахований принцип узгодження цілей і завдань з інструментарієм, який використовується при цьому. Постановка амбіційних цілей має цілком відповідати реальним можливостям країни, особливо у передбаченні нових хвиль фінансових криз.

Головним напрямом дій українського уряду має бути формування умов, за яких лєвова частка цінних паперів буде мати обіг на організованому ринку. Зокрема, до цього може привести встановлення урядом нижньої границі обсягу цінних паперів, випущених публічними та відкритими акціонерними товариствами, які обов'язково мають перебувати в обігу на площадках організаторів торгів.

Другий напрям полягає у формуванні нової платформи нагляду, яка передусім орієнтована на виявлення, систематизацію, оцінювання та прогнозування системних ризиків, на які наражається фінансова система, та оцінювання ймовірності настання стресової ситуації. Основними інструментами, які мають бути застосовані, є побудова різних моделей ризиків, їх взаємовпливу, сценаріїв їх дії на макроекономічні показники. Вважаємо, що обов'язково має бути врахована технологія ризик-менеджменту, яка активно розвивалась на мікроекономічному рівні регулювання та довела свою ефективність.

Третій напрям пов'язаний із формуванням системи інституцій, які відповідають за нагляд і регулювання фінансової системи, знаходження перспективних рішень щодо розподілу відповідальності й фінансового тягаря між національними фінансовими органами виконавчої влади та побудову ефективних взаємовідносин із аналогічними міжнародними та європейськими інституціями. Насамперед ідеться про зміну моделі регулювання й апробацію підходу, що у світовій практиці здобув назву *twip reaks* – розмежування функцій регулювання та нагляду за всіма основними секторами фінансового ринку та їх передача двом різним органам, які застосовують власні підходи щодо забезпечення стабільності національної фінансової системи.

Четвертий напрям модернізації фінансової системи – досягнення високого рівня

прозорості роботи учасників фінансових трансакцій, посилення відповідальності за розголошення інсайдерської чи конфіденційної інформації, подолання явища інформаційної асиметрії. Прозорість функціонування ринку досягається формуванням принципово нової системи звітності, що відповідає вимогам міжнародних стандартів обліку й аудиту та побудована на новій платформі інформаційного забезпечення за принципом інтероперабельності (взаємопов'язаності) усієї системи прийняття рішень по вертикалі та горизонталі національної фінансової системи.

П'ятий напрям дій – зниження трансакційних витрат при здійсненні будь-якої фінансової операції, починаючи з отримання дозволу на її виконання й закінчуючи оплатою комісійних при здійсненні торгів на фінансовому ринку. Таке здешевлення фінансових послуг можливе за умов кібернетизації фінансового простору, уніфікації та стандартизації процедур і технологій надання послуг.

Шостий напрям дій передбачає активне залучення фінансових інституцій до фінансування ключових проектів соціально-економічного розвитку країни та впровадження інновацій. Для цього має бути ретельно підготовлена система преференцій, які надаватимуться фінансовим інституціям для реалізації державних програм, але з урахуванням запобігання створенню неконкурентного "поля гри" для основних учасників цих процесів.

Сьомий напрям дій вимагає побудови стратегічних орієнтирів у відносинах з міжнародними економічними організаціями на предмет розробки боргової стратегії України та тактики управління боргом. Особливої уваги потребують питання вибору інструментарію таких відносин і виявлення можливо-

стей співпраці з різними інституціями світової фінансової системи.

IV. Висновки

Безперечно, що коло завдань, які можуть бути поставлені перед урядом України в аспекті модернізації фінансової системи, є значно ширшим, ніж це подано в цій роботі. Основними результатами, які мають свідчити про успішне вирішення поставлених цілей, є такі:

- уникнення наслідків інформаційної асиметрії (шахрайства, несанкціонованого доступу до інформації тощо);
- поступовий відхід від асиметрії розвитку окремих сегментів фондового ринку, зокрема, гіперболізації сегмента акцій;
- запобігання асиметрії регуляторних засобів та інструментів, зокрема, застосування одних механізмів управління та ігнорування інструментів, які широко застосовуються у світовій практиці модернізації фондового ринку країни;
- подолання асиметрії регіонального розвитку фондового ринку;
- адекватне збільшення рівня капіталізації фондового ринку;
- підвищення рівня залучення населення до операцій на фондовому ринку української держави.

Завданнями фінансової науки має бути декомпозиція цілей, ранжування завдань відповідно до їх пріоритетності та важливості для національної економіки, визначення ресурсної бази реалізації.

Література

1. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.icmagroup.org/ICMAGroup/files/b4/b471ab56-8f95-4c7d-91f4-8f36ba9aba1e.pdf>.
2. Economic and Financial Indicators // The Economist. – 2010. – January, 1–7.

Іваницька О.М. Нова парадигма регулювання фондових ринків

Анотація. У статті розглянуто ключові напрями розвитку фінансових ринків та їх регулювання в посткризовий період, які викладені в міжнародних документах. Визначено основні прийнятні для України засади регулювання фондового ринку, виходячи із можливостей і потреб держави.

Ключові слова: фондовий ринок, державне регулювання фінансових ринків, прозорість фондового ринку, фінансовий нагляд.

Иваницкая О.М. Новая парадигма регулирования фондовых рынков

Аннотация. В статье рассматриваются ключевые направления развития финансовых рынков и их регулирования в посткризисный период, изложенные в международных документах. Определены основные приемлемые для Украины основы регулирования фондового рынка, исходя из возможностей и потребностей государства.

Ключевые слова: фондовый рынок, государственное регулирование финансовых рынков, прозрачность фондового рынка, финансовый надзор.

Ivanytska O. The New Paradigm of Regulation of Stock Markets

Annotation. The article deals with the key trends in financial markets development and their regulation in post-crises period postulated in international documents. It was determined the main grounds of capital market administration possible for Ukraine in regards of its possibilities and needs.

Key words: capital market, public administration of financial markets, transparency of capital market, financial supervision.