12. Стандарты управления проектами. – Режим доступа : http://info.pm-club.org/standarty.

13. Україна: перспективи розвитку : консенсус-прогноз. – 2010. – Вип. 25. – 28 с. – Режим доступу : www.me.gov.ua/control/uk/publish/category/main?cat_id=73499.

14. Управління інноваційними проектами та програмами. Методологія : МФУ 75.1 – 00013480 – 29.12:2010 / [Ф. О. Ярошенко, С. Д. Бушуєв, А. І. Мярковський та ін.] ; Стандарт Міністерства фінансів України. – К., 2010. – 44 с.

15. *Федулова Л. І.* Форсайт: сучасна методологія технологічного прогнозування / Л. І. Федулова // Економіка і прогнозування. – 2008. – № 3. – С. 106–119.

Надійшла до редколегії 26.12.2012 р.

УДК 35: 336.761

О. В. КІКТЕНКО

НАПРЯМИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

***В**изначено напрями розвитку фондового ринку з боку держави, обґрунтовано державне регулювання підвищення рівня прозорості фондового ринку, розглянуто розвантаження накопичених системних проблем фондового ринку.*

Ключові слова: фондовий ринок, державне регулювання, ефективність, розвиток, діяльність, відновлення, інфраструктура, функціонування, держава.

***I**n this article the Capital Market Development of the state, justified government regulation increased transparency stock market considered unloading accumulated systemic problems in the stock market.*

Key words: stock market, government regulation, efficiency, development, operation, recovery, infrastructure and functioning of the state.

Прозорість фондового ринку – ключове слово, яке сьогодні зустрічається у програмних документах різних країн і міжнародних інституцій. Дотримання принципу прозорості фондового ринку стає вже не науковою абстракцією, а реальною практикою в розвинутих країнах. Водночас, в Україні поширюються зворотні явища – порушення прав громадян і суб'єктів підприємництва на доступ до інформації щодо стану фондового ринку, численні змови професіоналів ринку, поширення явищ інформаційної асиметрії. Отже, виникає завдання привести відповідно до потреб ринкової практики інституціональну

основу діяльності фондового ринку та його учасників, а також забезпечити його належну реалізацію.

Дотрейдингова прозорість передбачає доступ до інформації про ціни та обсяги цінних паперів до здійснення торгів на фондових ринках, вона тісно пов'язана з розкриттям інформації про емітенти і професіоналів ринків. Основні акценти при формуванні засад дотрейдингової прозорості робляться на вдосконаленні корпоративного управління, установлення правових засад діяльності професіоналів ринку, полегшення процедур доступу до інформації. Посттрейдингова прозорість фондового ринку забезпечується розкриттям інформації про ціни та обсяги торгів цінними паперами, що вже мали місце. Вона означає передусім, що весь процес торгів є "чистим" за процедурами і відбиває ринкові закономірності попиту і пропозиції, а після здійснення торгів уся інформація стає доступною для широкого загалу. Водночас, ця категорія показує ступінь організації роботи організованого ринку.

У процесах забезпечення прозорості фондового ринку важливо досягти потрібного компромісу. Повна непрозорість ринку стримує інвесторів і робить ринок неефективним. З іншого боку, вимога надмірного відкриття інформації заганяє емітентів і професіоналів ринку на "чорний" або "сірий" ринок, стимулює надмірний розвиток позабіржової торгівлі. Як визначає Орган регулювання фінансових послуг Великої Британії (Financial Services Authority – FSA), "прозорість має трактуватись як помічник у справі досягнення ринкової ефективності та захисту інвесторів, однак не покласти їм край. Максимум прозорості не означає досягнення її оптимуму" [2].

Державна політика розвитку фондового ринку, як і будь-яка інша сфера регулювання, має свої особливості, які знайшли відображення в численних публікаціях відомих українських і зарубіжних авторів. Серед плеяди відомих учених, що займалися питаннями регулювання фінансового ринку, необхідно зазначити В. Гейця, І. Лютого, В. Мельника та ін.

Мета даної роботи є визначити напрями розвитку фондового ринку з боку держави, обґрунтувати державне регулювання підвищення рівня прозорості фондового ринку, розглянути розвантаження накопичених системних проблем фондового ринку.

У реформування вітчизняного фондового ринку, насамперед, має бути покладена робота із розвантаження накопичених системних проблем, до яких зокрема потрібно віднести:

1) нерозвиненість і диспропорційність у структурі фондового ринку;

2) посилення спекулятивного й короткострокового характеру основних операцій, які здійснювалися на українських фондових біржах;

3) посилення негативного зовнішнього впливу на вітчизняний фондовий ринок.

Одним із ключових документів, який має бути покладений в основу концепції реформування фондового ринку, є Програма розвитку фондового ринку України на 2011 – 2015 роки (далі – Програма). Зазначимо, що дія такої Програми дозволить системно підійти до вирішення багатьох проблем,

що зазначені вище. Водночас деякі положення документу прописані не зовсім вдало та потребують доповнення.

Одним із напрямів розвитку фондового ринку, як це зазначено у Програмі, є збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку. Запровадження в українське законодавство найкращих практик і стандартів корпоративного управління доповнити пунктом: "запровадження в українське законодавство та практику правозастосування європейських стандартів". Стосовно стимулювання розвитку іпотечних цінних паперів через розширення їх пропозиції та вдосконалення ринкової інфраструктури, зокрема шляхом посилення ролі Державної іпотечної установи на вторинному іпотечному ринку, розширення її функцій як оператора вторинного іпотечного ринку доцільно доповнити пунктами: для подолання надмірної валютизації, розриву ліквідності та обмеженості ресурсної бази запровадити використання житлово-контрактних заощаджень шляхом врахування їх у проект Закону України "Про Житлові будівельні заощадження в Україні"; запровадити формування емітентами структурованих іпотечних облігацій спеціальних резервних фондів

Другим напрямом розвитку фондового ринку, як це зазначено у Програмі, є вдосконалення ринкової інфраструктури та засад саморегулювання, забезпечення їх надійного і ефективного функціонування. Засади саморегулювання не можуть "ефективно функціонувати", а на фондовому ринку передусім важливо забезпечити надійність фінансової інфраструктури, оскільки сам фондовий ринок являє собою елемент ринкової інфраструктури.

Із назви напряму і проблематики виділено такі завдання: консолідація біржової системи фондового ринку; модернізація депозитарної системи України, системи клірингу та розрахунків за договорами щодо цінних паперів; підвищення вимог до професійної діяльності та якості послуг, що надаються на фондовому ринку; удосконалення саморегулювання на фондовому ринку.

Основними проблемами фондового ринку окреслена проблема "слабкої взаємодії фондових бірж з інституціями виконання біржових договорів". Отже, вдосконалення фінансової інфраструктури має передбачати державний вплив на формування якісно нової правової основи здійснення та оформлення операцій на фондовому ринку. Це, зокрема, обумовлено і в міжнародних документах, зокрема в матеріалах Комітету фінансової стабільності [3]. Отже, першим завданням, яке в межах розвитку фінансової інфраструктури має бути поставлене, може мати таку редакцію: "реформування інституціональної основи виконання біржових операцій".

В умовах невизначеності в депозитарній системі та невирішення питання щодо набуття статусу центрального депозитарію претендентами на модернізацію депозитарної системи України не варто поєднувати ці два важливі напрями. Отже, завдання – модернізація депозитарної системи України – може бути самостійним напрямом, в якому мають бути вирішені питання створення Центрального депозитарію цінних паперів, визначення принципів і механізмів його функціонування; визначення аспектів його взаємодії з Міжнародною

організацією комісій з цінних паперів (IOSCO), Міжнародним центральним депозитарієм цінних паперів (International Central Securities Depository (ICSD)), Європейською групою центрального депозитарію цінних паперів (European Central Securities Depository Group), Асоціацією з євроазійських центральних депозитаріїв цінних паперів (Association of Eurasian Central Securities Depositories) та іншими структурами.

Важливим напрямом поглиблення реформ фінансового сектора України є упорядкування питання щодо центрального депозитарію, зокрема щодо визначення консолідуючої структури на основі державного Національного депозитарію України. Загальносвітова практика засвідчує, що в розвинених країнах, як правило, існує єдиний депозитарій, і зазвичай він знаходиться у приватній власності. Так, для розвинених країн ЄС найбільш застосованою моделлю є організація єдиного центрального депозитарію цінних паперів, при цьому для країн, з менш розвиненими фінансовими ринками характерним є утримання двох та більше зберігачів цінних паперів (табл.).

Таблиця

Модель організації центральних депозитаріїв цінних паперів у країнах ЄС [4]

Депозитарій	*100 % приватна власність*	*Менше, ніж 50 % знаходиться в приватній власності (Центральний банк – основний власник)*	*100 % державна власність*
Країни з єдиним центральним депозитарієм			
Єдиний центральний депозитарій цінних паперів	Австрія, Данія, Естонія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Італія, Люксембург, Голландія, Швеція, Велика Британія	Латвія, Люксембург	Кіпр, Мальта
Країни з двома центральними депозитаріями			
Єдиний центральний депозитарій для корпоративних цінних паперів і єдиний депозитарій центрального банку для державних цінних паперів	Бельгія, Греція, Ірландія, Латвія, Португалія, Румунія, Словаччина, Словенія,	Болгарія, Польща	–

Також у країнах ЄС існують окремі випадки організації центральних депозитаріїв цінних паперів. Так, Чехія має три депозитарії (два приватні депозитарії – для корпоративних цінних паперів, один – у власності центрального банку для державних цінних паперів). Іспанія володіє чотирма приватними депозитаріями (для корпоративних і державних цінних паперів одночасно), в яких частка центрального банку складає 5 %.

У країнах, що розвиваються, застосовуються різні моделі організації центральних депозитаріїв цінних паперів. Так, чотири країни в СНД мають єдиний центральний депозитарій для корпоративних і державних цінних паперів; у Грузії і Молдові центральний депозитарій на 100 % приватний, у Казахстані – на 51 % приватний (49 % у власності Центрального банку), в Білорусі – 100 % державна власність. РФ має два депозитарії для корпоративних і державних цінних паперів; один з них на 100 % приватний, інший приватний, але із значною часткою власності Центрального банку (менше 50 %). Серед інших країн, що розвиваються, Аргентина, Бразилія, Чилі й Південна Корея мають єдиний 100 % приватний центральний депозитарій.

Важливо зазначити переваги єдиного депозитарію, які полягають в економії за рахунок масштабу від величезної маси транзакцій, що створює позитивні умови для консолідації функцій управлінських підрозділів ринку цінних паперів (зниження вартості), а також консолідації функцій депозитарію і клірингу, які дозволяють знизити ризики. В Україні вже сформувалось усвідомлення того, що транспарентність фондового ринку є необхідною умовою його розвитку. Напрацьована і відповідна нормативно-законодавча база, яка врегульовує питання прозорості фондового ринку. Зокрема, у Господарському кодексі України, Законах України "Про цінні папери та фондовий ринок", "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні", "Про акціонерні товариства" та багатьох інших розкриттю інформації на фондовому ринку присвячено статті і навіть розділи. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку розробила і затвердила численні нормативні акти із зазначених питань [1].

Основні заходи щодо підвищення рівня прозорості роботи фондового ринку та його основних учасників не завжди відображають наявні проблеми та доцільні шляхи їх вирішення. По-перше, практично відсутні положення, які б урегульовували питання посттрейдингової прозорості. Зокрема, йдеться про вчасність реалізації посттрейдингових процедур оформлення договорів та їх відображення в інформації про роботу організованого ринку цінних паперів.

По-друге, помітна непослідовність ДКЦПФР України щодо здійснення кроків у напряму підвищення прозорості фондового ринку. Зокрема, йдеться про зміни до Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів (здійснені рішенням ДКЦПФР від 30 жовтня 2009 р. № 1355), згідно з якими дія нормативного акту поширюється лише на емітентів, які здійснили відкрите (прилюдне) розміщення цінних паперів, а також на відкриті (публічні) акціонерні товариства, які здійснили перше закрите (приватне) розміщення акцій. Отже, всі емітенти, які здійснювали лише закрите розміщення цінних паперів, більше не надають інформацію про свою діяльність у ДКЦПФР, а також не оприлюднюють звітність у загальнодоступній базі даних комісії та офіційних виданнях. Безперечно, це рішення продемонструвало відсутність системності та поступовості у вирішенні проблеми транспарентності ринку, а також високий рівень політизованості системи управління ринком.

По-третє, деякі визначення і рішення щодо управління процесом забезпечення прозорості фондового ринку не узгоджуються із загальноприйнятою міжнародною та європейською практикою.

Вирішення проблеми державного регулювання функціонування фондового ринку має бути покладено програмно-цільовий підхід, який передбачає врахування ключових напрямів, окреслених Програмою економічних реформ на 2010 – 2014 роки "Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна влада", Стратегічними напрямами роботи Міністерства фінансів України на 2011 – 2013 роки, Програмою розвитку фондового ринку України на 2011 – 2015 роки, Наказом Міністерства від 02.10.2008 № 1203 "Про затвердження Пріоритетних напрямів науково-дослідних робіт на 2009 – 2011 роки".

Таким чином, державне регулювання розвитку фондового ринку повинне здійснюватися за такими напрямами: збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку доцільно згрупувати за такими напрямами; покращення механізмів захисту прав інвесторів; удосконалення ринкової інфраструктури; розвиток інституцій саморегулювання, забезпечення їх надійного і ефективного функціонування; удосконалення умов і правил державного регулювання та нагляду на фондовому ринку.

Збільшення капіталізації та ліквідності фондового ринку передбачає розвантаження накопичених системних проблем фондового ринку. Це забезпечити стабілізацію функціонування, підвищення рівня ліквідності ринку цінних паперів (РЦП) і розширення кола потенційних інвесторів (страхових компаній, пенсійних фондів, фізичних осіб); розвивати інноваційні фінансові інструменти ринку цінних паперів, застосувати технології сек'юритизації; запровадити в господарський обіг іпотечних цінних паперів, які можуть випускатися безпосередньо іпотечними кредиторами або іпотечними установами другого рівня.

Регуляторам слід додатково контролювати низку показників таких операцій, які свідчать про підвищення рівня прозорості фондового ринку: ліквідності, вартості розміщення, співвідношення між витратами розміщення та залученими фінансовими ресурсами та ін. Також держава має контролювати в окремих випадках обсяг залучених коштів за програмами IPO, особливо коли йдеться про розміщення великого пакету цінних паперів стратегічно важливого для України суб'єкта господарювання.

Література:

1. Принципи корпоративного управління : Рішення ДКЦПФР від 11.12.2003 р. № 571; "Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів" : Рішення ДКЦПФР від 19.12.2006 р. № 1591 (зі змінами та доповненнями від 14.08.09 № 948 та від 30.10.2009 р. № 1355) ; Про внесення змін до рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 26.05.2006 № 324 "Про розкриття інформації в загальному повідомленні акціонерного товариства про проведення загальних зборів : рішення ДКЦПФР від 22.05.2009 р. № 481; Положення про розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі" : рішення ДКЦПФР від 22 червня 2010 р. № 981. – Режим доступу : www.leasing.org.ua/files//How_Convene_Hold_AGM_JSC.pdf.

2. Режим доступу : https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/Bond-Market–Transparency–Wholesale–Retail.

3. Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability: Report of the Financial Stability Board to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors 10 April 2011. – Режим доступу : http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110415a.pdf.

4. USAID, Financial Sector Development Project. – Режим доступу : www.finrep.kiev.ua/download/csd_factsheet_21feb11_en.pdf.

Надійшла до редколегії 05.12.2012 р.

УДК 351

С. В. СТЕПАНЕНКО

ВИЗНАЧЕННЯ ОСНОВНИХ ЗАСАД РЕГУЛЯТОРНОГО ВТРУЧАННЯ В ЕКОНОМІКУ ЗАЛЕЖНО ВІД ФУНКЦІЙ ДЕРЖАВИ В РЕАЛІЗАЦІЇ ЦІЛЕЙ СУСПІЛЬНОГО РОЗВИТКУ

***Р**озглянуто питання, пов'язані з визначенням основних засад державного регуляторного втручання в економіку. Проаналізовано функції держави в реалізації цілей суспільного розвитку.*

Ключові слова: держава, економіка, функції, регуляторне втручання, суспільний розвиток.

***Q**uestions are examined related to determination of basicprinciples of state regulator interference with an economy.The functions of the state are analysed in realization of aimsof community development.*

Key words: the state, economy, functions, regulatorinterference, community development.

Проблема державного регулювання економіки досить гостро стоїть на даному етапі економічного розвитку України. Необхідно визначити оптимальний ступінь державного втручання, щоб, з одного боку забезпечити ефективне функціонування економіки, а з іншого – створити передумови для балансованого росту економіки країні загалом та підвищення рівня добробуту громадян.

Надмірна лібералізація державного контролю на початку 1990-х рр. призвела до негативних наслідків. Основна частина національного багатства була сконцентрована в руках визначеного кола осіб, близьких до державних структур, при цьому доступ до засобів виробництва решти громадян був закритий. Це призвело до надмірного збагачення вузького сегменту населення на фоні стагнації національної економіки та значного погіршення рівня життя населення [4].