

**Іваницька О. М.,**

доктор наук державного управління, доцент,  
завідувач відділу фінансових ринків

Науково-дослідного фінансового інституту  
Академії фінансового управління Міністерства фінансів України

## **ПРО КОНЦЕПЦІЮ УДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ БІРЖОВОЇ ТОРГІВЛІ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ**

*Запропоновано ключові положення Концепції удосконалення функціонування біржової торгівлі цінними паперами в Україні. Розкрито передумови запровадження Концепції, її мету та завдання, окреслено основні очікувані результати від її впровадження.*

Ключові слова: біржова торгівля, цінні папери, державна політика регулювання біржової торгівлі, технології біржової торгівлі.

Розвиток фондового ринку та біржової торгівлі України тісно пов'язаний зі станом економіки держави. Це відзначалось і в ювілейному виданні “Двадцатилетие Украинской фондовой биржи: итоги, уроки, задачи” за авторством В. В. Оскольського. Видатний діяч, який стояв у витоків створення фондового ринку в Україні, зауважує, що “...відсутність загальнонаціональної системи фондової торгівлі, яка б об'єднувала на уніфікованій основі усіх учасників ринку – це... найголовніша проблема фондового ринку, яка виникла в результаті недалекогоглядної державної політики у виборі пріоритетів формування та розвитку ринку цінних паперів в Україні”<sup>1</sup>.

Сьогодні держава має виважено підійти до формування концептуальних основ організованого сегмента ринку цінних паперів, чітко визначити цілі, завдання та пріоритети розвитку біржової діяльності.

Проблемі формування стратегічних засад державного регулювання біржової торгівлі в Україні присвячено низку наукових праць українських вчених, зокрема, роботи З. Г. Ватаманюка, О. М. Мозгового, В. В. Оскольського, С. Є. Шишкова, І. О. Школьник, І. В. Дорошенко та ін.<sup>2</sup> Є і розроблені уповноваженими державними органами концепції та проекти концепцій і програм розвитку фондового ринку та його окремих інструментів<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Оскольский В. В. Двадцатилетие Украинской фондовой биржи: итоги, уроки, задачи / В. В. Оскольский. – К. : Логос, 2011. – 243 с.

<sup>2</sup> Ватаманюк З. Г. Перспективи розвитку ринку цінних паперів в Україні / З. Г. Ватаманюк, О. В. Баула // Фінанси України. – 2007. – № 5. – С. 75–85; Шишков С. Є. Фондові біржі України: випробування кризою / С. Є. Шишков. – К. : Ін-т екон. та прогнозів. НАН України, 2011. – 206 с.; Дорошенко І. В. Сучасні теоретичні концепції розвитку фінансових ринків капіталу / І. В. Дорошенко // Ефективна економіка. – 2011. – № 2. – С. 37–42.

<sup>3</sup> Проект Програми розвитку фондового ринку України на 2010–2015 роки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>; Про схвалення Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів України на 2009–2013 роки : розпорядження Кабінету Міністрів України від 25.03.2009 № 316-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ligazakon.ua>.

Водночас потребує подальших уточнень та доповнень стратегія розвитку біржової торгівлі в Україні, з огляду на нові рішення і програми, прийняті міжнародними організаціями, що працюють на просторі міжнародного фондового ринку.

Мета статті полягає в окресленні основних концептуальних положень розвитку біржової діяльності в Україні в умовах інтернаціоналізації фінансової діяльності.

Визначимо основні уроки розвитку організованого фондового ринку в попередні періоди.

Помітне зростання обсягів торгівлі на фондовому ринку України. За останні 10 років вітчизняний фондовий ринок зріс майже у 15 разів. Протягом I півріччя 2011 р. обсяг біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі збільшився майже у 2,5 раза (на 66,7 млрд грн) порівняно з аналогічним періодом 2010 р. (46,93 млрд грн). Зростання обсягів торгів на фондовому ринку пояснюється збільшенням обсягів фінансових ресурсів, що інвестують у цінні папери українських емітентів як вітчизняні, так і іноземні інвестори, а також підвищенням вартості цінних паперів емітентів, з якими укладались угоди.

Збільшується частка біржі на первинному і вторинному ринках: частка біржового ринку за I–III кв. 2010 р. загалом зросла до 20,5 % (рис. 1). Продаж облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) становив 4,4 % усього обсягу реалізації на біржовому ринку. У I півріччі 2011 р. частка державних облігацій дорівнювала майже 35 % обсягу біржових контрактів з цінними паперами, що свідчить про активізацію державних зусиль щодо надходження коштів до Державного бюджету України<sup>4</sup>.

У 2010 р. порівняно з 2008 р. частка організованого ринку України зросла з 4,27 до 8,48 % відповідно (рис. 2).

Найбільші обсяги виконаних біржових контрактів у 2010 р. було зафіксовано з облігаціями внутрішньої державної позики – 60,86 млрд грн (46,39 % загального обсягу) та з акціями – 52,71 млрд грн (40,17 %). Ситуація майже не змінилась у I півріччі 2011 р.: частка державних облігацій у загальному обсязі виконаних контрактів становила 41,5 % (на первинному ринку – більше 98 %), а частка акцій – 30,7 % (на вторинному ринку – більше 41 %).

У розрізі сукупного обсягу операцій з цінними паперами в Україні традиційно найбільша частка належить виконанню контрактів з акціями, ОВДП та вексями. Зокрема, у IV кв. 2010 р. вони дорівнювали відповідно 33,5, 30 та 20,42 %. Обсяг проданих інвестиційних сертифікатів становив більше 36 млрд грн, або 7,2 %.

Як бачимо, відносна капіталізація ринку зростає та зменшується паралельно зі збільшенням та скороченням абсолютної вартості торгівлі відповідно. Так, якщо у 2007 р. цей показник дорівнював 78,3 % ВВП країни, то у період ринкового “дна” він зменшився до 15,9 %. Проте у 2010 р. спосте-

<sup>4</sup> Звіт ДКЦПФР протягом I півріччя 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>.

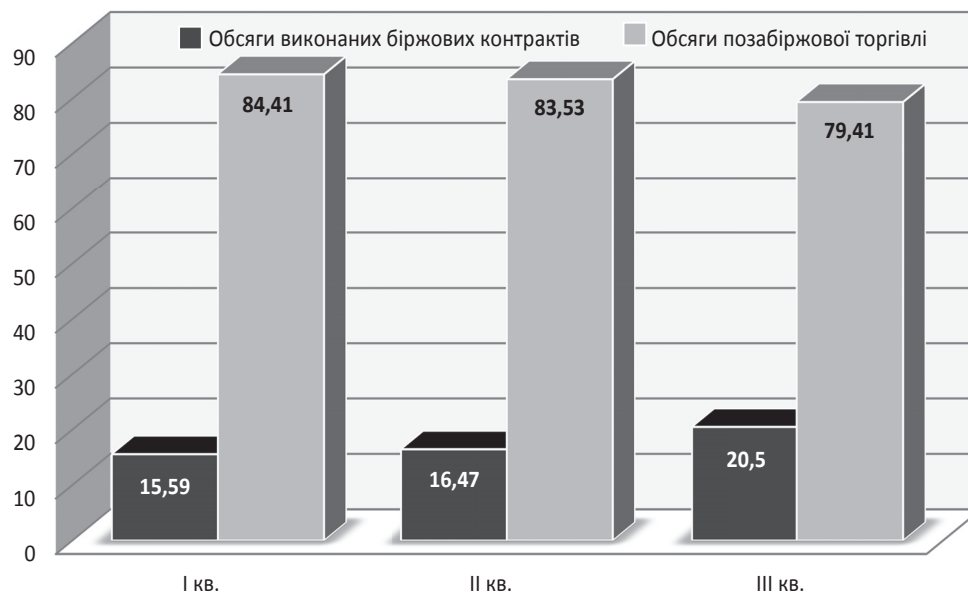


Рис. 1. Співвідношення розмірів біржового та позабіржового сегментів ринку цінних паперів протягом I–III кв. 2010 р.

Складено за: Статистичний щорічник України за 2007 рік / Держкомстат України. – К., 2008. – 572 с.; Статистичний щорічник України за 2008 рік / Держкомстат України. – К., 2009. – 568 с.; Статистичний щорічник України за 2009 рік / Держкомстат України. – К., 2010. – 567 с.



Рис. 2. Частка організованого ринку в загальному обсязі торгів

Складено за: Статистичний щорічник України за 2007 рік / Держкомстат України. – К., 2008. – 572 с.; Статистичний щорічник України за 2008 рік / Держкомстат України. – К., 2009. – 568 с.; Статистичний щорічник України за 2009 рік / Держкомстат України. – К., 2010. – 567 с.

рігалося відчутне поживлення динаміки вартості цінних паперів: абсолютна капіталізація зросла на 75 %, а відносна – на 7,35 в. п.

На фондовому ринку спостерігається поступове зростання ролі та значення приватних інвесторів. Зокрема, кількість рахунків фізичних осіб на “Українській біржі” (УБ) з початку 2011 р. збільшилася на 1 тис. – до 6 тис.,

а до кінця року цей показник, за прогнозами експертів, має сягнути 10 тис. Частка приватних інвесторів у загальному обсязі угод із цінними паперами на біржі дорівнює 25 %, а в загальній кількості угод – 40–45 %. На строковому ринку ці показники становлять 35 та 45–50 % відповідно. На біржі ПФТС фізичних осіб – трейдерів налічується близько 5 тис. Безперечно, така динаміка залучення фізичних осіб до біржової торгівлі є незадовільною: значно зменшується можливість акумулювання ринком вільних грошових коштів, які перебувають “на руках” у населення.

Наведена статистика демонструє значну волатильність ринку, нестабільність його роботи. Це, у свою чергу, свідчить про слабку безпеку організованого фондового ринку.

Загалом стан вітчизняного ринку цінних паперів характеризується такими рисами:

- незначною інвестиційною роллю фондового ринку (мала частка загального обсягу емісії здійснюється з метою залучення грошових коштів);
- низьким рівнем капіталізації фондового ринку;
- надмірною часткою торгівлі на неорганізованому ринку;
- низьким рівнем ліквідності фондового ринку;
- відсутністю потужних інституційних інвесторів;
- завищеною ставкою дохідності ОВДП та значною часткою нерезидентів, що їх тримають;
- низькою активністю інвесторів – фізичних осіб.

В інституційному розрізі зазначимо, що підвищується рівень конкуренції між різними організованими майданчиками. Лідерами біржового ринку у 2010–2011 рр. стали ФБ ПФТС, ФБ “Перспектива” та “Українська біржа”, зокрема за рахунок значного зростання торгів на цих біржах та їх часток, які за підсумками I півріччя 2011 р. становили: 33,97, 32,75 та 31,72 % ринку відповідно (рис. 3). Загалом у I півріччі 2011 р. близько 98 % біржових контрактів (договорів) зосереджено на зазначених трьох фондових біржах. Проте така концентрація торгів є небезпечною, зважаючи на високу частку іноземного капіталу в статутному капіталі біржі.

Значною залишається частка банків на біржі. За період II–IV кв. 2010 р. у загальній структурі торговців банки займають у середньому 23,1 % загального обсягу операцій, інвестиційні компанії – 21,9 %.

Якщо за обсягами договорів банки посідають друге місце, то за їх кількістю, яка відповідає такому обсягу, – останнє, що свідчить про більшу середню вартість кожного конкретного договору з продажу цінних паперів.

Підсумок аналізу біржової діяльності в інституційному розрізі можна сформулювати у вигляді таких положень:

- спостерігається нерівномірна активність на фондовому ринку різних організаторів торгівлі;
- активізація операцій на біржових майданчиках суттєво залежить від зовнішнього фінансування, зокрема російського капіталу;
- відбувається децентралізація фондової торгівлі;
- недостатній рівень прозорості ринку та недосконалість інформаційного забезпечення позначаються на роботі організаторів;

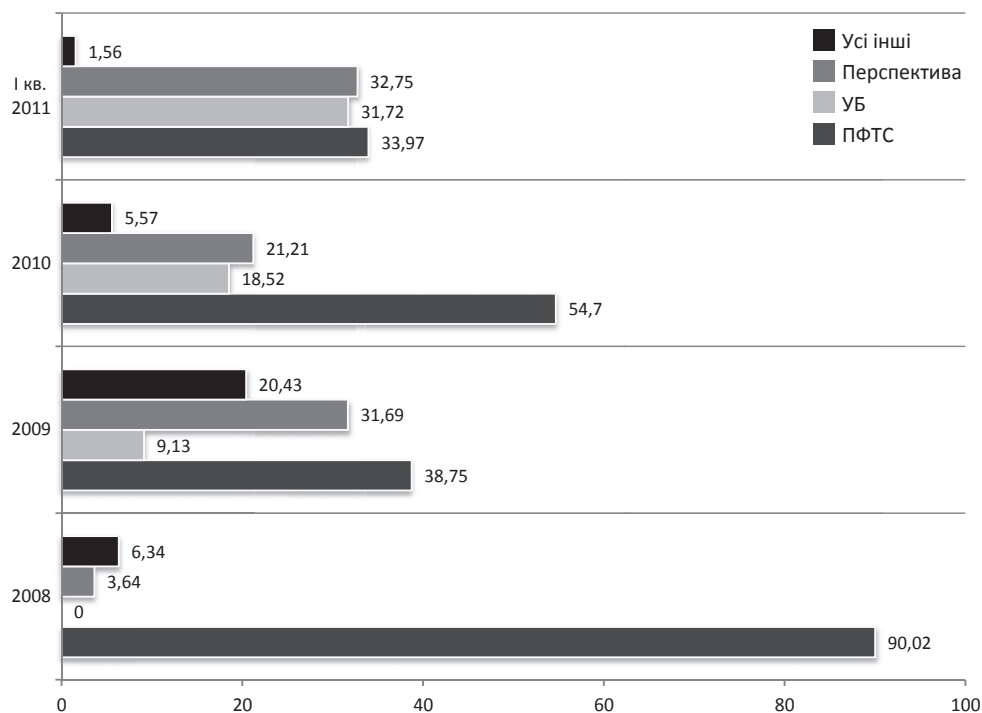


Рис. 3. Розподіл виконаних біржових контрактів з цінними паперами на організаторах торгівлі

Складено за: Статистичний щорічник України за 2007 рік / Держкомстат України. — К., 2008. — 572 с.; Статистичний щорічник України за 2008 рік / Держкомстат України. — К., 2009. — 568 с.; Статистичний щорічник України за 2009 рік / Держкомстат України. — К., 2010. — 567 с.

- істотну частку біржових операцій проводять банки, однак сума договорів не є великою;
- на стані біржових операцій негативно відбивається відсутність повноцінної депозитарної системи.

Як підсумок викладеного автор пропонує розроблену ним Концепцію удосконалення функціонування біржової торгівлі цінними паперами (далі — Концепція).

### КОНЦЕПЦІЯ УДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ БІРЖОВОЇ ТОРГІВЛІ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ

#### Загальні положення

Розвиток ринку цінних паперів має принципове значення для створення реальної ринкової економіки, оптимізації структурних перетворень і формування бази для розвитку внутрішнього інвестування. Водночас ринки цінних паперів є найбільш залежними від змін світової кон'юнктури ринку, чутливими до кризових явищ в економіці та часом виступають як їх

каталізатори, створюють головні загрози для надмірного збільшення віртуальної економіки та появи фінансових “бульбашок”.

Державна політика регулювання біржової діяльності в Україні як складова державної управлінської системи потребує нових ефективних механізмів формування та розвитку фондового ринку. Відсутність ефективної системи регулювання біржового ринку, повільне проведення структурних та фінансових реформ, а також модернізації технологій біржової торгівлі в умовах зростання національної економіки призводять до нівелювання ролі фондових ринків як вагомого фактора економічного зростання, неефективного використання фінансового потенціалу внутрішнього ринку та його ресурсів.

Є низка зовнішніх та внутрішніх факторів, які стримують розвиток ринку цінних паперів, зокрема:

- відсутність на сьогодні компенсаційних схем захисту прав інвесторів фондового ринку;
- нерозвинутість окремих інструментів фондового ринку, притаманних розвинутим економікам, зокрема похідних цінних паперів;
- потреба в кардинальному оновленні інституціонального підґрунтя для подальшого розвитку фондового ринку, зокрема розвитку єдиних правил і стандартів біржової діяльності, досягненні високого рівня конкурентності між учасниками ринку;
- незначний рівень активності фізичних осіб на ринку, низький рівень інформованості населення про можливості біржової торгівлі;
- брак надійних фінансових інструментів для інвестування;
- незначна кількість компаній з високим рівнем інвестиційних можливостей;
- недостатній рівень кадрового та наукового забезпечення оцінки ризиків, застосування моделей ціноутворення і вироблення стратегічних напрямів розвитку ринку;
- високий рівень волатильності ринку та його залежності від зовнішніх шоків;
- зavelикий обсяг позабіржової торгівлі;
- високий рівень трансакційних витрат;
- слабка матеріально-технічна база проведення торгів.

Ця Концепція встановлює засади, які мають бути покладені в основу державної політики розвитку біржової торгівлі та її відповідності міжнародним і європейським стандартам, основну мету, завдання і напрями розвитку на період до 2014 р. відповідно до головних стратегічних цілей розвитку країни, визначених у Програмі економічних реформ на 2010–2014 роки “Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава”.

### ***Мета, принципи та основні напрями розвитку***

Мета Концепції – визначення основних концептуальних засад формування нової парадигми функціонування фондового ринку та забезпечення розвитку біржової торгівлі в Україні.

Для цього необхідно вирішити такі завдання:

- підвищення ефективності нагляду та регулювання фондового ринку;
- підвищення рівня безпеки та ефективності функціонування систем розрахунку та клірингу;
- забезпечення прозорості та зрозумілості цін на послуги та продукти фондового ринку;
- полегшення системи взаємного доступу між українськими фондовими організаціями та світовими структурами, підвищення рівня рівня свободи вибору учасників фондового ринку;
- забезпечення іммобілізації та дематеріалізації цінних паперів;
- досягнення високих показників безпеки випуску, зберігання та трансферу цінних паперів;
- запровадження основних норм міжнародного Кодексу проведення клірингу та розрахунків;
- збільшення операційних потужностей для забезпечення всіх відповідних вимог;
- залучення фізичних осіб для здійснення операцій на фондовому ринку;
- зменшення трансакційних витрат;
- підвищення рівня капіталізації ринку;
- розширення доступу на ринок ІСІ.

*Принципи*, на яких буде ґрунтуватися розвиток біржової діяльності:

- вільний рух капіталів на території України;
- захист прав інвесторів;
- відповідність міжнародним нормам і стандартам біржової діяльності;
- прозорість діяльності учасників біржового ринку;
- економія витрат;
- несуперечливість техніко-технологічної платформи проведення біржової торгівлі платформам інших країн;
- підвищення ефективності державного регулювання та нагляду за біржовою діяльністю;
- конкурентність;
- наукова обґрунтованість.

#### ***Державна політика щодо розвитку біржової діяльності***

Державна політика розвитку біржової діяльності реалізовуватиметься за такими напрямками:

- посилення захисту інвесторів, удосконалення системи ліцензування біржової та посередницької діяльності;
- сприяння розвитку технічної бази проведення торгів, упровадження нових інформаційних технологій;
- посилення ролі Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку в здійсненні регулювання та пруденційного нагляду, розвиток форм і засад саморегулювання;
- залучення ІСІ та інвесторів – фізичних осіб до операцій на фондовому ринку;

- посилення відповідальності за розголошення інсайдерської чи конфіденційної інформації, подолання явища інформаційної асиметрії, запобігання маніпулюванню ринком.

### **Основні заходи з реалізації Концепції**

З метою реалізації Концепції необхідно:

- 1) *для підвищення захисту інтересів інвесторів та удосконалення системи ліцензування біржової та посередницької діяльності:*
  - створити Фонд гарантування вкладів інвесторів та захисту їх прав;
  - удосконалити порядок ліцензування діяльності учасників фондового ринку, зокрема брокерів, посередників, інших операторів ринку;
  - розробити основи взаємодії державних органів і саморегулювних організацій у напрямі вдосконалення діяльності на біржовому ринку страховиків, підвищити вимоги до джерел формування статутного капіталу;
  - запровадити методичку оцінки ділової репутації учасників фондового ринку;
  - удосконалити моніторинг діяльності учасників ринку та посилити контроль за дотриманням ними загальноприйнятих вимог і стандартів діяльності на фондовому ринку;
  - удосконалити систему пруденційного нагляду і контролю за ризиками в цій сфері;
  - привести у відповідність нормативно-правову базу регулювання діяльності учасників фондового ринку;
- 2) *для сприяння розвитку технічної бази проведення торгів:*
  - запровадити систему T2S (TARGET2-Securities) як IT-платформу для торгівлі облігаціями та акціями для інтеграції та гармонізації розрахунків на ринку цінних паперів у Європі;
  - удосконалити комунікативну систему взаємодії між центральним депозитарієм та іншими депозитаріями, а також реєстраторами, зберігачами та операторами ринку;
  - забезпечити прийняття норм міжнародного Кодексу проведення клірингу та розрахунків;
  - удосконалити інформаційно-технічне забезпечення он-лайн-режиму проведення торгів;
- 3) *для законодавчого забезпечення обігу різних інструментів фондового ринку:*
  - ухвалити Закон України “Про похідні цінні інструменти”;
  - розробити законопроект і прийняти Закон України “Про внесення змін до Закону України “Про цінні папери та фондову біржу” в частині впровадження в обіг нових інструментів” (зокрема, spin off, strips тощо);
  - забезпечити подальшу адаптацію законодавства України у сфері обігу цінних паперів до законодавства Європейського Союзу;
  - запровадити стимулюючу податкову політику для розвитку ринку деривативів та інших інноваційних інструментів фондового ринку;



- 4) для посилення ролі Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку (НКЦПФР, далі – Комісія) у здійсненні регулювання та пруденційного нагляду, розвитку форм і засад саморегулювання на фондовому ринку:
- передбачити можливість фінансової автономності діяльності Комісії;
  - розробити засади та сприяти підвищенню рівня взаємодії Комісії з іншими регуляторами фінансового ринку, Кабінетом Міністрів України, Міністерством фінансів України, іншими міністерствами та відомствами;
  - визначити засади забезпечення конкуренції на фондовому ринку;
  - сприяти концентрації фондового ринку шляхом здійснення операцій ліквідації, злиття та поглинання недієздатних організаторів торгівлі;
  - розробити законопроект і прийняти Закон України “Про саморегулівну організацію на ринку цінних паперів”;
- 5) для залучення ІСІ та інвесторів – фізичних осіб до операцій на фондовому ринку:
- запровадити стимулюючу податкову політику для залучення фізичних осіб на фондовий ринок;
  - передбачити умови кредитування фізичних осіб для здійснення операцій на ринку цінних паперів;
  - сприяти розвитку інтернет-трейдингу, посилити контроль за легітимністю здійснення фондових операцій на цій платформі;
  - запровадити посаду омбудсмена фондового ринку для покращання роботи зі зверненнями громадян;
  - визначити вимоги до оприлюднення інформації стосовно діяльності учасників і посередників фондового ринку в електронних і друкованих засобах масової інформації;
  - встановити нові вимоги до діяльності ІСІ на фондовому ринку;
- 6) для посилення відповідальності за розголошення інсайдерської чи конфіденційної інформації, подолання явища інформаційної асиметрії, запобігання маніпулюванню ринком:
- установити порядок оприлюднення інформації про результати торгів на організаторах біржової торгівлі;
  - сприяти виконанню норм чинного законодавства та забезпечити приведення вимог посилення відповідальності за розголошення інсайдерської інформації у відповідність до міжнародних стандартів;
  - розробити державну цільову програму інформування всіх учасників ринку про форми й інструменти маніпулювання ринком.
- Отже, визначено основні положення Концепції удосконалення функціонування біржової торгівлі цінними паперами, яка розроблена з урахуванням сучасних тенденцій розвитку світового фондового ринку загалом та організованої його частини зокрема.