

**М. В. Стецько**

*кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів суб'єктів господарювання і страхування Тернопільського національного економічного університету, Тернопіль, Україна, nstecko2@ukr.net*

## СИСТЕМА РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ КАПІТАЛІВ УКРАЇНИ: МІЖНАРОДНИЙ ВИМІР

**Анотація.** У статті висвітлено низку питань, пов'язаних із регулюванням ринку капіталів в Україні. З'ясовано, що за якістю регулювання ринку цінних паперів країна посідає одне з останніх місць у світовому рейтингу конкурентоспроможності. Метою пропонованого дослідження є обґрунтування напрямів реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні з огляду на світові тенденції. Розкрито недоліки в регулюванні ринку капіталів та в системі регулювання, а саме: брак механізмів виявлення й нейтралізації фіктивних емітентів, фактів маніпулювання ринком та інсайдерської торгівлі. Показано, що неналежне здійснення регулювання й нагляду може призвести до зловживань із боку окремих учасників ринку та до руйнування ринку загалом. Окреслено стратегічні й оперативні цілі системи регулювання ринку. Основними оперативними завданнями регуляторних і контрольних заходів є: очищення ринку від фіктивних активів, запобігання спробам маніпулювання цінами на окремі активи та ринком у цілому, а також запровадження прозорих, зрозумілих і однакових для всіх правил гри на ньому. Проведено критичний аналіз економічних ознак фіктивності емітентів цінних паперів та обґрунтовано необхідність надання контролюючому органу права перевірки достовірності звітності окремих емітентів. У стратегічному плані система регулювання ринку капіталів має бути інтегрована в міжнародний простір. Визначено напрями входження вітчизняної системи регулювання ринку капіталів у відповідні міжнародні інститути. Встановлено, що одночасно з реформуванням системи регулювання ринку капіталів слід вжити заходів із підвищення довіри до нього. Обґрунтовано, що для забезпечення повноцінного регулювання ринку треба розширити повноваження регулятора, а також здійснювати нагляд за інституціями, які формують інфраструктуру ринку (аудиторськими компаніями, рейтинговими агенціями, реєстраторами, фінансовими аналітиками).

**Ключові слова:** ринок капіталів, регулювання ринку, маніпулювання ринком, фіктивні цінні папери, очищення ринку, рейтингування, алокація капіталу.

**Табл. 1. Літ. 17.**

**Mykola Stetsko**

*Ph. D. (Economics), Associate Professor, Ternopil National Economic University, Ternopil, Ukraine, nstecko2@ukr.net*

## REGULATORY CAPITAL MARKET SYSTEM OF UKRAINE: AN INTERNATIONAL DIMENSION

**Abstract.** The article discloses a number of issues related to capital market regulation in Ukraine. It is found that as to the quality of the securities market regulation this country ranks one of the last places in the world ranking of competitiveness. The goal of the proposed research is to study ways of reforming the capital market regulation system in Ukraine, taking into account global trends in the relevant field. The article reveals short-

© Стецько М. В., 2017

comings in the regulation of capital markets and identifies the weak regulatory system points: the lack of the mechanisms for identifying and neutralizing fictitious issuers, the evidence of market manipulation and insider trading. It is shown that an inadequate regulation and supervision can lead to abuse of certain market participants and to the destruction of the whole market. Strategic and operational objectives of the market regulation system are defined. The key operational objectives of regulatory and control measures are to clean the market of fictitious assets and prevent attempts to manipulate prices for the individual assets and the market in general, as well as to introduce transparent, clear and equal for all rules of the game in the capital market. A critical analysis of the economic features of fictitious securities issuers and the necessity to grant the rights to the supervisory authority to check the reliability of financial statements of individual issuers are provided. The strategic plan of the capital market regulatory system should be integrated into the international space. The article indicates the direction of the integration of the domestic capital market regulation in the relevant international institutions. It is determined that in reforming the capital market regulatory system, measures to increase the level of confidence in the market should be taken. It is proved that for a full-fledged market regulation it is necessary to strengthen the powers of the regulator, as well as to supervise the institutions that form the infrastructure of the market (accounting firms, rating agencies, registrars, financial analysts).

**Keywords:** capital market, market regulation, market manipulation, false securities, market cleansing, ratings of, allocation of capital.

**JEL classification:** G10, G15, G18, O17.

### Н. В. Стецько

*кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансов суб'єктів господарювання і страхування Тернопільського національного економічного університету, Тернопіль, Україна*

## СИСТЕМА РЕГУЛИРОВАНИЯ РЫНКА КАПИТАЛОВ УКРАИНЫ: МЕЖДУНАРОДНОЕ ИЗМЕРЕНИЕ

**Аннотация.** В статье освещен ряд вопросов, связанных с регулированием рынка капиталов в Украине. Выяснено, что по качеству регулирования рынка ценных бумаг страна занимает одно из последних мест в мировом рейтинге конкурентоспособности. Целью предлагаемого исследования является обоснование направлений реформирования системы регулирования рынка капиталов в Украине ввиду мировых тенденций. Раскрыты недостатки в регулировании рынка капиталов и в системе регулирования, а именно: недостаток механизмов выявления и нейтрализации фиктивных эмитентов, фактов манипулирования рынком и инсайдерской торговли. Показано, что ненадлежащее осуществление регулирования и надзора может привести к злоупотреблениям со стороны отдельных участников рынка и к разрушению рынка в целом. Обозначены стратегические и оперативные цели системы регулирования рынка. Основными оперативными задачами регуляторных и контрольных мероприятий являются: очищение рынка от фиктивных активов, предотвращение попыток манипулирования ценами на отдельные активы и рынком в целом, а также внедрение прозрачных, понятных и одинаковых для всех правил игры на нем. Проведен критический анализ экономических признаков фиктивности эмитентов ценных бумаг и обоснована необходимость предоставления контролирующему органу права проверки достоверности отчетности отдельных эмитентов. В стратегическом плане система регулирования рынка капиталов должна быть интегрирована в международное пространство. Определены направления

входження отечественной системы регулирования рынка капиталов в соответствующие международные институты. Установлено, что одновременно с реформированием системы регулирования рынка капиталов следует принять меры по повышению доверия к нему. Обосновано, что для обеспечения полноценного регулирования рынка надо расширить полномочия регулятора, а также осуществлять надзор за институциями, которые формируют инфраструктуру рынка (аудиторскими компаниями, рейтинговыми агентствами, регистраторами, финансовыми аналитиками).

**Ключевые слова:** рынок капиталов, регулирование рынка, манипулирование рынком, фиктивные ценные бумаги, очищение рынка, рейтингование, аллокация капитала.

Формальні показники розвитку ринку капіталів (капіталізація, ліквідність, кількість емітентів) в Україні є вкрай низькими та поступаються відповідним характеристикам не лише розвинутих країн, а й перехідних економік. Така ситуація зумовлена цілим комплексом факторів, основними з яких є недорозвиненість ринкової інфраструктури й низька якість регулювання. Проблема полягає в тому, що з початку зародження вітчизняного ринку капіталів він перебував у стані перманентного реформування. Однак половинчастість реформ, їх суб'єктивне бачення окремими функціонерами від фондового ринку призвели до того, що конкурентоспроможність цього ринку є однією з найгірших у світі, а ринкові механізми не спрацьовують. Новації у сфері регулювання вітчизняного фондового ринку були спрямовані передусім на обслуговування корпоративних інтересів окремих політико-економічних угруповань і ринкових спекулянтів. Наслідком фактичного невиконання системою регулювання ринку капіталів своїх функцій стала руйнація останнього як такого.

Питанням удосконалення інструментарію регулювання організованого й неорганізованого ринків капіталів приділяється значна увага науковців. У працях провідних фінансистів західних країн, наприклад Т. Бека, Х. Казерера, Ш. Раппа [1], обґрунтовується необхідність гармонізації та уніфікації ринків капіталів, у т. ч. через запровадження єдиної системи регулювання. Проблематика оптимізації механізмів регулювання вітчизняного ринку капіталів розглядається такими вітчизняними вченими, як О. Корнійчук, С. Міщенко, С. Науменкова, В. Стефанишин, Г. Терещенко [2–5]. Більшість дослідників, однак, зосереджують свою увагу на окремих сегментах регуляторної діяльності та способах поліпшення регулювання локального фондового ринку, абстрагуючись від загальносвітових тенденцій. При цьому не враховується та обставина, що реформування системи регулювання ринку капіталів має здійснюватися комплексно й у напрямі забезпечення його міжнародної конкурентоспроможності. Як наслідок, заходи з удосконалення системи регулювання цього ринку були половинчастими, а сама система не сприяла ефективній алокації капіталу.

Метою пропонованого дослідження є обґрунтування напрямів реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні з огляду на світові тенденції у відповідній сфері.

Регулювання ринку капіталів покликане сприяти його стабільності й захисту інвесторів (вкладників) від зловживань із боку оферентів фінансових послуг. У такому разі цей ринок зможе виконувати свої основні функції – забезпечення ефективної трансформації та алокації капіталу. Відповідно до постулатів неокласичної теорії, якщо ринок капіталів ефективний, процеси на ньому мають тенденцію до саморегулювання. Однак на практиці ефективного ринку не існує. Тому окремі ринкові механізми відмовляють і постає потреба в державному й міжнародному регулюванні відповідних ринків. Вагомим аргументом на користь посилення регуляторного втручання в процеси на ринках капіталів є періодичні фінансові кризи, глобальні та локальні шоки. Досвідчений гравець на ринку капіталів Дж. Сорос ще в 1998 р. піддавав сумніву ключове припущення неокласичної теорії, що фінансові ринки функціонують за принципом маятника, прагнучи до стану рівноваги. Замість того щоб коливатися подібно до маятника, фінансові ринки, на думку Дж. Сороса, діють як “руйнівна залізобетонна груша”, що може призвести до краху економік [6, с. 15]. З огляду на те, що рух капіталів не визнає національних кордонів, реформування вітчизняної системи регулювання ринку капіталів повинне здійснюватися з урахуванням низки стратегічних цілей. Отже, така система має бути:

- не автономним локальним утворенням, а інтегрованою в міжнародні інституції, що забезпечують глобальний нагляд за рухом капіталів;
- орієнтованою на забезпечення міжнародної конкурентоспроможності ринку;
- передбачати захисні механізми для недопущення негативних зовнішніх впливів на економіку.

Зважаючи на фактичну відсутність ринку капіталів, Україні наразі не загрожують “залізобетонні” наслідки його краху. Оперативним завданням системи регулювання ринку є нейтралізація чинників, котрі призвели до фактичної відмови функціонування вітчизняного ринку капіталів та до катастрофічного рівня його міжнародної конкурентоспроможності. Відповідно до Індексу глобальної конкурентоспроможності (*The Global Competitiveness Index, GCI*) на 2015–2016 рр., який визначається Всесвітнім економічним форумом, за рівнем розвитку фінансового ринку загалом і ринку капіталів зокрема наша держава посідає 121-е місце серед 140 країн. Причому за якістю регулювання діяльності фондових бірж Україна з індексом 2,5 опинилася на 135-му місці, а за рівнем фінансування через локальний ринок капіталу – 118-му (індекс 2,6) [7]. У таблиці наведені основні індикатори якості й конкурентоспроможності вітчизняного ринку капіталів протягом 2010–2016 рр. Отже, показники якості регулювання фондових бірж, доступності фінансових послуг і фінансування підприємств через локальний ринок капіталу впродовж аналізованого періоду завжди були вкрай низькими, на рівні найвідсталіших африканських і латиноамериканських країн. І така ситуація є незмінною з моменту формального утворення вітчизняного ринку капіталів.

**Таблиця. Динаміка індикаторів міжнародної конкурентоспроможності ринку капіталів України протягом 2010–2016 рр.**

Індикатори	2015/2016	2014/2015	2013/2014	2012/2013	2011/2012	2010/2011
Розвиток фінансового ринку	121/3,2*	107/3,5	117/3,5	114/3,5	116/3,4	119/3,3
Фінансування через локальний ринок капіталу	118/2,6	108/2,7	127/2,4	129/2,3	123/2,4	120/2,3
Доступність фінансових послуг	123/3,5	123/3,5	126/3,4	111/3,5	123/3,3	122/3,2
Регулювання фондових бірж	135/2,5	127/2,9	129/2,9	124/3,1	127/3,0	127/2,7
Усього країн у рейтингу	140	144	148	144	142	139

\* Перша цифра – місце в загальному рейтингу, після навскісної ризи – індекс.

Складено за: The Global Competitiveness Index 2015–2016. The World Economic Forum. URL: <http://widges.weforum.org/global-competitiveness-report-2015/>.

Як свідчать результати аналізу, наведені в таблиці, перманентні спроби Уряду України вдосконалити регулювання локального ринку капіталів не дають жодного позитивного ефекту щодо підвищення інвестиційної привабливості вітчизняного ринку та поліпшення умов його функціонування. Український фондовий ринок стикається з тими самими проблемами, що не розв'язуються. Зокрема, залишаються актуальними питання запровадження правових механізмів, спрямованих на запобігання інсайдерській торгівлі та маніпулюванню на ринку; побудови дієвої системи пруденційного нагляду за професійними учасниками ринку цінних паперів; створення умов для сек'юритизації фінансових активів; широкого залучення дрібних інвесторів; розвитку інфраструктури ринку фінансових послуг; узгодження інформації із формами фінансової звітності; вдосконалення систем контролю фондового ринку; розбудови національних біржової, депозитарної й розрахунково-клірингової систем із цінних паперів [5].

Для визначення напрямів реформування системи регулювання ринку капіталів в Україні з'ясуємо її будову. Ключовими елементами такої системи є органи, які регулюють ринок, законодавчі й нормативно-правові акти, що регламентують діяльність учасників ринку капіталів і функціонування ринкової інфраструктури, національні та міжнародні стандарти в цій сфері. Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР), котра забезпечує розроблення проектів регуляторних актів, аналізує регуляторний вплив на ринок і контролює його учасників. Інші державні органи (насамперед Антимонопольний комітет України, податкові органи, Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Національний банк України) контролюють діяльність учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень.

Інструменти системи державного регулювання ринку капіталів класифікуються на прямі й непрямі. Прямий вплив на ринок здійснюється через адміністративні важелі, котрі регламентують конкретні завдання та обмеження (або розширення) діяльності регулятора й суб'єктів ринку капіталу. Непряме регулювання реалізується за допомогою приватизаційної, податкової, бюджетної, грошово-кредитної, валютної, інвестиційної, страхової, зовнішньоекономічної політик. Застосовуючи ці інструменти, держава безпосередньо нічого не змінює в ринковому механізмі, а лише створює передумови для таких змін [4]. Із метою підвищення конкурентоспроможності вітчизняного ринку капіталів потрібно внести відповідні корективи в господарське й податкове законодавство, вдосконалити вітчизняні стандарти аудиту та нормативно-правові акти, що регулюють аудиторську діяльність, реформувати нормативні акти, котрі регламентують захист прав власності, тощо. Крім цього, слід запровадити механізми забезпечення прозорості структури власності оферентів фінансових послуг і порядок компенсації втрат інвесторів у разі виникнення проблем у оферентів. Для відновлення довіри до ринку варто створити прозорі, зрозумілі та однакові для всіх правила гри на ньому.

Унаслідок функціональної неспроможності системи регулювання вітчизняний ринок капіталів функціонує за однією з найгірших моделей, які характерні для країн, що розвиваються. В цьому контексті Т. Бек, Х. Казерер і Ш. Рапп наголошують, що фінансова система більшості країн із низькими доходами є банкоцентричною, а ринок капіталів – недорозвиненим і неліквідним. Зазвичай у таких країнах слабкі страхові компанії та інвестиційні фонди. Вплив останніх на ринок капіталів є мізерним [1]. Незадовільний стан системи регулювання ринку капіталів в Україні зумовлений його декларативним і неоднозначним законодавчим забезпеченням, недоліками в діяльності державних органів, його деформованою інфраструктурою.

Дефіцит регуляторного забезпечення функціонування ринку провокує порушення з боку фінансових посередників, інвесторів та споживачів капіталу. Слабкість системи регулювання ринку капіталів пов'язана з браком механізмів виявлення й нейтралізації фіктивних емітентів, фактів маніпулювання ринком та інсайдерської торгівлі. Через недосконалу систему регулювання й контролю ринку капіталів досить поширені випадки зловживання як на ринку загалом, так і в його окремих сегментах. До речі, на фондових ринках розвинутих країн використовувані в Україні шахрайські схеми (фіктивні продажі, корнери, пули тощо) не можливі через жорсткий контроль. Унаслідок маніпулювання ринком офіційні показники його капіталізації до 2015 р. систематично завищувалися. За оцінками НКЦПФР абсолютна величина торгів фіктивними цінними паперами на організованому ринку на початок 2015 р. становила близько 12 млрд грн (73 % обсягу ринку), а на неорганізованому – 311 млрд грн (62 %) [8].

Для подолання зазначених негативних явищ на вітчизняному ринку капіталів та недоліків у його регулюванні необхідний посилений контроль не

лише щодо емітентів і фінансових посередників, а й усіх інституцій, котрі утворюють інфраструктуру фондового ринку. У рамках системи державного регулювання передбачено контроль [9]:

- дотримання емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про нього, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією;

- додержання емітентами цінних паперів і особами, що здійснюють професійну діяльність на ринку, прав інвесторів;

- достовірності відомостей, які надаються емітентами й особами, котрі провадять професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;

- ціноутворення на ринку цінних паперів;

- діяльності осіб, що обслуговують випуск та обіг цінних паперів.

Для досягнення оперативних цілей регулювання ринку НКЦПФР наприкінці 2014 р. започаткувала комплекс заходів щодо підвищення довіри до вітчизняного ринку капіталів та його інформаційної ефективності. Протягом 2015–2016 рр. виконано велику роботу з очищення ринку від “сміттєвих” (токсичних) цінних паперів. Ідеться про виявлення фіктивних цінних паперів і капіталізації емітентів та інших зловживань, основними з яких є: торгівля фіктивними цінними паперами, маніпулювання цінами й ринком загалом. Маніпулювання цінами – це укладання угод купівлі-продажу одним або кількома учасниками ринку з метою зміни природної ринкової вартості цінного папера, а також фіксації та стабілізації його курсу. Маніпулювання ринком – це здійснення впливу на курсову вартість цінних паперів, що обертаються на ньому, за рахунок укладення коротко- й довгострокових угод великого обсягу [10]. У рамках очищення ринку регулятором припинено обіг акцій більш ніж 150 емітентів на загальну суму понад 500 млрд грн, щодо яких виявлено ознаки маніпулювання. За даними НКЦПФР, станом на кінець листопада 2016 р. за фактами маніпулювання цінами на фондовому ринку порушено 154 справи, по 65-и з них протягом 2016 р. ухвалено рішення. За результатами розгляду на винних накладено фінансові санкції на загальну суму 4,64 млн грн. Щодо вісьмох торговців цінними паперами застосовані санкції у вигляді анулювання ліцензій [11]. Загалом же в Україні діє більш як 300 торговців такими паперами. З огляду на незначну кількість їх емітентів і низьку якість виконання професійних функцій торговцями (переважна їх частина є основними генераторами недовіри до ринку), вважаємо за необхідне провести їх переатестацію та запровадити жорсткіші умови ліцензування.

У системі регулювання ринку капіталів особлива увага має приділятися дотриманню принципу превентивності, оскільки мета такого регулювання – запобігти зловживанням і порушенням, а не реагувати на них, коли вони вже сталися [5]. Своєчасному виявленню фактів маніпулювання ринком великою мірою сприяє неупереджена ідентифікація фіктивних цінних паперів. У цьому контексті на позитивну оцінку заслугоує затверджене

НКЦПРФ 10 липня 2015 р. Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності [12]. Щоправда, рішення про державну реєстрацію цього Положення скасоване на підставі наказу Міністерства юстиції України від 05.09.2016 № 2631/5 у зв'язку з потужним опором очищенню ринку з боку його окремих гравців. Однак НКЦПРФ на засіданні від 22 листопада 2016 р. схвалила нову редакцію Положення. Відповідність емітента щонайменше трьом ознакам фіктивності може стати підставою для включення його до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності, та припинення обігу його цінних паперів. На наш погляд, деякі з ознак, котрі є підставою для прийняття рішення про включення емітента до такого списку, є досить дискусійними. Йдеться про більш ніж трикратне перевищення капіталізацією емітента розміру чистого доходу від реалізації продукції, а також вартості його чистих активів.

В окремі періоди діяльності підприємств обсяги їхнього чистого доходу тимчасово знижуються. Проте учасники ринку можуть позитивно оцінювати перспективи діяльності емітента. За подібної ситуації капіталізація, цілком імовірно, істотно перевищуватиме чистий дохід і чисті активи підприємства. Стосовно чистих активів таке можливо в разі наявності значних прихованих резервів (наприклад, недооцінених активів чи переоцінених пасивів), а також коли ринок очікує на успішну реорганізацію або санацію суб'єкта господарювання. Крім того, час від часу підприємства опиняються у скруті, для подолання якої застосовується інструментарій антикризового менеджменту [13]. Інформація про це може позитивно сприйматися ринком із одночасним рефлектуванням у ціні активу. Однак зазначене не може бути підставою для включення такого підприємства до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності.

На наш погляд, для виявлення фіктивних цінних паперів важливо викрити факти маніпуляції зі звітністю емітентів. Як показує досвід, і вітчизняні, й міжнародні аудиторські компанії з різних причин не завжди здатні встановити такі факти. Тому НКЦПРФ повинна мати право проводити вибірково перевірку звітності емітентів цінних паперів на предмет її достовірності. Особливу увагу при цьому слід приділяти дотриманню принципів складання звітності за МСФЗ, зокрема принципу безперервної діяльності (*going concern*), котрий означає, що діяльність підприємства не буде зупинена протягом наступних 12 місяців.

Варто наголосити, що фондовий ринок України тривалий час був монополізований чинними національними фінансово-промисловими групами (ФПГ) та деякими іноземними ТНК і ФПГ, передусім із Російської Федерації. Тому на ринку могла діяти лише незначна частина реальних продавців цінних паперів. Пропозицій інвестиційних компаній, пенсійних фондів та інших фінансових структур, котрі реально мали б представляти інтереси міноритарних акціонерів на фондовому ринку, практично не було, як і дійсної конкуренції між інституційними інвесторами на галузевому й регіональному



рівнях [2]. Таким чином, системою регулювання ринку капіталів в Україні не виконувалося одне із засадничих завдань, котре полягає в запобіганні монополізації ринку та створенні умов для розвитку добросовісної конкуренції між його учасниками. На відміну від цього увага регуляторних органів на розвинутих ринках спрямована передусім на недопущення монопольного впливу, забезпечення дотримання принципів корпоративного управління, прозорості та зменшення трансакційних витрат. Таким чином, повноцінне регулювання ринку капіталів не можливе без реформування законодавчого забезпечення діяльності НКЦПФР.

За висновками фахівців МВФ українська нормативна база щодо маніпулювання на ринках і вимог до розкриття інформації емітентами цінних паперів має істотні прогалини, наслідки чого підсилюються відсутністю у НКЦПФР достатніх повноважень із нагляду, розслідування й забезпечення додержання законодавства. Вона не має можливостей виконувати взаємні зобов'язання через брак слідчих, правозастосовних повноважень, а також належної компетенції у сфері міжнародного співробітництва, що призводить до загальної непрозорості діяльності, а також поширення неправомірної поведінки на ринках, зокрема у вигляді емісії фіктивних цінних паперів і торгівлі ними [14]. Тільки за умови реформування законодавства в напрямі узгодження повноважень НКЦПФР із Принципами регулювання ринку цінних паперів Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) Україна зможе стати повноправною учасницею Багатостороннього меморандуму про взаємопорозуміння (БМВ) IOSCO. Без приєднання до БМВ вітчизняна система регулювання ринку капіталів залишається осторонь міжнародних процесів у цій сфері.

Приведення діяльності регулятора й регуляторних актів у відповідність із міжнародними стандартами передбачає дотримання широкого спектра норм, принципів і правил, котрі впорядковують діяльність регулятора, безпосередніх учасників ринку капіталів та інституцій, що їх обслуговують, таких як:

- Принципи регулювання ринку цінних паперів IOSCO.
- Принципи корпоративного управління, прийняті ОЕСР.
- Міжнародні стандарти фінансової звітності, прийняті Радою з міжнародних стандартів бухгалтерського обліку (IASB).
- Міжнародні стандарти аудиту, прийняті Комітетом з міжнародних стандартів аудиту та підтвердження достовірності інформації (IAASB).
- Принципи для інфраструктур фінансового ринку, прийняті СРМІ/IOSCO.

Зазначені принципи й стандарти повинні бути стратегічним орієнтиром для вдосконалення нормативно-правових актів України, що регулюють ринок капіталів. Окрім цього, вони є інструментом інтеграції локальних ринків капіталів у європейські та світові.

На сьогодні глобальний фінансовий ринок і навіть ринок ЄС доволі сильно фрагментовані, мають різну локальну структуру. Це пов'язано з відмін-

ностями в національних нормативно-правових актах про банкрутство, господарському законодавстві, з особливостями корпоративного управління та різними регуляторними вимогами. Крім цього, нерівномірний розвиток фінансових ринків у різних країнах зумовлений локальними особливостями розбудови ринкової інфраструктури. Саме тому члени ЄС проводять політику, спрямовану на гармонізацію й уніфікацію системи регулювання ринку капіталів і ринкової інфраструктури. Оскільки відповідно до Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” серед завдань державного регулювання цього ринку визначено інтеграцію в європейський і світовий фондові ринки, питання гармонізації нормативно-правового забезпечення функціонування ринку капіталів зі стандартами ЄС є для нашої держави надзвичайно актуальним [9]. Для досягнення окреслених стратегічних цілей необхідні комплексні й узгоджені реформи за багатьма напрямами. Зокрема, слід:

- привести нормативно-правове забезпечення діяльності Oferentів фінансових послуг у відповідність із директивами ЄС, у т. ч. імплементувати європейські регуляторні моделі й методології в процес здійснення наглядових функцій на ринку капіталів. Надалі необхідно запровадити моніторинг змін у законодавстві ЄС, що стосуються регулювання цього ринку. Потрібно налагодити оперативну адаптацію вітчизняних нормативно-правових актів до нововведень на рівні інтеграційного утворення;

- запровадити консолідований нагляд за діяльністю Oferentів фінансових послуг на основі передового досвіду ЄС і з урахуванням діяльності Європейської служби банківського нагляду (ЕВА), Європейського центрального банку, Європейської служби нагляду за ринком цінних паперів (ESMA) та Європейської служби нагляду у сфері страхування й недержавного пенсійного забезпечення (ЕІОРА). У цьому контексті слухними є ідеї про утворення єдиного мегарегулятора, наприклад шляхом злиття Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг і департаменту банківського нагляду Національного банку України, котрий виконуватиме тільки контрольні-наглядові функції, що помітно підвищить ефективність нагляду за дотриманням законодавства учасниками ринку [6]. Водночас НКЦПФР має залишатися незалежним регулятором;

- продовжити реформи в напрямі створення умов для вільного руху капіталів, у т. ч. за рахунок лібералізації контролю їх руху разом із забезпеченням прозорості структури власності Oferentів фінансових послуг;

- узгодити національні системи регулювання ринку капіталів із Принципами регулювання ринку цінних паперів ІОСКО;

- врахувати вимоги щодо звітності, зазначені в директивах та інших нормативних актах ЄС, у національних процедурах нагляду, в т. ч. поступово запровадити стандарти фінансової звітності згідно з таксономіями XBRL (*eXtensible Business Reporting Language*), що узгоджується з рекомендаціями ESMA, відповідно до яких з 2020 р. підприємства, чії акції котируються на біржі, мають надавати фінансову звітність у електронному форматі XBRL [15].

Щоправда, плани стосовно введення на рівні ЄС звітності в такому форматі неоднозначно сприймаються ринком. Так, експерти Німецького інституту акцій (DAI) критично оцінюють рекомендації ESMA починаючи з 2020 р. запровадити її для підприємств, цінні папери яких обертаються на біржі. На їхню думку, це призведе до відчутних додаткових витрат підприємств і підвищить ризики для емітентів. У свою чергу, інвестори й аналітики не виявляють особливого інтересу до такого нововведення [16]. Це означає, що витрати на запровадження нового формату звітності будуть більшими, ніж позитивний ефект щодо оптимізації фінансово-інвестиційних рішень. Водночас таку рекомендацію підтримує IASB.

Важливим стратегічним інструментом регулювання, котрий має сигналізувати інвесторам про якість активів, що обертаються на ринку капіталів, є кредитний рейтинг. Із теоретичної точки зору, він допомагає зменшити інформаційну асиметрію на ринку капіталів. Рейтингові агенції й фінансові аналітики є складовою інфраструктури ринку капіталів та повинні сприяти недопущенню конфліктів між принципалами й агентами, які виникають на ґрунті такої асиметрії. Відповідно до Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, давати відповідну оцінку мають право виключно вповноважені та/або міжнародні рейтингові агентства. Як інструмент державного регулювання ринку капіталів вони самі виступають об’єктом регулювання й нагляду, що, зокрема, передбачено Принципами регулювання ринку цінних паперів IOSCO. Так, згідно з принципом 22, регуляторна система повинна забезпечувати реєстрацію та поточний нагляд за рейтинговими агентствами, оцінки котрих використовуються в регуляторних цілях. Принцип 23 вимагає, щоб інші особи, які пропонують інвесторам аналітичні послуги або послуги з оцінки, підлягали нагляду й регулюванню відповідно до впливу їхньої практики на ринок [17].

Потреба в регулюванні діяльності рейтингових агентств і фінансових аналітиків зумовлена тим, що на ринку послуг, котрі вони надають, присутні недобросовісні оференти, котрі нерідко розкривають неякісну інформацію, зокрема підтверджують рейтинги токсичних активів та їх емітентів. Це спричинено конфліктом інтересів, що виникає на рівні рейтингових агентств: з одного боку, вони повинні забезпечувати об’єктивність і якість оцінок, а з другого – зацікавлені в максимізації кількості клієнтів та своїх доходів, тому час від часу присвоюють наперед узгоджені із замовником місця. Для розв’язання цього конфлікту та збільшення ролі рейтингових агентств у регулюванні ринку капіталів слід запровадити ефективні механізми контролю їхньої діяльності й посилити відповідальність за присвоєння необґрунтованих рейтингів. Важливим аспектом контролю дій оферентів рейтингових послуг має бути перевірка на адекватність методів, внутрішніх методик і регламентів, на основі яких встановлюються рейтинги. Діяльність рейтингових агентств і фінансових аналітиків повинна відповідати професійному кодексу й міжнародним нормам етики, а серед їхніх завдань має бути, крім іншого, виявлення фіктивних активів.

У ході реформування системи регулювання ринку капіталів слід приділити належну увагу саморегульним організаціям. Згідно з принципом 9 IOSCO, в регуляторній системі можуть використовуватися такі утворення, що мають окремі прямі повноваження з нагляду у відповідній сфері їхньої компетенції. Вони повинні підлягати нагляду регулятора й дотримуватися стандартів справедливості та конфіденційності при виконанні делегованих ним обов'язків [17]. Основними перевагами діяльності саморегульних організацій на ринку є розуміння його потреб, швидкість прийняття рішень, гнучкість, компетентність. Утім, в Україні, на наш погляд, роль таких організацій у розвитку ринку капіталів, унаслідок постійного конфлікту інтересів, дефіциту демократичності в прийнятті рішень, низької транспарентності та проблематичності імплементації рішень, є другорядною. Збільшення цієї ролі є стратегічним завданням системи регулювання ринку капіталів.

Відповідно до Індексу глобальної конкурентоспроможності, рівень розвитку фінансового ринку в Україні та якість його регулювання є одними з найгірших у світі. Дефіцити в системі регулювання ринку призвели до масштабних зловживань із боку його окремих учасників, що зумовило втрату довіри до нього та його занепад. Таким чином, система регулювання ринку капіталів потребує істотного вдосконалення. Для впорядкування заходів із реформування системи регулювання ринку капіталів їх доцільно класифікувати в розрізі стратегічних і оперативних цілей. Причому окремі заходи можуть слугувати досягненню обох типів цілей. Регуляторний процес повинен забезпечувати баланс між належним захистом інвесторів (споживачів фінансових послуг) і підтримкою конкурентоспроможності ринку капіталів. Реформування системи регулювання останнього має бути спрямоване на підвищення довіри до ринку, що є обов'язковою умовою його повноцінного запуску. На відміну від розвинутих країн, головною проблемою вітчизняного ринку капіталів є не так інсайдерська інформація, як засилля фіктивних активів і шахрайських маніпуляцій. Саме тому оперативною метою регуляторних та контрольних заходів є його очищення від цих активів і запобігання спробам маніпулювання цінами на окремі активи й ринком загалом. Оновлення ринку повинне передбачати також очищення його інфраструктури від недобросовісних інституцій і посадових осіб. Водночас варто уникати економічно невиправданих критеріїв визначення фіктивності емітентів та надати право регулятору перевіряти достовірність звітності останніх.

У стратегічному плані система регулювання ринку капіталів має бути інтегрована в міжнародний простір. Це комплексний процес, що включає приведення у відповідність із директивами ЄС і Принципами регулювання ринку цінних паперів IOSCO законодавчих та регуляторних актів; удосконалення нормативно-правового регулювання корпоративного управління; забезпечення ефективного нагляду за діяльністю рейтингових агентств, фінансових аналітиків, аудиторських компаній та інших інститутів, котрі формують інфраструктуру ринку. З метою його дієвого регулювання потріб-

но розробити відповідне методичне забезпечення для розрахунку рівня ліквідності, капіталізації цінних паперів, ставок останньої та дисконтування.

### Список використаних джерел

1. Beck Th., Kaserer Ch., Rapp M.-S. Beteiligungs und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven. *Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie*. 2015. 216 s. URL: <http://bmwi.de/DE/Mediathek/publikationen>.

2. Корнійчук О. Вплив макроекономічного середовища на розбудову конкурентоспроможності моделі фондового ринку України. *Ринок цінних паперів України*. 2007. № 1–2. С. 31.

3. Науменкова С. В., Мищенко С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах нової фінансової архітектури: монографія. Київ: Ун-т банк. справи НБУ, 2009. 384 с.

4. Стефанишин В. Розвиток державного регулювання і саморегулювання ринку капіталів в національній економіці України. *Формування ринкової економіки в Україні*. 2014. Вип. 33. Ч. 2. С. 111–116.

5. Терещенко Г. М. Напрями удосконалення системи державного регулювання ринку фінансових послуг. *Наукові праці НДФІ*. 2010. № 4 (53). С. 109–114.

6. Soros G. Die Krise des globalen Kapitalismus. Berlin: Alexander Fest Verlag, 1998. 300 s.

7. The Global Competitiveness Index 2015-2016. The World Economic Forum. URL: <http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2015/>.

8. Хромаєв Т. Як створити в Україні ефективний ринок капіталу. 2016. URL: [http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k\\_finansiv\\_pidpryjemstv](http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k_finansiv_pidpryjemstv).

9. Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: закон України від 30.10.1996 № 448/96-ВР. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/448/96-вр>.

10. Терещенко Г. М. Вплив асиметричності інформації на маніпулювання на ринку цінних паперів. *Наукові праці НДФІ*. 2007. № 1 (38). С. 56–62.

11. Інформаційне повідомлення Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг від 21.11.2016. URL: <http://nfp.gov.ua/news/1488.html>.

12. Положення про встановлення ознак фіктивності емітентів цінних паперів та включення таких емітентів до списку емітентів, що мають ознаки фіктивності: затв. рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 10.07.2015 № 980 URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z0861-15>.

13. Терещенко О. О. Антикризисний фінансовий менеджмент – вимога “нової економіки”. *Ринок цінних паперів України*. 2004. № 9-10. С. 25–32.

14. Ukraine: Technical Assistance Report-Regulation of Market Abuse and Issuer Disclosure Requirements / IMF. *Country Report*. 2016. No. 16/242, July. 38 p.

15. Consultation Paper on the Regulatory Technical Standards on the European Single Electronic Format (ESEF). 2015. September 25. URL: <https://www.esma.europa.eu/>.

16. Impact Assessment Questionnaire on the European Single Electronic Format (ESEF) / Deutsche Aktieninstitut, Positionspapier von 15.09.2014. URL: [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/positionspapiere/2014-09-15](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2014-09-15).

17. Objectives and Principles of Securities Regulation / IOSCO. URL: <https://www.iosco.org/>.

### References

1. Beck, Th., Kaserer, Ch., & Rapp, M.-S. (2015). Beteiligungs und Kapitalmarktfinanzierung im deutschen Finanzsystem: Zustand und Entwicklungsperspektiven. *Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie*. Retrieved from <http://bmwi.de/DE/Mediathek/publikationen> [in German].

2. Kornijchuk, O. (2007). Vplyv makroekonomichnoho seredov'ishha na rozbudovu konkurentospromozhnosti modeli fondovoho ry'nku Ukrainy' [The impact of the macroeconomic environment for the development of Stock Market of Ukraine competitive models]. *Ry'nok cinnny kh paperiv Ukrainy'* [Stock Market of Ukraine], 1–2, 31 [in Ukrainian].

3. Naumenkova, S. V., Mishhenko, S. V. (2009). *Rozvy`tok finansovoho sektoru Ukrayiny` v umovakh novoyi finansovoyi arkhitektury`* [The development of financial sector of Ukraine in the new financial architecture]. Ky`yiv: Universy`tet bankiv`s`koyi spravy` NBU [in Ukrainian].
4. Stefany`shy`n, V. (2014). Rozvy`tok derzhavnogo rehulyuvannya i samorehulyuvannya ry`nku kapitaliv v nacional`nij ekonomici Ukrayiny` [The development of state regulation and self-regulation of the capital market in the national economy of Ukraine]. *Formuvannya ry`nkovoyi ekonomiky` v Ukrayini* [Formation of a market economy in Ukraine], Vol. 33, Pt. 2, 111–116 [in Ukrainian].
5. Tereshhenko, H. M. (2010). Napryamy` udoskonalennya sy`stemy` derzhavnogo rehulyuvannya ry`nku finansovy`kh posluh [Ways of improvement of the financial services market state regulation system]. *Naukovi praci NDFI* [RFI scientific papers], 4 (53), 109–114 [in Ukrainian].
6. Soros, G. (1998). *Die Krise des globalen Kapitalismus* [The crisis of global capitalism] Berlin: Alexander Fest Verlag [in German].
7. The World Economic Forum. (n. d.). *The Global Competitiveness Index 2015–2016*. Retrieved from <http://widgets.weforum.org/global-competitiveness-report-2015/>.
8. Khromayev, T. (2016). *Yak stvory`ty` v Ukrayini efekty`vny`j ry`nok kapitalu* [To create an effective capital market in Ukraine]. Retrieved from [http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k\\_finansiv\\_pidpryjemstv](http://fef.kneu.edu.ua/ua/depts7/k_finansiv_pidpryjemstv) [in Ukrainian].
9. Verkhovna Rada of Ukraine. (1996). *Pro derzhavne rehulyuvannya ry`nku cinny`kh paperiv v Ukrayini* [About state regulation of securities market in Ukraine] (*Law No. 448/96-BP*, October 30). Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/448/96-вп> [in Ukrainian].
10. Tereshhenko, H. M. (2007). Vply`v asy`metry`chnosti informaciyi na manipulyuvannya na ry`nku cinny`kh paperiv [The impact of asymmetric information to manipulate the securities market]. *Naukovi praci NDFI* [RFI scientific papers], 1 (38), 56–62 [in Ukrainian].
11. The National Commission for State Regulation of Financial Services Markets. (2016, November 21). *Informacijne povidomlennya* [Release]. Retrieved from <http://nfp.gov.ua/news/1488.html> [in Ukrainian].
12. The National Commission for State Regulation of Financial Services Markets. (2015). *Polozhennya pro vstanovlennya oznak fikty`vnosti emitentiv cinny`kh paperiv ta vplyuchennya taky`kh emitentiv do spy`sku emitentiv, shho mayut` oznaky` fikty`vnosti* [Regulation on the establishment of fictitious securities issuers and inclusion of such issuers in the list of issuers that have signs of fictitious] (*Decision No. 980*, July 10). Retrieved from <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/z0861-15> [in Ukrainian].
13. Tereshhenko, O. O. (2004). Anty`kry`zovy`j finansovy`j menedzhment – vy`moha “novoyi ekonomiky`” [Crisis financial management – a requirement of the “new economy”]. *Ry`nok cinny`kh paperiv Ukrayiny`* [Stock Market of Ukraine], 9-10, 25–32 [in Ukrainian].
14. International Monetary Fund. (2016, July). *Ukraine: Technical Assistance Report-Regulation of Market Abuse and Issuer Disclosure Requirements. Country Report No. 16/242*. Washington, D. C.
15. European Securities and Markets Authority. (2015, September 25). *Consultation Paper on the Regulatory Technical Standards on the European Single Electronic Format (ESEF)*. Retrieved from <https://www.esma.europa.eu>.
16. Impact Assessment Questionnaire on the European Single Electronic Format (ESEF). (2014, September 15). *Deutsche Aktieninstitut Positionspapier*. Retrieved from [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/positionspapiere/2014-09-15](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/positionspapiere/2014-09-15).
17. International Organization of Securities Commissions. (n. d.). *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Retrieved from <https://www.iosco.org>.