

СЕКЦІЯ 7 ГРОШІ, ФІНАНСИ І КРЕДИТ

DOI: 10.32999/ksu2307-8030/2019-33-36

УДК 339.7

Бірюк С.О.

*кандидат економічних наук, доцент,
доцент кафедри міжнародних фінансів
ДВНЗ «Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана»*

ДІАЛЕКТИКА ФОРМУВАННЯ КОНКУРЕНТНОГО ЛАНДШАФТУ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ В КОНТЕКСТІ ЗАКОНОДАВЧИХ ІНІЦІАТИВ

У статті аналізується проблематика трансформації конкурентного ландшафту фондового ринку України. Охарактеризовано сучасну суб'єктну структуру національного ринку капіталів та можливості її переформатування під впливом потенційних змін у законодавстві. Визначено відповідність законодавчих ініціатив потребам учасників фондового ринку України та зарубіжній практиці його регулювання. Розкрито загрози для розвитку вітчизняного фондового ринку, які обумовлені змінами регуляторного режиму, та обґрунтовано заходи, спрямовані на нівелювання їх впливу.

Ключові слова: фондовий ринок, суб'єкти фондового ринку, фінансове посередництво, фінансові інституції, домогосподарства, фінансові інструменти.

Бірюк С.А. ДИАЛЕКТИКА ФОРМИРОВАНИЯ КОНКУРЕНТНОГО ЛАНДШАФТА НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ УКРАИНЫ В КОНТЕКСТЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫХ ИНИЦИАТИВ

В статье анализируется проблематика трансформации конкурентного ландшафта фондового рынка Украины. Охарактеризована современная субъектная структура национального рынка капиталов и возможности ее трансформации под влиянием потенциальных изменений в законодательстве. Определено соответствие законодательных инициатив потребностям участников фондового рынка Украины и зарубежной практике его регулирования. Раскрыты угрозы для развития отечественного фондового рынка, которые обусловлены изменением регуляторного режима, и обоснованы меры, направленные на нивелирование их влияния.

Ключевые слова: фондовый рынок, субъекты фондового рынка, финансовое посредничество, финансовые институции, домохозяйства, финансовые инструменты.

Biriuk Serhii. DIALECTICS OF COMPETITIVE LANDSCAPE FORMATION ON UKRAINIAN STOCK MARKET IN THE CONTEXT OF LEGISLATIVE INITIATIVES

This article deals with problematics of transformation of competitive landscape of stock market of Ukraine at the modern stage. The current subjective structure of national capital market, its key advantages and disadvantages are described. The reasons of absence of certain types of financial institutions in Ukraine and weak popularity of services of other financial intermediaries, as well as consequences of such processes for domestic financial sector and its ability to ensure the movement of capital in economics are highlighted. Evaluation of possibilities of reformatting of subjective structure of stock market under the influence of potential changes in legislation (through the adoption the basic Law of Ukraine "On Securities and Stock Market" in new version) is made. The compliance of proposed legislative initiatives to actual needs of participants of Ukraine's stock market of (first of all, investors and issuers) is determined. Also the influence of legislative changes on the savings-investment strategy of domestic households is disclosed. Comparison of potentially competitive landscape that will occur after possible changes in legislation, with the practice of regulating of capital market in economically developed countries is made. Threats for development of domestic stock market that are caused by changes in regulatory regime in the future are disclosed. In particular, in terms of functioning of "captive" financial institutions in Ukraine, irrational behavior of number of its participants, price manipulation, institutional and instrumental fragmentation, etc. Practical measures, including those of regulatory nature, aimed at leveling the possible negative influence of legislative initiatives on strategic development of Ukrainian stock market are justified.

Keywords: stock market, subjects of stock market, financial intermediation, financial institutions, households, financial instruments.

Постановка проблеми. Український фондовий ринок вкотре знаходиться на переломному етапі свого існування. Події, що відбувалися на ньому у 2014–2018 рр., стали ще одним підтвердженням того факту, що ми маємо справу з фондовим ринком транзитивної економіки з усіма суперечностями, що йому притаманні. Можна припустити, що у наступні кілька років відбуватимуться складні процеси, які визначатимуть формат функціонування українського ринку капіталів щонайменше у середньостроковій перспективі. Зважаючи на цей факт, об'єктивно постає питання про місце та роль держави у складних та неоднозначних трансформаціях вітчизняного ринку капіталів.

Як засвідчує досвід розвинених країн, саме в пост-кризові періоди держава має можливість за рахунок результативного використання регуляторного інструментарію суттєво вплинути на розвиток фондового ринку в кращий бік. Якраз із цих позицій слід оцінювати і появу концептуально нових проектів нормативних актів [1], спрямованих, за свідченням їх ініціаторів, на удосконалення регуляторної моделі фондового ринку України. В рамках однієї статті неможливо оцінити усі аспекти запропонованих нововведень. Вважаємо, що з погляду перспектив розвитку українського фондового ринку найбільш актуальним видається аналіз впливу законодавчих змін на його суб'єктну структуру та конкурентний

ландшафт. Адже саме в цій площині акумулюються як суттєві проблеми поточного розвитку та сконцентрований значний потенціал для реалізації сценарію масштабних змін.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблеми розвитку вітчизняного фондового ринку, а з ними і питання його суб'єктної характеристики аналізувалися в працях О. Барановського, Ю. Безручко, М. Бурмаки, О. Мозгового, Є. Редзюка, Т. Сіташ, Б. Стеценка, Г. Терещенко, Н. Шапрая, В. Шелудько, І. Школьник та ін. Проте, зміни, які відбуватимуться на законодавчому рівні можуть суттєво видозмінити вітчизняний фондовий ринок, призвести до зникнення одних його учасників та появи інших. В цьому контексті виникає потреба у аналізові таких трансформацій та оцінці їх потенційного впливу на ринок капіталів України.

Мета дослідження – визначити вплив законодавчих змін на перспективний конкурентний ландшафт та функціональність вітчизняного фондового ринку.

Виклад матеріалу дослідження та його основні результати. В контексті спрямування дослідження насамперед потребує уваги питання про сучасну структуру фондового ринку України, в т.ч. – конкуренцію на окремих його сегментах. Зазначимо, що чинним Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачено наступний підхід до окреслення учасників фондового ринку: «Учасники фондового ринку – емітенти (у тому числі іноземні) або особи, що видали неемісійні цінні папери, інвестори в цінні папери, інституційні інвестори, професійні учасники фондового ринку, об'єднання професійних учасників фондового ринку, у тому числі саморегулювальної організації професійних учасників фондового ринку» [2]. Очевидно, що такий підхід був визначений умовами, в який відбувалося обговорення та прийняття зазначеного законодавчого акту. Крім того його зміст був іманентний ситуації, що склалася на вітчизняному фінансовому ринку у 2005-2006 рр. Підкреслимо – тогочасне макроекономічне тло цілковито сприяло і позитивним тенденціями на ринку капіталів. Інша справа, що вони виявилися нестійкими, і з того часу відбулися кардинальні зміни. Надалі законодавством було деталізовано і підходи до окремих учасників, зокрема – емітентів, інвесторів і т.д. Не можна оминати увагою і той факт, що конкретизуючи групу інституційних інвесторів, вітчизняний законодавець наводить їх перелік, який суперечить іншим нормативно-правовим актам: «Інституційними інвесторами є інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), інвестиційні фонди, взаємні фонди інвестиційних компаній, недержавні пенсійні фонди, фонди банківського управління, страхові компанії, інші фінансові установи, які здійснюють операції з фінансовими активами в інтересах третіх осіб за власний рахунок чи за рахунок цих осіб, а у випадках,

передбачених законодавством, – також за рахунок залучених від інших осіб фінансових активів з метою отримання прибутку або збереження реальної вартості фінансових активів» [2]. Зрозуміло, що в світлі спеціального законодавства про інститути спільного інвестування [3] навряд чи можна вважати коректним віднесення до групи інституційних інвесторів взаємних фондів інвестиційних компаній. Тим більше спірною є згадка про інвестиційні фонди одночасно з інститутами спільного інвестування. Поява такої норми була спрямована на можливість діяльності закритих інвестиційних фондів та закритих взаємних фондів інвестиційних компаній, які були створені до 2001 року [4]. Проте, як свідчить статистика, такі фінансові інституції в Україні на сьогодні відсутні [5].

Особливий кластер суб'єктів вітчизняного фондового ринку складають професійні учасники. Нормативні підходи до регулювання професійної діяльності на фондовому ринку неодноразово змінювалися. На сьогодні зафіксовано підхід, у відповідності з яким до професійної діяльності відносять: діяльність з торгівлі цінним паперами, діяльність з управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність, діяльність з організації торгівлі цінним паперами на фондовому ринку, клірингову діяльність [2].

З позиції рестроспективного аналізу найбільших змін конкурентний ландшафт українського ринку капіталів зазнав у 2013-2016 рр. Такі процеси – прямий наслідок політичних, економічних та соціальних катаклізмів, що відбувалися в нашій державі у вказаному періоді. Проте аналіз причин суб'єктних трансформацій, що притаманні сучасному фондовому ринку, не повинен зводитися виключно до посилення на кризовий стан. Так, погоджуємося, що економічна криза була одним із ключових факторів змін у структурі фондового, ключовим, але не єдиним. Насамперед, акцентуємо на змінах, що відбулися у 2013-2017 рр. у структурі професійної діяльності на фондовому ринку (табл. 1).

Як видно з табл. 1, найбільш суттєві зміни відбулися в секторі обігу фінансових інструментів – кількість торговців цінним паперами та фондових бірж скоротилася приблизно на 50%. На наш погляд, такі тенденції зайвий раз свідчать про існування суттєвих проблем саме у цій царині. Маніпулятивні угоди, засилля не біржового сегменту, опортунізм торгових стратегій, наявність значної кількості «кептивних» учасників торгів – все це невід'ємні ознаки сфери обігу фінансових інструментів в Україні. Як оцінювати зазначені тенденції? На наш погляд, незважаючи на усю їх суперечливість, в більшій мірі позитивно. Адже протягом багатьох років ні фондові біржі, ні торговці цінним паперами не змогли спільними зусиллями сформувати ефективний та транспарентний біржовий ринок цінних паперів. Багато з них спрямовували свою діяльність не обслуговування різноманітних схем, реалізували ірраціональні бізнес-

Таблиця 1

Кількість професійних учасників фондового ринку України у 2013-2017 рр., %

№ з/п	Професійні учасники	2013	2014	2015	2016	2017	Приріст/падіння 2017/2013, %
1	Торговці цінними паперами	554	462	369	302	270	-51,2 %
2	Депозитарні установи	316	306	255	232	210	-33,5 %
3	Компанії з управління активами	349	345	320	300	299	-14,32
4	Особи, що провадять клірингову діяльність	1	1	1	1	1	0
5	Фондові біржі	10	10	10	8	5	-50,0 %

Джерело: складено автором за [6]

стратегії. В підсумку – не змогли функціонувати в кризових умовах та припинили свою діяльність.

Не менші трансформації відбувалися і у інвестиційному секторі України. Для аналізу ми обрали ІСІ, НПФ, страхові компанії, фінансові компанії та банки (рис. 1):

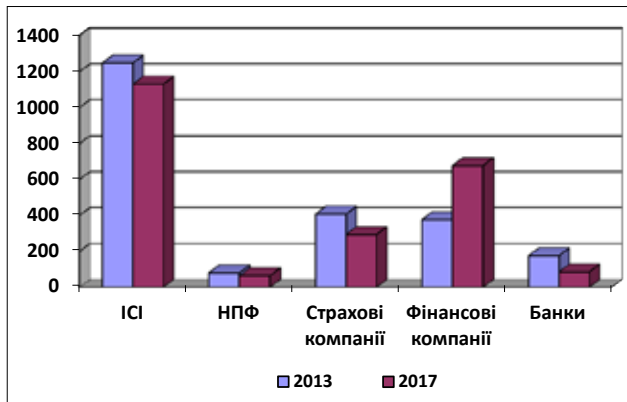


Рис. 1. Кількість окремих груп учасників фондового ринку у 2013 та 2017 рр., станом на кінець року, од. Джерело: складено за [7–8]

З погляду до кризової сегментації вітчизняного фондового ринку, найбільш суттєвими за впливом були зміни у банківському та страхових секторах. Зменшення кількості НПФ не відіграло суттєвої ролі, оскільки такі фінансові інституції відіграють другорядну роль у вітчизняному фінансовому секторі. Складно проігнорувати різке зростання кількості фінансових компаній в Україні. З нашої точки зору, таким тенденціям є цілком очевидні пояснення – в період колапсу банківської системи суттєво ускладнилася процедура надання окремих банківських послуг. Відповідно, фінансові компанії певним чином «замістили» банки на окремих сегментах фінансового ринку. Привертає увагу і відносна стійкість (у порівнянні з іншими секторами) інститутів спільного інвестування, кількість яких лише скоротилася, а фінансовий потенціал навіть зріс у порівнянні з докризовим періодом.

Втім, будь-який аналіз суб'єктної структури вітчизняного фондового ринку має враховувати той факт – на протязі усіх років незалежності функціональність цього сегменту була надзвичайно низькою, а зв'язок з реальним сектором економіки – мінімальним.

У зв'язку з цим, виникає об'єктивне питання: «Які новації запропоновані у проектному законодавстві та яким чином вони змінять конкурентний ландшафт на вітчизняному фондовому ринку?». Ключовими, на наш погляд, є наступні пропозиції, які потребують обговорення:

1. Насамперед слід звернути увагу на пропозицію авторів законопроекту виокремити на ринку капіталів два сегменти – фондовий ринок (на якому відбувається випуск та обіг цінних паперів)¹ та ринок деривативів, на якому формуються відносини щодо укладання та виконання деривативів та правочинів щодо них. Концептуальна різниця з діючим законодавством – виділення в проєкті в окремий сегмент ринку деривативів. Зазначений підхід має як свої переваги, так і недоліки. З одного боку, очевидною на третьому десятилітті незалежності є потреба у запровадженні регулювання ринку деривативів. Навряд чи можна визнати ефективним

підхід, коли норми щодо деривативів в Україні розпорошені серед значної кількості нормативно-правових актів [9–10]. З іншого, розвиток деривативів в нашій державі має бути заснований насамперед на активізації та прозорості процесів торгівлі на ринках, де обертаються основні базові активи для деривативів – фондовому, валютному, товарних.

2. Серед учасників фондового ринку автори законопроекту виділяють таких специфічних суб'єктів як адміністраторів, якими є юридичні особи, які діють від свого імені та в інтересах власників випуску облігацій [1]. Представляє інтерес питання щодо застосування механізму адміністраторів в процесі випуску та обігу корпоративних облігацій. Очевидно, що головна мета таких новацій – намагання посилити рівень захисту прав інвесторів у боргові цінні папери. Зважаючи, що у законопроекті адміністраторам надається доволі широкий спектр повноважень, зазначені цілі потенційно можуть бути реалізовані. Проте виникають і додаткові ризики: по-перше, реалізація адміністратором своїх функцій призведе до ускладнення процедури випуску та обігу облігацій, що певним чином може відобразитися і на обіговості та ліквідності таких фінансових інструментів; по-друге, включення в процедуру облігаційного випуску адміністратора, на наш погляд, потенційно призведе до додаткових емісійних витрат та подорожчання вартості боргового капіталу для емітента.

3. Надзвичайно важливі наслідки для вітчизняного фондового ринку матиме поділ інвесторів на дві групи – кваліфіковані інвестори та некваліфіковані інвестори. Ключова ціль такого поділу – встановлення обмежень для некваліфікованих інвесторів щодо здійснення правочинів з цінними паперами. В підсумку це позитивно впливатиме на ринок через зниження ризиковості операцій в першу чергу фізичних осіб з фінансовими інструментами. З іншого боку, законопроектом передбачено жорсткі критерії для юридичних осіб, які не є професійними учасниками ринку, щодо відповідності кваліфікованого інвестора. Їх застосування потенційно може призвести до виходу з ринку непрофесійних учасників, які не відповідають зазначеним критеріям. На наш погляд, визнаючи в цілому корисність запропоновано підходу до поділу інвесторів на кваліфікованих та некваліфікованих, слід «пом'якшити» критерії відповідності для непрофесійних учасників фондового ринку.

4. В законопроекті пропонується суттєво розширити види професійної діяльності з торгівлі фінансовими інструментами [1], включивши до неї: суб-брокерську діяльність; брокерську діяльність; дилерську діяльність; діяльність з управління портфелем фінансових інструментів; інвестиційне консультування; андеррайтинг з гарантією продажу; андеррайтинг без гарантії продажу; діяльність з організації торгівлі на БТС; діяльність з організації торгівлі на ОТС. З нашої точки зору, така позиція має як переваги так і недоліки. Зокрема, очевидним позитивним кроком є розширення спектру операцій для професійної діяльності з торгівлі фінансовими інструментами за рахунок інвестиційного консультування. Інша справа, що у цьому випадку виникає питання про результативність такого консультування та ступінь відповідальності професійного учасника за надані рекомендації. Навряд чи можна погодитися з необхідністю поділу андеррайтингу на два підвиди. Такий поділ є об'єктивним та не вимагає додаткової деталізації на рівні законодавства, навіть у випадку, коли висуваються різні вимоги до особи, що провадить професійну діяльність.

¹ Фактично, в такому підході дефініції «фондовий ринок» та «ринку цінних паперів» є тотожними.

5. З точки зору стратегічних перспектив розвитку вітчизняної економіки важливим кроком має бути поступова синхронізація процесів на товарних та фондових ринках. Саме в цьому контексті слід розглядати пропозиції щодо функціонування в Україні багатосторонніх та багатосторонніх торговельних систем (БТС), організованих торговельних систем (ОТС). Фактично, концепція організованого сегменту включатиме в себе регульовані ринки (фондові ринки та ринки деривативів), БТС (фондова БТС, БТС деривативів, товарна БТС та БТС грошового ринку) та ОТС.

Висновки. Існуюча на сьогодні суб'єктна структура фондового ринку не відповідає актуальним вимогам часу та є стримуючим фактором щодо його розвитку. Швидкі та ефективні зміни повинні базуватися окрім усього і на законодавчій базі. Чинний Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» має надзвичайно велику кількість «білих плям» і не охоплює всього спектру економічних та правових відносин, що можуть формуватися на сучасному ринку капіталів. Відповідно, на часі його реформатування. Проте, як неодноразово засвідчували події у вітчизняній економіці, в процесі імплементації законодавства виникають масштабні ризики, в т.ч. – і впливу різноманітних лобістських груп. Запропонований у законопроекті підхід до конкурентного ландшафту українського ринку капіталів безперечно є прогресивним. Головна мета – уникнути надмірного регуляторного впливу на фондове середовище, і разом з тим – не допустити «вихолощення» важливих та своєчасних законодавчих новацій.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів : проект Закону України / Верховна Рада України. URL: <http://zakon4.rada.gov.ua> (дата звернення: 22.12.2018).
2. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (дата звернення: 22.12.2018).
3. Про інститути спільного інвестування : Закон України від 5 липня 2012 р. № 5-80-VI / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/ru/5080-17> (дата звернення: 22.12.2018).
4. Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії : Указ Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94 / Президент України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/55/94> (дата звернення: 22.12.2018).
5. Ринок у цифрах / Українська асоціація інвестиційного бізнесу. URL: <http://www.uaib.com.ua> (дата звернення: 22.12.2018).
6. Річні звіти НКЦПФР. URL: <http://www.nssmc.gov.ua> (дата звернення: 22.12.2018).
7. Статистика / Національний банк України. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення: 22.12.2018).
8. Огляд ринків / Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. URL: <http://www.nfr.gov.ua> (дата звернення: 22.12.2018).
9. Про затвердження Положення про вимоги до стандартної (типової) форми деривативів : Постанова Кабінету Міністрів України від 19 квітня 1999 р. № 632-99-п / Кабінет Міністрів України. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/632-99-%D0%BF> (дата звернення: 22.12.2018).
10. Податковий кодекс України : Закон України від 2 грудня 2010 р. № 2755 / Верховна Рада України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17> (дата звернення: 22.12.2018).