

В. М. Ключник,
аспірант кафедри економічної теорії
та історії економіки НАДУ

ОСОБЛИВОСТІ СТАНОВЛЕННЯ СИСТЕМИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ УКРАЇНСЬКОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

Розглянуто історичні особливості становлення фондового ринку в Україні. Автором обґрунтовано доцільність дослідження етапів становлення та розвитку системи державного регулювання. Надано характеристику етапам розвитку фондового ринку. Описано значення і вплив державного регулювання фондового ринку на економіку країни. Сформульовано пропозиції щодо розвитку системи державного регулювання фондового ринку.

Ключові слова: фондовий ринок; державне регулювання; приватизація; первинний ринок; вторинний ринок; інвестування.

Одним із найважливіших механізмів здійснення економічних перетворень, які зараз відбуваються в нашій державі, є ринок цінних паперів. Саме в період перехідної економіки в Україні з'явився інститут фондового ринку, який продовжує перебувати у стадії становлення. Сьогодні розвиток національного фондового ринку стримується низкою таких об'єктивних чинників:

- кризовий стан економіки;
- відставання законодавчої бази від реалій суспільного життя;
- повільні темпи приватизації державного майна;
- психологічна невідповідність населення до активних операцій на ринку.

Вихід України з економічної кризи і розбудова ринкової економіки неможливі без створення фондового ринку, який би відповідав сучасним світовим стандартам, гарантував права інвесторів та сприяв би збільшенню як вітчизняних, так і іноземних інвестицій.

Світова практика свідчить, що ринок капіталів неминує еволюціонувати від хаотичності й розробленості до централізації та регулювання з боку

держави. Це характерне для всієї фінансової системи ринкових відносин – як у межах однієї країни, так і в міжнародних фінансових відносинах. Україна має унікальну можливість не повторювати помилок з досвіду інших країн, а одразу розвивати систему державного регулювання національного фондового ринку за кращими світовими зразками.

Саме національний фондовий ринок є універсальним механізмом, за допомогою якого регулюються не лише економічні, а й політичні та соціальні відносини в суспільстві. У макроекономічному плані він надає державним органам можливість при отриманні оперативної інформації про загальний стан ринку безпосередньо контролювати його діяльність, мати загальну картину стану економіки і своєчасно запобігати кризовим ситуаціям.

Інформаційну базу дослідження становлять аналітичні та нормативні акти центральних органів державної влади, статистичні дані Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, бібліотечного фонду Національної академії державного управління при Президентові України, інші інструктивні та нормативно-правові документи. Дана тема аналізувалась і досліджувалась вітчизняними науковцями В. Воротиним, О. Мозговим, М. Бурмакою, В. Мельником, І. Пилипенком, О. Жук, В. Клименко, О. Харитоновною, Г. Назаровною, О. Кібенко, Д. Стеченко, Н. Кузнєцовною, І. Назарчук та ін.

Метою дослідження є розкриття суті етапів становлення державного регулювання такого сектору економіки України як фондовий ринок, дослідження способів впливу держави на дану сферу, виявлення недоліків в цій роботі та надання пропозицій щодо їх, вирішення. В даній статті, автором визначено основні завдання дослідження:

- охарактеризувати особливості та правові основи формування державного регулювання фондового ринку в Україні;
- розкрити особливості та проблеми забезпечення державного управління фондового ринку на даному етапі в умовах трансформаційних процесів

перехідної економіки.

Історія фондового ринку України почалась із прийняттям у 1991 р. Закону України “Про цінні папери і фондову біржу”. Значний крок національний фондовий ринок зробив у 1995 – 1997 рр., що засвідчило його важливу роль у реформуванні економіки країни. Сьогодні ринок цінних паперів є обов’язковим елементом ринкової економіки. [8, с. 27–34] Фондовий ринок, як сегмент фінансового ринку, має стати потужним механізмом мобілізації, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів, необхідних для динамічного розвитку економіки, а також сприяти акумулюванню інвестиційних капіталів у виробничу та соціальну сферу.

Фондовий ринок має значні можливості для подальшого розвитку. За роки свого існування в Україні він довів перспективи і масштаби вигод, що їх можна отримати на регульованому ринку цінних паперів.

Від часу набуття Україною незалежності та початку формування ринкової економічної системи країни безперервно йшов процес створення ринку капіталу, або фондового ринку, що характеризувався відокремленням часток (паїв, акцій) суб’єктів господарювання (фізичних та юридичних осіб) у системі обігу пайового (акціонерного) капіталу.

Враховуючи той факт, що майже сторіччя економічна система країни функціонувала як така, що не мала ринку приватного капіталу, а весь обіговий капітал був сконцентрований в особі єдиного власника – держави, формування та перехід до цивілізованого ринку приватного капіталу, вищою формою якого є організований фондовий ринок, – досить складна проблема, яка потребує ретельного економічного аналізу, створення власної теоретичної бази та системи державного регулювання цього сегмента економіки. [6, с. 105–109]

Можна виділити такі основні макроекономічні функції фондового ринку:

1) забезпечення переливу капіталу між галузями промисловості;

- 2) забезпечення доступу вільного капіталу (заощаджень) суб'єктів господарювання до інвестиційного процесу;
- 3) залучення капіталу шляхом емісії цінних паперів;
- 4) доступ інвесторів-нерезидентів до інвестиційного процесу в країні;
- 5) інформативна функція.

Розглянемо умови виникнення і розвитку фондового ринку в Україні, а разом з цим і особливості становлення системи державного регулювання фондового ринку. Формування відбувалося в кілька етапів.

Перший етап – це період виходу України на початку 1990-х рр. зі складу Радянського Союзу, що збігся у часі з процесом створення приватних акціонерних та фінансових компаній, які займалися залученням коштів населення під випуск власних цінних паперів. І хоч діяльність цих установ на ринку цінних паперів була стихійною й неорганізованою, а самі цінні папери мали характер штучно підтримуваної вартості, цей етап можна назвати першими кроками фондового ринку в Україні.

Саме через те, що на перших порах розвиток цього сегмента економіки йшов хаотично і безконтрольно, він призвів до значних потрясінь і надовго сформував у масовій свідомості недовіру до фондових інструментів як до об'єктів інвестування. Це, у свою чергу, загальмувало процес розвитку інституту приватного інвестування в Україні навіть до сьогодні. Адже у більшості розвинутих країн роль і частка приватних інвесторів (фізичних осіб) має величезне значення у функціонуванні фондового ринку країни.

Другий етап розвитку ринку цінних паперів виник у зв'язку з випуском в обіг та створенням вторинного ринку купівлі-продажу компенсаційних сертифікатів і тіньового ринку приватизаційних майнових сертифікатів – ваучерів. Ціна первинного ринку – 500 грн за ваучер та 10 і 20 грн за компенсаційний сертифікат – виявилася надто умовною. А от вторинні ринки продемонстрували до цього виду державних цінних паперів можливість

дієвості ринкового механізму ціноутворення. Такі інструменти, як ПМС, КС, пільгова передплата, знов повернули приватного інвестора до ринку, причому психологічно для пересічного громадянина не було значних ризиків при втраті вартості ПМС чи КС, що надавало змогу привернути увагу значної кількості фізичних осіб до процесу приватизації. У цей період створюються псевдобіржі – центри сертифікатних аукціонів, велика кількість фінансових посередників (довірчих та інвестиційних компаній), формується інформативна база та інші інфраструктури підрозділи.

Звичайно, сьогодні більшість науковців оцінює масову приватизацію як таку, що не мала економічного сенсу, бо в неї наперед не було закладено механізму виявлення реального власника та здійснення ефективного управління підприємством. Але масова приватизація мала велике значення для формування інвестиційної свідомості нації та розвитку культури інвестування.

Розвиток інституту приватної власності через випуск ПМС, КС та розміщення акцій підприємств через пільгову передплату ознаменував початок реального процесу становлення українського ринку цінних паперів. Саме масова приватизація була тим чинником, що дав поштовх і став реальною базою створення фондового ринку та його інфраструктури в Україні.

Початок третього етапу припадає на період 1995 – 1998 рр. Указом Президента України 12 червня 1995 р. було утворено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Було визначено її завдання, функції, повноваження, права, відповідальність та відносини з іншими державними органами з питань регулювання та контролю на ринку цінних паперів. Найголовнішим елементом створеної структури державного регулювання безумовно є законодавче регулювання ринку. [8, с. 234–237]

Якщо другий етап характеризувався масовою, тобто народною, приватизацією, то третій етап народився під гаслом пошуку ефективного власника, що зумовило пошук нових систем розподілу власності, продаж

об'єктів великої приватизації та активне залучення до приватизаційних процесів зовнішніх інвесторів. Основною відмінністю третього етапу від другого став акцент на грошову приватизацію, що зумовило розвиток певної інфраструктури для забезпечення цього процесу. Загалом, третій етап розвитку фондового ринку характеризувався такими факторами:

- 1) активний продаж державою значних пакетів акцій великих підприємств;
- 2) бурхливий розвиток біржових та позабіржових систем обігу акцій;
- 3) поява значної кількості фінансових посередників, що оперували вже не сертифікатами, а реальними грошима;
- 4) концентрація власності шляхом скуповування акцій у населення;
- 5) розвиток ринку державних боргових зобов'язань;
- 6) вихід на ринок у ролі покупців великих зовнішніх інституціональних та приватних інвесторів.

Активізація грошової приватизації була викликана рядом об'єктивних чинників, зокрема такі: дефіцит державного бюджету та постійне збільшення державного боргу, можливість продажу значних пакетів середніх та великих об'єктів, присутність на ринку платоспроможних покупців.

Цей період характеризується бурхливим розвитком інфраструктури фондового ринку: з'являється велика кількість торговельних майданчиків, розвиваються реєстраторські й депозитарні установи, створюється позабіржова фондова торгова система, розвиваються професійні асоціації та спілки [7, с. 6–10].

На жаль, в цей період органи державної влади і контролю не були належним чином підготовлені до такого бурхливого розвитку ринку, що призвело до значної кількості правопорушень та зловживань.

Оцінюючи цей етап розвитку ринку, слід зауважити, що основними його учасниками стали зовнішні портфельні інвестори, більшість операторів ринку

мала на меті передусім спекулятивні цілі. Даний факт відбивався на обсягах і методах продажу об'єктів державної власності – як правило, до продажу пропонувалися незначні пакети середніх і великих інвестиційно цікавих підприємств. Основними досягненнями цього етапу розвитку ринку є такі:

1) розвиток ринкової інфраструктури (біржові та позабіржові установи, агенції з перереєстрації прав власності – незалежні реєстратори та депозитарні установи, створення професійних асоціацій) [3, с. 67];

2) створення галузі професійних учасників фондового ринку (брокерських та фінансових компаній);

3) утворення спеціальних державних контролюючих установ (Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку) [1, с. 508];

4) активне входження до українського фондового ринку зовнішнього венчурного капіталу.

Основною хибою цього етапу, є переоцінка можливостей національного фондового ринку, штучне форсування його розвитку та стратегічні помилки у процесі проведення приватизації, посилені світовою фінансовою кризою. Основною помилкою державних органів приватизації стало затоварювання ринку дрібними пакетами інвестиційно привабливих підприємств під час світової фінансової кризи. Це призвело до нераціонального розпорошення власності, втрати інтересу до ринку з боку стратегічних покупців.

На даному етапі в умовах світової фінансової кризи державі в особі органів, що проводять первинне розміщення цінних паперів, слід було б створити штучний дефіцит на дрібні пакети й активізувати продаж мажоритарних пакетів стратегічним покупцям. Такі кроки підтримали б ліквідність ринку дрібних пакетів, що, у свою чергу, дало б змогу отримати значно більше коштів при реалізації мажоритарних пакетів акцій [5, с. 36-37].

Четвертий етап розвитку фондового ринку в Україні триває до сьогодні і є незмінним внаслідок завершення, в основному, перерозподілу власності

шляхом концентрації контрольних і блокуючи пакетів акцій. Цей етап ставить більше запитань, аніж дає відповідей щодо перспектив розвитку фондового ринку в країні. На сьогодні український ринок має досить добре розвинену систему обігу цінних паперів (національну депозитарну систему, електронні торгові системи і т. ін.), розвинуті контролюючі органи та органи захисту прав акціонерів, але активність у цьому сегменті економіки дуже незначна. Тому є низка об'єктивних факторів, серед яких основний – це недостатня глибина приватизації великих підприємств. Держава повинна активізувати продаж контрольних пакетів акцій великих підприємств із залученням висококваліфікованих фахівців у галузі інвестиційного менеджменту та консалтингу. Це надасть новий імпульс для розвитку фондового ринку.

Що стосується діяльності по торгівлі цінними паперами на фондовому ринку України, то динаміка розвитку є характерною для м. Києва та Київської області, де розташовано близько 36 % від загальної кількості учасників ринку, та для регіонів. Так, на долю Харківської, Донецької, Дніпропетровської, Запорізької, Львівської областей та АР Крим припадає по 5-10 % загальної кількості учасників ринку.

Реєстраторська діяльність в Україні, починаючи з 1998 р., також здійснила потужний стрибок вперед. Станом на 31.12.2008 р. діють 379 реєстраторів. Найбільша кількість реєстраторів знаходиться у м. Києві та Київській області – 38,5 % від загальної кількості [4]. До цього призвели наступні причини: інтенсифікація процесу приватизації, збільшення кількості угод по перереєстрації прав власності та активізація процесу передачі реєстрів акціонерів незалежним реєстраторам.

В Україні почали діяти саморегуляційні організації як добровільні об'єднання професійних учасників ринку цінних паперів [2, с. 292].

Держава в особі Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку активно спостерігає за технологічним розвитком ринків цінних паперів та

впливом науково-технічних досягнень на галузь в цілому та на здійснення регулюючих програм. ДКЦПФР реалізує єдину державну політику щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів, а також координує діяльність інших державних органів у цій сфері. У межах нагляду за ринком цінних паперів ДКЦПФР намагається враховувати потребу галузі у більш ефективних методах роботи, зацікавленість учасників ринку та інвесторів у чіткому та стабільному регулюванні. Обов'язок самої ДКЦПФР захищати інтереси інвесторів та підтримувати належну роботу ринку. Загалом, науково-технічний прогрес збільшив прозорість ринку, створив великі можливості для ініціативи та конкуренції, призвів до надзвичайного збільшення обсягів операцій з цінними паперами та зменшення операційних ризиків. Разом з тим, зміни на ринку цінних паперів змушують, і будуть змушувати ДКЦПФР до переоцінки способів контролю за діяльністю учасників ринку.

Якщо говорити про загальні проблеми розвитку системи державного регулювання фондового ринку, то неможливо окреслити коло проблем. Економічні та політичні процеси, що відбуваються в країні, завжди накладали свій відбиток на динаміку процесів на фондовому ринку. Так, вибори чи то Верховної Ради, чи то Президента України є суттєвими факторами падіння активності учасників ринку, оскільки навіть найбільш ліквідні цінні папери не обертаються при відсутності політичної стабільності в країні.

Україна зацікавлена у надходженні іноземних інвестицій і повинна сприяти їх залученню в економіку країни, але недосконалість податкового законодавства, зокрема протиріччя Закону України “Про оподаткування прибутку підприємств” податковій системі країни, чинному законодавству України, нормам міжнародного права, жорсткі необґрунтовані умови оподаткування, відштовхнуть потенційного інвестора від вкладання коштів. Для вирішення цієї проблеми необхідно добре попрацювати над проектом Закону України “Про внесення змін до Закону України “Про оподаткування

прибутку підприємств”. Прийняття цього закону дасть можливість розвиватись фондовому ринку України та виконувати найважливішу ціль: залучення внутрішніх та іноземних інвестицій, що сприятиме розвитку національного виробництва. Скорочення операцій як на ринку корпоративних цінних паперів, так і на вторинному ринку приводить до втрат бюджету.

Прийняття відповідних заходів з боку держави щодо розвитку інститутів фондового ринку України сприятиме розвитку організованого фондового ринку в Україні, що, у свою чергу, позитивно вплине на довіру до українських цінних паперів, на їх ліквідність, капіталізацію ринку та сприятиме збільшенню доходів бюджету і прискоренню приватизаційних процесів в Україні. В умовах перехідної економіки приватизаційні процеси та розвиток фондового ринку є взаємозалежними категоріями, що потребують ретельного вивчення впливу одне на одного. Грамотний аналіз цих явищ дасть змогу сформулювати раціональну приватизаційну політику, яка приведе до стабільного розвитку фондового ринку і забезпечить здорове ринкове середовище в країні.

Особливістю становлення системи державного регулювання українського фондового ринку, є те, що фондовий ринок України утворився внаслідок широкомасштабної приватизації державного майна при відсутності практичної наукової теорії з цього приводу.

Розвиток системи державного регулювання українського фондового ринку повинен враховувати головні тенденції розвитку міжнародних фондових ринків, які визначатимуть подальшу долю фондового ринку України, а саме:

- універсалізація діяльності фінансових інститутів, які спроможні надати своїм клієнтам повний спектр фінансових послуг на ринках цінних паперів;
- інституціоналізація або зростання ролі інституційних інвесторів – страхових компаній, пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування.

Тому розвиток в подальшому інститутів фондового ринку України буде орієнтованим на розвиток самого ринку.

Цілісна інституційна інфраструктура фондового ринку повинна забезпечити його ефективне функціонування, слугувати національним інтересам, забезпечувати економічну безпеку і суверенітет України.

Стабільність ринку, висока культура його функціонування зміцнюють довіру населення, торговців цінними паперами, інституційних інвесторів, організаторів торгівлі цінними паперами та потенційних іноземних інвесторів до органів державної влад, що безперечно, сприяє залученню нових інвестицій, конче необхідних зараз для вітчизняної економіки.

Список використаних джерел

1. Закон України “Про цінні папери і фондову біржу” від 18.06.1991 р. №1201-XII // ВВР України. – 1991. – № 38. – С. 508.
2. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР. – ВВР України. – 1996. – № 51. – С. 292.
3. Закон України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” від 10.12.1997 р. №710/97-ВР. – ВВР України. – 1998. – № 15. – С. 67.
4. Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=12>.
5. *Михальський В.* Сучасний стан фондового ринку України крізь призму процесів глобалізації у світовій економіці / В. Михальський // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 7-8. – С. 29–38.
6. *Міньков В. І.* Деякі особливості розвитку фондового ринку України / В. І. Міньков // Фінанси України. – 2005. – № 12. – С. 104–114.
7. *Мозговий О. М.* Цінні папери: історія та сучасність. Історико-економічний нарис / О. М. Мозговий [та ін.]. – Одеса : КП ОМД, 2003.
8. *Пилипенко І. І.* Цінні папери в Україні / І. І. Пилипенко, О. П. Жук. – К. : ІВЦ Держкомстату України. – 2001. – 305 с.

Kliuchnyk V. M. Features of the formation of the state regulation of ukrainian stock market.

The historical specialties of formation of stock market of Ukraine are discussed in the article. The expediency of researching stages and development of state regulation system are proved by the author. The description is given to the stages of development of the stock market. The importance and influence of state regulation of the stock market on the economy of the country are described in

the article. The proposals on the development of the system of state regulation of the stock market are formulated in the article.

Key words: stock market, state regulation, privatization, the primary market, secondary market, investment.

Ключник В. М. Остановления системы государственного регулирования украинского фондового рынка.

В статье рассмотрены исторические особенности становления фондового рынка в Украине. Автором обоснована целесообразность исследования этапов становления та развития системы государственного регулирования. Дается характеристика этапам развития фондового рынка. Описано значение и влияние государственного регулирования фондового рынка на экономику страны. Сформулированы пропозиции по развитию системы государственного регулирования фондового рынка.

Ключевые слова: фондовый рынок; государственное регулирование; приватизация; первичный рынок; вторичный рынок; инвестирование.