

УДК 336.76

К. В. Клименко,

к. е. н., старший науковий співробітник відділу фінансових ринків, НДФІ
ДННУ "Академія Фінансового управління" Міністерства Фінансів України

РОЗВИТОК ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ ЄВРОІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ

К. Кlymenko,

Ph.D., senior research fellow of the financial markets department,

State Educational Scientific Institution "Academy of Financial Management" of the Ministry of Finance of Ukraine

STOCK MARKET DEVELOPMENT IN UKRAINE IN THE CONTEXT OF EUROINTEGRATION PROCESSES

У статті проведено ретроспективний аналіз тенденцій та закономірностей розвитку національного фондового ринку. Автором акцентовано увагу на існуючих проблемах на шляху розвитку вітчизняного фондового ринку, які заважають його ефективному функціонуванню, зокрема: нестабільність податкового законодавства; надмірні обмеження валютного законодавства; відсутність ліквідних якісних недержавних цінних паперів; недосконалість механізму захисту прав інвесторів, недовіра та необізнаність роздрібного інвестора; масштабний дефіцит внутрішніх грошових ресурсів для інвестицій, невелика пропозиція інвестиційного капіталу, яка зумовлена відсутністю потужних національних інституційних інвесторів, недостатньою зацікавленістю роздрібних інвесторів та недостатньо сприятливим кліматом для іноземних інвесторів; фактична відсутність ринку похідних фінансових інструментів (деривативів) тощо.

Відповідно до проекту Програми розвитку фондового ринку України на 2015—2017 роки "Європейський вибір — нові можливості для прогресу та зростання" та Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року запропоновано комплекс практичних рекомендацій із вдосконалення нормативно-правового та інституційного середовища функціонування фондового ринку України, що включає наступні чотири напрями, а саме: розвиток корпоративної реформи, підвищення ефективності регулювання емітентів, розширення інструментарію на фондовому ринку; забезпечення надійного й ефективного функціонування ринкової інфраструктури та фінансових посередників; забезпечення функціонування єдиної державної політики.

In the paper a retrospective analysis of trends and patterns of development of the national stock market is conducted. The authors have paid an attention to the existing problems of the stock market development that hinder its effective functioning, including: unstable tax legislation; excessive restrictions of currency legislation; lack of quality non-marketable securities; imperfect mechanism for investor protection, distrust and ignorance of the retail investor; a major shortage of domestic financial resources for investment, offer small capital investment, which is caused by the absence of strong domestic institutional investors, retail investors lack of interest and lack of favorable climate for foreign investors; the virtual absence of the derivatives market (derivatives) and others.

According to the draft Stock Market Development Program of Ukraine for 2015—2017 "European choice new opportunities for progress and growth" and the Comprehensive Program of Financial Sector Development to 2020 a set of practical recommendations is proposed to improve the regulatory and institutional environment of the stock market in Ukraine, including the following four areas, namely: development of corporate reform, improving the regulation of issuers expansion tool in the stock market; ensuring reliable and efficient operation of market infrastructure and financial intermediaries; the functioning of the single state policy.

Ключові слова: фондовий ринок, фінансові інструменти, фондові індикатори, капіталізація, план законодавчого забезпечення реформ (ЗЗР).

Key words: stock market, financial instruments, stock indicators, capitalization, plan of legislative support for reforms (LSR).

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Одним із ключових напрямів розбудови національної економіки у сучасних умовах є якомога швидший розвиток фондового ринку. У складний для України період ефективно функціонуючий фондовий ринок міг би стати фундаментом для забезпечення економічної стабільності та проведення структурних та комплексних реформ.

Вітчизняний фондовий ринок повинен функціонувати як регульований елемент цілісної фінансової системи та бути синхронізованим з банківським сектором і системою державних (публічних) фінансів. Слабка розвиненість вітчизняного ринку цінних паперів значно знижує конкурентоспроможність держави в отриманні інвестицій з міжнародних ринків капіталу та акумуляції фінансових ресурсів внутрішніх інвесторів. Адже лише

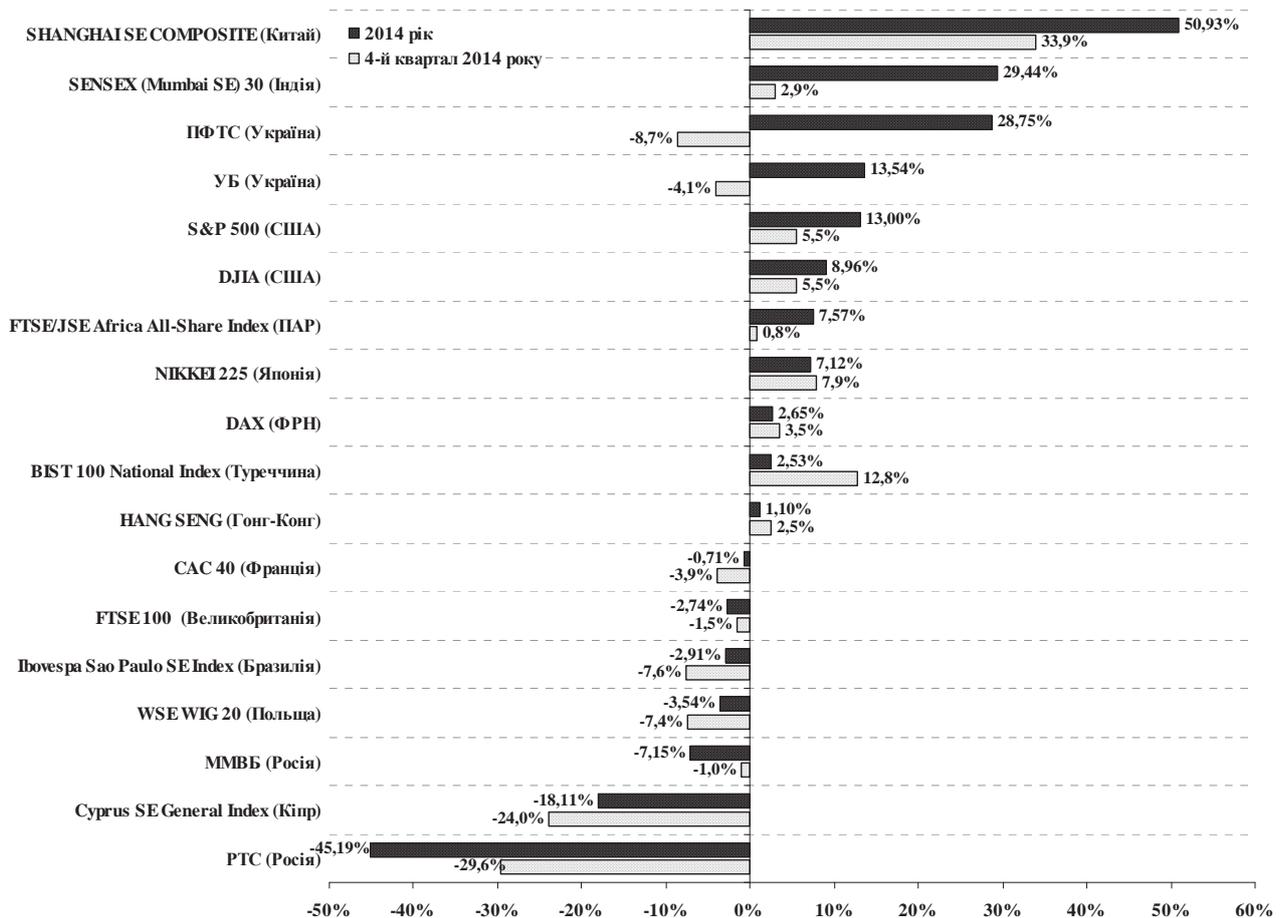


Рис. 1. Динаміка вітчизняних та світових індексів фондових ринків за 4 квартал 2014 року та 2014 рік (наростаючим підсумком), %

Джерело: побудовано автором на основі [1].

ефективний розвиток національного фондового ринку здатний забезпечити зростання економіки України в умовах складної внутрішньоекономічної ситуації, а також поглиблення європейської інтеграції та глобалізаційних процесів.

ФОРМУЛЮВАННЯ МЕТИ СТАТТІ

Мета представленої дослідження полягає в оцінці стану та визначенні проблем функціонування національного фондового ринку, а також обґрунтуванні стратегічних напрямів його реформування та модернізації в контексті євроінтеграційних процесів.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Фондовий ринок сьогодні є предметом дискусій і обговорень багатьох науковців. Фундаментальні засади ефективного розвитку фондового ринку у контексті функціонування національних та глобальних фінансових систем закладено у працях таких зарубіжних вчених, як: Ф.Алена, Б.Борна, А.Бута, О.Вільямсона, Х.Зінгера, Я.Міркіна, П.Хартмана та ін.

Значний внесок у дослідження теоретичних і практичних аспектів розвитку та структуризації фондового ринку зробили такі вітчизняні вчені, як: В. Геєць, І. Краснова, Д. Леонов, В. Опарін, О. Наконечна, Н. Рощина, Г. Терещенко, В. Ходаківська, Н. Шелудько, І. Школьник, Г. Яцюк та інші.

Високо оцінюючи наукові здобутки зарубіжних та вітчизняних вчених з даної проблематики, слід зауважити, що сьогодні недостатньо дослідженими залишились питання структурної трансформації, модернізації та реформування фондового ринку в кон-

тексті євроінтеграційних процесів та в умовах впровадження Плану Законодавчого Забезпечення Реформ, що обумовило особливу актуальність даного дослідження.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

У сучасній світовій фінансовій системі фондовий ринок є одним з найефективніших механізмів залучення, розподілу та перерозподілу інвестиційних ресурсів, значення якого дедалі зростає.

У 2014 році фондові ринки зарубіжних країн були підвладні різноманітним факторам впливу, при цьому окремі з них зазнавали значних потрясінь: одні — позитивних, інші — негативних. Лідери та аутсайдери у цьому році знову змінилися: у той час як китайський ринок зріс удвічі, російський — втратив майже половину вартості (за індексом РТС, що у доларовому еквіваленті) (рис. 1).

Американський ринок активно зростає в умовах продовження поступового поліпшення соціально-економічних індикаторів, зокрема на ринку праці, що стимулювалися урядом та ФРС Сполучених Штатів. Протягом року ключові індекси акцій у США постійно оновлювали рекорди. Лише у 4-му кварталі відбувся тимчасовий провал, пов'язаний із завершенням згортання програми ФРС із "кількісного пом'якшення" (Quantitative easing — QE), що також тривожив інвесторів на ринках Європи та Китаю. Сповільнення росту китайської економіки було не таким значним, як прогнозувалося, до того ж у вересні 2014 року відбулося найбільше в історії IPO китайської компанії Alibaba (роздрібна онлайн-торгівля), тож китайські акції стрімко зростали на-

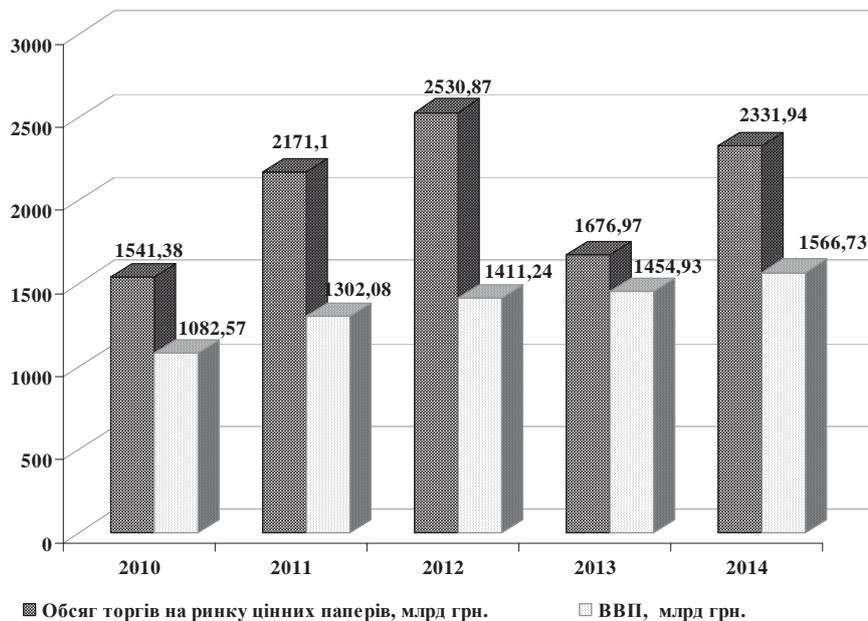


Рис. 2. Компаративні дані обсягів торгів на ринку цінних паперів та ВВП в Україні за 2010—2014 роки, млрд грн.

Джерело: побудовано автором на основі [10].

прикінці року (+33,9% у 4-му кварталі, +50,9% за рік) [1].

Європейські ринки протягом року були пригнічені загрозою рецесії у єврозоні, в умовах падіння індексів інфляції і загрози дефляції, за аналогією з Японією, де уряд та центральний банк вже активно проводили своє QE, за прикладом США. Основним двигуном у регіоні залишалася Німеччина (+3,5% за 4-й квартал, +2,7% за рік), економіка якої краще пережила складний у суспільно — політичному сенсі рік, підтримуючи помірковане зростання як у євроблоці, так і у ЄС загалом [1].

Інші ключові ринки ЄС у 4-му кварталі і у 2014-му році в цілому показали низхідний тренд: відповідно — 3,9% та — 0,7% у Франції та — 1,5% та — 2,7% у Великобританії. На польському ринку також тривав спад: після — 7% у 2013 році, у 2014-му він втратив ще 3,5%, причому вирішальним був 4-й квартал, коли польські акції впали на 7,4%. Російські індекси були також серед аутсайдерів року на тлі сильного і затяжного падіння цін на енергоносії та масштабного відтоку капіталу з країни: доларовий індекс РТС втратив за рік 45,2%, причому 29,6% у 4-му кварталі, а рублевий індекс ММВБ — відповідно 7,2% та 1,0% (рис. 1) [1].

Український фондовий ринок, зокрема індекси акцій вітчизняних блакитних фішок, вперше за 2010 року показав зростання (+13,5% за індексом УБ, після — 4,3% у 2013 році) [1], за яким він перевершив американські акції (+9/13% за індексами DJIA/S&P). Це відбулося всупереч різкому погіршенню економічної ситуації та попри масштабний відтік капіталу з ринків, що розвиваються, а також із "граничних" ринків.

Фондовий ринок України у 2014 році переживав масштабні зміни суспільно-політичного ландшафту, що супроводжувалися значними викликами в економічному, політичному та регуляторному аспектах. Швидке погіршення воєнно-політичної та економічної ситуації на сході України у серпні, а також гальмування необхідних структурних реформ та подальша девальвація гривні, призвели до різкої зміни настроїв та очікувань інвесторів (-12% у 3-му кварталі, після +20% у 2-му та +12 у 1-му кварталі за індексом УБ). За 4-й квартал ключовий український індикатор, кошик якого значною мірою складався з підприємств, розташованих у проблемних районах сходу України, впав ще на 4% [1]. Таким чином, спекулятивний ріст протягом перших семи

місяців року забезпечив позитивний приріст індексу УБ за 2014 рік, що склав +13,5%.

Так, згідно з річним звітом Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України (НКЦПФР) "Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання" за 2014 рік [10] фондовий ринок України порівняно з 2013 роком виріс на 39,06% та становив 2331,94 млрд грн. (рис. 2).

Проводячи аналіз підсумків напрацювань головного регулятора фондового ринку України, слід відзначити, що на відміну від динаміки обсягів ВВП, починаючи з 2009 року, спостерігається активне зростання загальних обсягів торгів цінними паперами, який у 2014 році перевищив цей показник на 765,21 млрд грн. (рис. 2).

Зауважимо, що порівняно із країнами з розвинутою ринковою економікою рівень потужності розвитку фондових бірж України, показником якого є співвідношення частки капіталізації лістингових компаній до ВВП країни, дещо низький і становить лише 19,7% сукупного ВВП, тоді як найбільш розвинений акціонерний капітал у Великобританії — 122,2%, у США — 114,9% тощо [10].

Також одним із індикаторів ефективності функціонування фондового ринку є значення обсягу випуску цінних паперів. Починаючи з 2011 року, даний показник мав низхідний вектор. Проте найбільш сприятливий для нарощування масштабів виявився саме період рецесії, який продемонстрував найбільше зростання обсягу випуску цінних паперів +44,23% і склав 204,85 млрд грн. (наростаючим підсумком за 2010—2014 роки 1469,39 млрд грн.) (рис. 3) [10].

Вагомим показником розвитку фондового ринку є частка біржового ринку, оскільки цей параметр безпосередньо впливає на надійність та привабливість участі професійних учасників ринку в проведенні операцій з цінними паперами через властиві організованому ринку переваги в частині впорядкування торгівельного процесу та зниження ризиків. Не зважаючи на нечисельний склад суб'єктів біржової інфраструктури, частка біржового ринку в загальному обсязі торгів на фондовому ринку є досить низькою (26,59% станом на 2014 рік) [10], оскільки близько 73,41% (1712,25 млрд грн.) усіх операцій з цінними паперами в Україні здійснюються у позабіржовому сегменті фондового ринку, що вказує на диспропорційність його розвитку. Однак порівняно з 2013 роком обсяг біржових контрактів з цінними

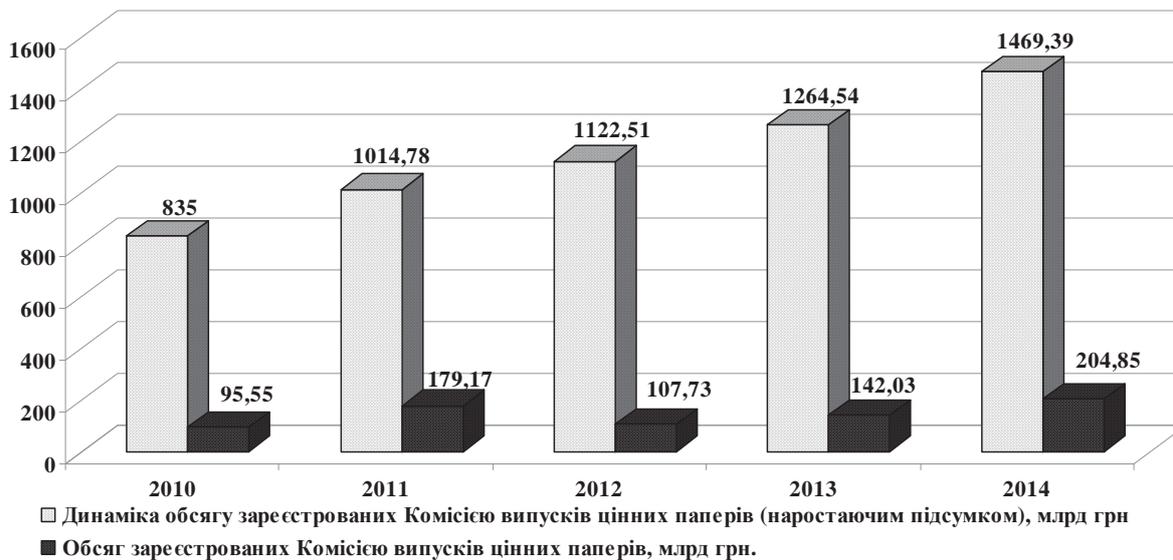


Рис. 3. Обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків цінних паперів за 2010–2014 роки (за роками та наростаючим підсумком), млрд грн.

Джерело: побудовано автором на основі [10].

паперами на організаторах торгівлі зріс на 33,72% і становив 619,70 млрд грн., що еквівалентно 39,55 % ВВП України (рис. 4).

Серед фінансових інструментів провідні позиції за обсягами торгів на біржовому ринку займали акції, державні облігації України та облігації підприємств. Як бачимо, структура обсягу біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі за підсумками 2010–2014 років, яка представлена на рисунку 5, свідчить про централізацію торгівлі певними видами інструментів.

Пріоритетним завданням фондового ринку, як відомо, є насамперед забезпечення умов для залучення інвестицій компаніями, доступ цих підприємств до більш дешевого, порівняно з іншими джерелами, капіталу. Зокрема залучення інвестицій у цінні папери відбувається шляхом придбання цінних паперів у процесі їх емісії. Такі фінансові інструменти, як акції та облігації є найефективнішим джерелом отримання додаткових фінансових ресурсів для фінансування поточної господарської діяльності, довгострокових проектів підприємств і самої держави. Так, за підсумками роботи ринку цінних паперів за 2014 рік обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку склав 217,25 млрд грн., що на 76,06 млрд грн. або 53,87% більше показника минулого року [7].

Вважаємо, що такий стан функціонування національного фондового ринку пов'язаний з наступними обставинами:

- погіршення якості портфелів інституційних інвесторів через девальвацію та спад в економіці;
- ризик появи дефолтів емітентів боргових цінних паперів [11];
- незначна інтеграція національного фондового ринку до світових ринків капіталу;
- низький рівень капіталізації, волатильності ринку, індикатора free — float [3];
- відсутність достатньої пропозиції фінансових інструментів з прийнятними для інвесторів характеристиками щодо дохідності, ризикованості, ліквідності та захищеності, а також відносно незначним обсягом інвестиційного капіталу;
- недостатня розвиненість ринків базових активів, недосконале законодавче регулювання у цій сфері зумовили фактичну відсутність ринку похідних цінних паперів (деривативів);
- невелика пропозиція інвестиційного капіталу, яка зумовлена відсутністю потужних національних інституційних інвесторів, недостатньою зацікавленістю роздрібних інвесторів, та недостатньо сприятливим кліматом для іноземних інвесторів;

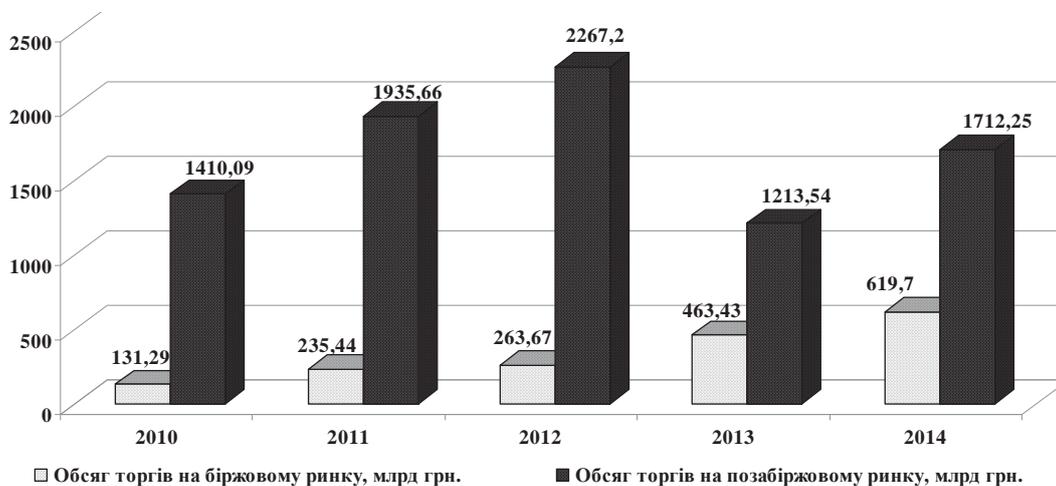


Рис. 4. Обсяг торгів на біржовому на позабіржовому ринках за 2010 — 2014 роки, млрд грн.

Джерело: побудовано автором на основі [10].

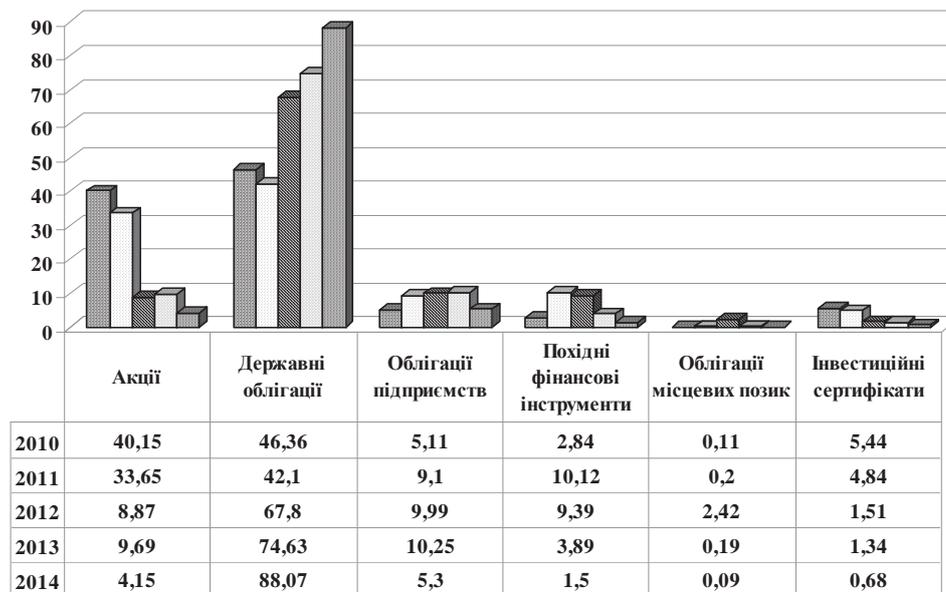


Рис. 5. Структура обсягу біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі (з розподілом за фінансовими інструментами) за 2010 – 2014 роки, %

Джерело: побудовано автором на основі [10].

— висока фрагментарність біржової та депозитарної структури, відсутність досконалого механізму взаємодії бірж з депозитарною системою та єдиних стандартів проведення розрахунків і клірингу [3];

— присутність на ринку великої кількості торгових площадок, що ускладнює контроль над операціями з цінними паперами та сприяє розповсюдженню маніпулювання вартістю цінних паперів, що котируються, наявність ряду шахрайських схем;

— надмірні обмеження валютного законодавства;

— недостовірність інформації щодо загального обсягу торгів на біржовому ринку (зокрема, стосовно позалістингових цінних паперів), що не сприяє прозорості й відкритості ринку, а отже, й знижує довіру до вітчизняних цінних паперів;

— незадовільний рівень інформованості населення про діяльність фондового ринку, що призводить до незначної активності фізичних осіб на фондовій біржі, тобто психологічне неприйняття та недооцінка потенціалу фондового ринку, низька "фінансова грамотність" населення щодо операцій на фондовому ринку;

— закритість компаній, акції яких проходять лістинг на біржі та в першу чергу тих, хто входить до індексу українських акцій [3];

— недостатнє законодавче регулювання ціноутворення;

— низький рівень гарантії повернення інвестицій для іноземних інвесторів через недосконалість валютного регулювання, як наслідок іноземні інвестори, навіть одноосібні, покидають вітчизняний ринок цінних паперів;

— масштабний дефіцит внутрішніх грошових ресурсів для інвестицій;

— недосконалість механізму захисту прав інвесторів (відсутність компенсаційних механізмів), недовіра роздрібною інвестора;

— нестабільність та неефективність податкового законодавства (приміром, потрійне оподаткування інвестиційних доходів учасників ринку колективних інвестицій).

На основі систематизованого ряду проблем вважаємо, що фондовий ринок України потребує введення в дію негайних превентивних антикризових заходів реформаторського характеру, упровадження яких дозволить стримати розростання дисбалансів.

Отже, необхідно визначати стратегію і програму реформування національного фондового ринку, вико-

ристовуючи весь арсенал, існуючих в розпорядженні держави засобів, здатних у найкоротші терміни і з найменшими втратами створити умови для становлення "цивілізованого" ринку цінних паперів та розкрити основні напрями подальшої його модернізації на всіх рівнях — правовому, інституціональному та технологічному.

Зауважимо, що на етапі наближення національного фондового ринку до європейської моделі регулювання необхідним є прийняття проекту Програми розвитку фондового ринку України на 2015—2017 роки "Європейський вибір — нові можливості для прогресу та зростання" [8], який розроблявся регулятором у векторі відповідності західним нормам та стандартам, до яких прагне не лише законодавча та виконавча влада в контексті підписання угоди про асоціацію з Європейським Союзом, а й українське бізнес-середовище.

Метою цього консолідованого документа, що поєднав у єдину програму напрями реформ усіх сегментів ринку цінних паперів, є стимулювання притоку інвестицій в економіку України через інтеграцію фондового ринку у світові ринки капіталу та імплементація найкращих європейських стандартів та практик, а також принципів, рекомендованих IOSCO (International Organization of Stockmarket Commissions (Міжнародною організацією регуляторів ринків цінних паперів)).

Основними напрямками розвитку фондового ринку згідно з документом є: розвиток корпоративної реформи, підвищення ефективності регулювання емітентів, розширення інструментарію на фондовому ринку; забезпечення надійного і ефективного функціонування ринкової інфраструктури та фінансових посередників; забезпечення функціонування єдиної державної політики тощо (табл. 1).

Вважаємо, що невідкладна реалізація перелічених вище заходів дозволить уже у найближчий час "перезавантажити" ринок цінних паперів, стимулювати інвестиційні процеси та залучити через інструменти фондового ринку довгострокові інвестиції резидентів та нерезидентів в економіку України.

Проектом Програми розвитку фондового ринку на 2015—2017 роки також передбачається підвищення ролі вітчизняного фондового ринку в процесах перерозподілу фінансових ресурсів, їх акумуляції для вирішення пріоритетних державних задач, зміцнення фінансового стану організації та розширення їх інвестиційних мож-

Таблиця 1. Напрями та завдання ефективного розвитку національного фондового ринку

Напрями:	Завдання:
<p>Забезпечення подальшого проведення корпоративної реформи</p>	<p>Розвиток корпоративної реформи, підвищення ефективності регулювання емітентів, розширення інструментарію на фондовому ринку</p> <p>переглянути підходи до класифікації акціонерних товариств (АТ), зокрема, критерії поділу на публічні (ринкові) та приватні (неринкові); адаптувати законодавство України до законодавства ЄС в частині реорганізації, злиття та поглинання АТ; стимулювати запровадження АТ власних затверджених загальних зборам принципів корпоративного управління; спростити процедуру емісії цінних паперів АТ, які складаються з одного акціонера;</p> <p>впровадити додаткову процедуру для торгів на фондових біржах – крос-лістинг (подвійний лістинг), що являє собою процедуру проходу емітентом лістингу на декількох фондових біржах одночасно, як через розміщення акцій, так і через емісію депозитарних розписок на такі акції (введення у вжиттяне законодавство поняття «іноземний цінний папір»)</p>
<p>Покращення системи розкриття інформації</p>	<p>передбачити подання емітентами інформації до НКЦФОР у вигляді електронних документів з ЕЦП з одночасним скасуванням необхідності їх публікації у друкованих виданнях;</p> <p>впровадити обмін інформацією за стандартом XBRL (Xtensible Business Reporting Language – відкритий стандарт для подання фінансової звітності в електронному вигляді) з одночасним скасуванням XML – формату;</p> <p>запровадити новітні стандарти IT – безпеки на фондовому ринку в рамках e-government;</p> <p>сприяти впровадженню загальної системи електронного документообігу в єдиному інформаційному середовищі на технологічній основі Електронного регулятора (запровадження електронного сервісу – персонального «електронного кабінету», доступного для інвесторів і наглядових органів); запровадити обов'язок публічних (ринкових) АТ розкривати інформацію про всі значні події, які впливають на подальшу діяльність та рівень ризику компанії, або будь-яку інформацію, яка запобігатиме використанню інформації, що була оприлюднена раніше, як такої, що вводить в оману;</p> <p>передбачити необхідність верифікації інформації розкриття лише річної інформації; розкриття інформації у зменшеному обсязі</p>
<p>Розширення бази якісних високоліквідних інструментів фондового ринку</p>	<p>завершити повну імплементацію норм MiFID II (The Markets in Financial Instruments Directive «Про ринки фінансових інструментів» №2004/39/ЄС); створити законодавчу базу для формування ринку похідних цінних паперів (деривативів), забезпечити їх активне запровадження при визначенні ринкових цін на базові фондові інструменти, валюту, товари тощо;</p> <p>впровадити інститут зборів власників облігацій з наданням їм, зокрема, прав погоджувати рішення емітента щодо операцій з його активами у випадку проблем з виконанням зобов'язань за такими облігаціями у відносинах з емітентом (прийняти проект Закону України «Про облігації, забезпечені відокремленими активами»);</p> <p>забезпечити продаж на фондовій біржі державних пакетів акцій розміром менше 25 % статутного капіталу</p>
<p>Удосконалення діяльності з визначення рейтингових оцінок</p>	<p>забезпечити розвиток інституту рейтингових агентств;</p> <p>забезпечити запобігання виникненню конфлікту інтересів, зокрема, шляхом заборони надавати послуги з визначення та оновлення кредитних рейтингів пов'язаним особам;</p> <p>встановити більш чіткі критерії отримання статусу уповноваженого кредитного рейтингового агентства, зокрема, через введення ліцензування таких агентств;</p> <p>передбачити повноваження НКЦФОР на встановлення вимог до обов'язковості та мінімального рівня рейтингової оцінки активу, в який інвестують ІСІ та НІФ</p>
<p>Розвиток ринку колективних інвестицій</p>	<p>Стимулювання приходу інвестицій на фондовий ринок</p> <p>узгодити вітчизняні норми з законодавством ЄС, яке стосується діяльності ІСІ (Директива UCITS (акронім від undertaking for collective investments in transferable securities) «Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних положень, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу (ІСІ)» №85/611/ЄС);</p> <p>запровадити окреме законодавче регулювання хедж-фондів;</p> <p>спростити порядок надання адміністративних послуг інституційним інвесторам;</p> <p>посилити співпрацю ІСІ зі страховими компаніями, одним із напрямків якої є передавання страховими компаніями технічних резервів в управління ІСІ з метою ефективного їх використання на інвестиційні цілі;</p> <p>посилити напрями інтегрування зв'язків інститутів спільного інвестування з банківськими установами у формі фондів альянсів та спеціалізованих (кваліфікаційних) ІСІ клаву кредитних активів (управляти інститут приватних виконавців та інститут сек'юритізації проблемних активів фінансових установ);</p> <p>забезпечити запровадження інвестиційного страхування, розмір страхових виплат за яким має залежати від результатів розміщення коштів технічних резервів за договором інвестиційного страхування (пряміром, unit-linked);</p> <p>продовжити проведення пенсійної реформи шляхом розбудови накопичувальної складової пенсійної системи</p>
<p>Вдосконалення обслуговування індивідуального інвестора</p>	<p>запровадження інституту фінансового омбудсмена як додаткового механізму захисту прав інвесторів, зокрема, відповідального за досудове врегулювання спорів у стосунках, які виникають всередині т. з. трикутника «державні органи влади – фінансові інституції – споживачі фінансових послуг / клієнти»;</p> <p>нормативно врегулювати базові принципи діяльності інституту інвестиційних радників (прийняти проект Закону України «Про інвестиційних радників на ринку цінних паперів»);</p> <p>запровадити класифікацію інвесторів на кваліфікованих та некваліфікованих одночасно з запровадженням механізму розміщення цінних паперів серед кваліфікованих інвесторів з метою обмеження доступу до ризикованих операцій некваліфікованих інвесторів (прийняти проект Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо визначення кваліфікованих інвесторів в цінні папери»);</p> <p>сприяти розвитку ринку залучення капіталу та інвестицій у секторі публічного розміщення цінних паперів;</p> <p>запровадити практики щодо обов'язкового розкриття клієнту інформації про будь-які конфлікти інтересів, до яких може бути залучений брокер;</p> <p>встановити вимоги щодо обов'язкового надання клієнту всієї необхідної інформації, що має відношення до рішення, яке приймає клієнт щодо послуги, яку надає брокер</p>

Продовження табл. 1

<p>Вдосконалення валютного та податкового законодавства для стимулювання покращення інвестиційного клімату</p>	<p>скасувати особливий податок на операції з відчуження цінних паперів та операції з деривативами як такий, що призводить до послаблення фондового ринку (відміна потрійного оподаткування для ІСІ, торговців ЦП тощо); спростити процедуру валютного регулювання для здійснення валютних операцій на фондовому ринку; спростити порядок застосування норм законодавства України та міжнародних договорів про усунення подвійного оподаткування доходів; удосконалити оподаткування діяльності з адміністрування недержавних пенсійних фондів, діяльність з переказу коштів небанківських фінансових установ, комісійних доходів фондів, депозитаріїв</p>
<p>Покращення фінансової грамотності населення щодо фондового ринку</p>	<p>затвердити програму підвищення «фінансової грамотності» з відповідним її фінансуванням за рахунок коштів державного бюджету та «донорських» компаній з метою надання населенню України сукупності знань про фондовий ринок, особливості його функціонування та регулювання, професійних учасників та інструменти, послуги тощо; запровадити систему широкого інформування громадян для інвестування особистих заощаджень; запровадити проведення регулярних освітніх заходів з метою популяризації фондового ринку та проведення комплексних роз'яснювальних та навчальних подій для підвищення «фінансової грамотності» населення, в т.ч. використанняю прогресивний світовий досвід (програми USAID / FINREP-I / FINREP-II)</p>
<p>Вдосконалення функціонування та регулювання фондових бірж</p>	<p>Забезпечення надійного і ефективного функціонування ринкової інфраструктури стимулювати консолідацію біржової системи; забезпечити повну пре- та пост- торговельну прозорість; запровадити засоби консолідованого нагляду за діяльністю усіх фондових бірж; запровадити вимоги щодо наявності регулярних мінімальних обсягів торгівлі на фондовій біржі як умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку; реалізувати механізм аналізу даних про результати торгів на фондових біржах України в режимі реального часу; передбачити можливість здійснення біржами ресертації випуску цінних паперів у разі їх публічного розміщення; прийняти проект Закону «Про товарний біржовий ринок» з урахуванням положень Директиви ЄС MiFID II і MiFIR (The Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) II and Markets in Financial Instruments Regulation (MiFIR)), оскільки Закон України «Про товарну біржу» в умовах сьогодні не відповідає вимогам, що висуваються до сучасної інфраструктури товарного біржового ринку стосовно організації та регулювання біржових ринків</p>
<p>Вдосконалення депозитарної системи та системи клірингу та розрахунків</p>	<p>вдосконалити механізм виплати доходів через депозитарну систему; отримати Центральному депозитарю можливість відкриття грошових рахунків клієнтам та здійснення депозитарієм грошових розрахунків за операціями щодо цінних паперів своїх клієнтів; створити єдину централізовану систему зберігання копій баз даних депозитарних установ з метою виключення випадків втрати інформації та зловживань; створити умови для використання найбільш оптимальних для учасників ринку моделей розрахунків за правочинами щодо цінних паперів за принципом «поставка проти оплати»</p>
<p>Впровадження пруденційного та консолідованого нагляду</p>	<p>запровадити нагляд за фінансовими конгломератами та синдикатами; переглянути пруденційні нормативи для кожного окремого виду професійної діяльності на фондовому ринку, що несе ризики, з метою врахування необхідності об'єктивної оцінки фінансового стану та ймовірності реалізації ризиків; впровадження практики пруденційного нагляду за діяльністю з управління активами (КУА, ІСІ) на основі тестів раннього попередження та оцінки «ризик-профілю» суб'єктів нагляду; підвищити якість системи управління ризиками в усіх професійних учасниках фондового ринку; встановити порядок дій професійного учасника фондового ринку у разі невиконання ним своїх зобов'язань</p>
<p>Реформування системи підготовки та атестації фахівців фондового ринку</p>	<p>запровадити навчання фахівців фондового ринку на добровільних засадах (окрім тих, хто навчається вперше); ранжувати навчання та атестацію фахівців фондового ринку за рівнем компетенцій (базова, спеціалізна, підвищена) з можливістю дистанційного проходження атестації; видавати безстрокові сертифікати на право здійснення дій, пов'язаних з безпосереднім провадженням професійної діяльності на фондовому ринку, та встановлення порядку їх підтвердження</p>
<p>Сприяння реалізації єдиної державної політики стимулювання покращення інвестиційного клімату</p>	
<p>Вдосконалення саморегулювання (СРО) на фондовому ринку</p>	<p>законодавчо унормувати роботу СРО (прийняти проект Закону України «Про саморегульовані організації»); передбачити при отриманні статусу СРО обов'язкове отримання ними делегованих регулятором повноважень; спростити процедуру делегування повноважень від НКЦПФР до СРО, а також процедуру їх повернення; вдосконалити процедури звітності саморегульованих організацій перед її членами</p>
<p>Вдосконалення системи державного регулювання, нагляду, контролю на фондовому ринку</p>	<p>запровадити нові підходи до боротьби з маніпулюванням на фондовому ринку; спростити процедуру примусового стягнення санкцій; наділити регулятор повноваженням на проведення розслідування правопорушень, маніпулювання, шахрайства на ринку цінних паперів шляхом розширення прав при збиранні і дослідженні доказів; створити єдиний метарегулятор фінансового ринку</p>
<p>Покращення міжнародної та національної співпраці у регулюванні фондового ринку</p>	<p>забезпечити ефективну роботу Ради з питань фінансової стабільності; сприяти приєднанню НКЦПФР до Багатостороннього Меморандуму IOSCO (імплементация основних принципів); забезпечити для НКЦПФР можливість за певних умов (при розслідуванні правопорушень на ринку цінних паперів або отриманні запиту від регулятора іншої держави) доступу до інформації про рух коштів на рахунках брокерів; надати НКЦПФР повноваження вимагати документи та проводити перевірки будь-якої особи на вимогу регулятора іншої країни, навіть якщо немає підозри у порушенні українського законодавства про цінні папери тощо</p>

Джерело: складено автором на основі: [2, 8, 9].

ливостей; створення цілісної та ефективної системи ринку цінних паперів та фінансових інститутів; сталий ріст капіталізації фондового ринку та розширення практики залучення інвестицій з використанням інструментів фондового ринку. Зокрема очікується [8]:

- покращення позицій України у рейтингу Світового банку та переміщення з 61 на 30 місце зі 107 країн за показником обсягу торгів (відповідно, очікується й зростання показника відношення обсягу торгів до ВВП та переміщення України з 62 на 30 місце зі 107 країн);

- очікується збільшення кількості 198 лістингових компаній, що передбачає підвищення місця України за цим показником у рейтингу Світового банку та переміщення з 30 місця на 15;

- підвищення рівня показника S&P індексу фондового ринку за даними Світового банку, що передбачає зайняття Україною 40 місця із 82 країн замість 76 місця у 2013 році;

- підвищення Всесвітнього індексу конкурентоспроможності та переміщення України у 2019 році з 84 на 50 місце із 148 країн;

- очікується повне та широке впровадження не менше 20 Принципів та цілей регулювання ринку цінних паперів IOSCO з 37 Принципів;

- підвищення рівня показника капіталізації лістингових компаній України (в доларах США), та, відповідно, зайняття Україною 30 місця замість 59 місця зі 109 країн;

- передбачається присвоєння фінансовому ринку України відповідно до класифікації міжнародного індексного агентства FTSE (за рівнем розвитку фінансових ринків всіх країн) статусу Advanced Emerging [2; 8].

Також переконливим аргументом для прийняття та впровадження положень проекту Програми "Європейський вибір — нові можливості для прогресу та зростання" є форсайт підвищення позиції нашої держави у відомому рейтингу Doing Business ("Ведення бізнесу"), який оцінює законодавство, пов'язане з регулюванням бізнесу, та його застосування у 189 країнах, а також в окремих містах (наразі із 189 країн Україна за показником індексу рівня захисту прав інвесторів знаходиться на 128 місці з показником 4,3 (при максимальному балі 10)) [8].

Зауважимо, що магістрально важливим кроком стало також підписання 15 липня 2015 року Національним банком України спільно з Міністерством фінансів, Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку та Європейським банком реконструкції та розвитку (ЄБРР) Меморандуму про взаєморозуміння стосовно співробітництва в розвитку місцевих ринків капіталу в Україні, основною метою якого є посилення співпраці та діалогу між Україною та ЄБРР для розвитку ефективного місцевого ринку капіталу в Україні, що, у свою чергу, сприятиме залученню передусім іноземних інвестицій в країну [6].

Підписання Меморандуму — це один із пріоритетів у реформуванні фінансового сектору України та фондового ринку зокрема, що підкріплюється також і положеннями Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року (затвердженою Постановою Правління НБУ № 391 від 18 червня 2015 року) [2], зокрема пунктами заходів А2, А13, В8 розділу 5 "Комплексний план заходів".

Зауважимо, що у 2010 році ЄБРР започаткував ініціативу (Local Currency and Capital Markets Initiative (LC2)), спрямовану на стимулювання в країнах операцій кредитування в місцевих валютах, а також на розвиток місцевих ринків капіталу. Основною задачею даного напрямку було визначено мобілізацію місцевих джерел внутрішнього фінансування (інвестування), знижуючи залежність від валютного кредитування та пов'язані з цим валютні ризики.

Наразі Меморандум визначає такі основні напрями майбутньої співпраці:

- оновлення здійсненої ЄБРР у 2011 році оцінки потреб українського ринку капіталу;

- сприяння ефективній мобілізації капіталу в економіці України;

- підтримка розвитку та поліпшення розрахунково-депозитарної інфраструктури, нових інструментів ринків капіталу як альтернативи банківському сектору, включаючи сек'юритизацію та забезпечені облігації;

- визначення стратегії для сприяння ліквідності і торгівлі інструментами ринків капіталу, у тому числі аналіз емісійних процесів і побудова кривої дохідності;

- підтримка розвитку нормативно-правової бази з метою забезпечення здійснення міжнародними фінансовими організаціями, зокрема ЄБРР, емісії облігацій в Україні;

- надання подальшої допомоги в розробленні нормативно-правової бази ринку деривативів, а також нарощування потенціалу регулюючих органів, судових органів та учасників ринку тощо [6].

Цей документ також відкриває додаткові можливості для розвитку місцевих ринків капіталу та дозволить отримати підтримку та супровід операцій ЄБРР, методологічну допомогу або технічне співробітництво.

Сьогодні серед основних законодавчих ініціатив та змін у нормативно-правовому полі фондового ринку України, слід особливу увагу також сфокусувати на введенні в дію адаптивного реанімаційного документу Плану Законодавчого Забезпечення Реформ (ЗЗР), зокрема пункту два "Фінансовий сектор" четвертого системно-важливого розділу "Стабілізація макроекономічної ситуації та реформування економіки" [9], одним із завдань якого є визначення пріоритетних напрямів удосконалення правового регулювання відносин на фондовому ринку на засадах системності й взаємоузгодженості та забезпечення ефективності реформування.

План законодавчого забезпечення реформ в Україні покликаний стати базовою платформою, спрямованою на забезпечення оперативного прийняття ряду законодавчих та нормативно-правових документів щодо модернізації та реформування вітчизняного фондового ринку, серед яких: проект Закону України "Про похідні фінансові інструменти (деривативи)", проект Закону України "Про внесення змін до законів України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні", "Про фондовий ринок та цінні папери" та деяких інших законодавчих актів України щодо вдосконалення державного регулювання ринку цінних паперів та забезпечення діяльності НКЦПФР", проект Закону України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо емісії цінних паперів", проект Закону України "Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо оподаткування доходу від операцій з похідними фінансовими інструментами" та проект Закону України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо впровадження ефективного пруденційного нагляду" тощо.

У цьому контексті надзвичайно важливим є і прийняття таких фундаментальних документів, як: проект Закону України "Про внесення змін до Податкового кодексу України щодо консолідації функцій з державного регулювання ринків фінансових послуг", проект Закону України "Про внесення змін до деяких законів України щодо визначення кваліфікованих інвесторів", проект Закону України "Про облігації, забезпечені відокремленими активами", проект Закону України "Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку", проект Закону України "Про саморегульовальні організації", проект Закону України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо консолідації функцій державного регулювання ринків фінансових послуг", проект Закону України "Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо імплементації стандартів (принципів) IOSCO та виконання

Угоди про асоціацію між Україною та Європейським Союзом в частині протидії зловживанням на фондовому ринку", а також проект Плану Відновлення України: стратегічний документ 2015—2017 тощо [9].

Проведення норм ЗЗР надасть, в свою чергу, Україні потужний імпульс для досягнення високого рівня розвитку фондового ринку, а також можливість реалізувати цілеспрямований та комплексний підхід щодо реформування національного фондового ринку та сприятиме унормуванню процесу законодавчого забезпечення реалізації пакету реформ визначених Угодою про асоціацію між Україною та Європейським Союзом, Коаліційною угодою, Стратегією сталого розвитку "Україна — 2020".

ВИСНОВКИ

Отже, дослідження національного фондового ринку в контексті євроінтеграційних процесів вказали на необхідність його якісної перебудови шляхом реформування більшості складових ринку та усунення перешкод, що стримують його подальший стійкий розвиток. Вважаємо, що сьогодні ефективне функціонування вітчизняного фондового ринку можливо досягти за рахунок оновлення нормативно-правової бази, враховуючи помилки попередніх періодів та керуючись набутим досвідом. Реалізація таких стратегічних орієнтирів надасть можливість оцінити дії направлені на покращення функціонування фондового ринку на середньостроковий період, сприятиме підвищенню його інвестиційного потенціалу, перетворить ринок на важливий системно утворюючий елемент вітчизняної фінансової системи та підвищить його роль у забезпеченні економічного зростання України.

Література:

1. Аналітичний огляд діяльності ринку управління активами за 4 квартал 2014 року та 2014 рік [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/2245/55/Q4%202014%20%-20Full%202014_final.f
2. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року (затверджена Постановою Правління НБУ № 391 від 18 червня 2015 року) [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://reforms.in.ua/Content/download/Reforms/Financial%20sector/Complex%20program%20finance%20v4.pdf>
3. Краснова І.В. Фондовий ринок в Україні: стан та перспективи розвитку / І.В. Краснова // Проблеми економіки. — 2014. — № 1. — С. 129—134.
4. Наконечна О. Особливості функціонування фондового ринку України [Електронний ресурс] / О. Наконечна, Н. Рощина // Ефективна економіка: електронне наук. фахове вид. — 2014. — № 12. — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3854>
5. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>
6. Національний банк України та Європейський банк реконструкції та розвитку поглиблюють співпрацю з розвитку місцевих ринків капіталу в Україні [Електронний ресурс] / прес-центр Національного банку України. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?jsessionid=73D5373E4AF290783E3D9E428647C059?art_id=19453318&cat_id=55838
7. НКЦПФР повідомляє про підсумки роботи фондового ринку за 2014 рік [Електронний ресурс] / Урядовий портал. — Режим доступу: http://www.kmu.gov.ua/control/publish/article?art_id=247890206
8. Проект Програми розвитку фондового ринку України на 2015—2017 роки "Європейський вибір — нові можливості для прогресу та зростання" [Електронний ресурс] / Веб-портал Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). — Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>

9. Про план законодавчого забезпечення реформ в Україні [Електронний ресурс]: Постанова Верховної Ради України від 04 червня 2015 року. — № 2986. — Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=55410

10. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2014 рік "Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання" [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/14344-54281.pdf

11. Урядовий План відновлення України в 2015—2017 рр.: наміри щодо фондового ринку [Електронний ресурс] / FINBALANCE. — Режим доступу: <http://finbalance.com.ua/news/Uryadoviy-Plan-vidnovlennya-Ukrani-v-2015-2017-rr-namiri-shchodo-fondovoho-rinku>

References:

1. The Ukrainian Association of Investment Business (2014), "Analytical review of the asset management market by Q4 2014 and 2014", Analytychnyi ohliad diialnosti rynku upravlinnia aktyvamy za 4 kvartal 2014 roku ta 2014 rik. [Electronic resource]. — available at: http://www.uaib.com.ua/files/articles/2245/55/Q4%202014%20%-20Full%202014_final.pdf (Accessed 12 July 2015).
2. National bank of Ukraine (2015), "The Comprehensive Program of Ukraine Financial Sector Development in Ukraine till 2020", available at: http://reforms.in.ua/Content/download/Reforms/Financial%20sector/Strategy2020_18062015-ENG_June%202015.pdf (Accessed 12 July 2015).
3. Krasnova, I.V. (2014), "Stock market in Ukraine: state and prospects of development", Problemy ekonomiky, vol. 1, pp. 129 — 134.
4. Nakonechna, O. (2014), "Particular qualities of Ukrainian stock market operation", Efektyvna ekonomika, vol. 12, available at: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3854> (Accessed 12 July 2015).
5. State Statistics Service of Ukraine (2015), Statistical information, available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Accessed 12 July 2015).
6. National bank of Ukraine (2015), "National Bank of Ukraine and the European Bank for Reconstruction and Development deepen cooperation on development of local capital markets in Ukraine", available at: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?jsessionid=73D5373E4AF290783E3D9E428647C059?art_id=19453318&cat_id=55838 (Accessed 12 July 2015).
7. National Securities and Stock Market commission (2014), "SSMNC reports the results of the stock market in 2014", available at: http://www.kmu.gov.ua/control/publish/article?art_id=247890206 (Accessed 12 July 2015).
8. National Securities and Stock Market commission (2015), "The Stock Market Development Program of Ukraine for 2015—2017 "European choice — new opportunities for progress and growth", available at: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan> (Accessed 12 July 2015).
9. Verkhovna Rada of Ukraine (2015), "On the plan of legislative support for reform in Ukraine", available at: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=55410 (Accessed 12 July 2015).
10. National Securities and Stock Market commission (2015), "Annual Report of the National Commission on Securities and Stock Market 2014 "Securities market. The European choice new opportunities and growth", available at: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf (Accessed 12 July 2015).
11. FINBALANCE (2015), "Government recovery plan Ukraine in 2015 — 2017, intent on stock market", available at: <http://finbalance.com.ua/news/Uryadoviy-Plan-vidnovlennya-Ukrani-v-2015-2017-rr-namiri-shchodo-fondovoho-rinku> (Accessed 12 July 2015).

Стаття надійшла до редакції 30.07.2015 р.