

УДК 336.7

І. І. Чуніцька,  
к. е. н., доцент, докторант кафедри фінансових ринків, Університет ДФС України

# РЕГУЛЮВАННЯ ТЕХНОЛОГІЧНОЇ ТА ІНФОРМАЦІЙНОЇ СКЛАДОВИХ ІНФРАСТРУКТУРНОГО ПОТЕНЦІАЛУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

I. Chunitska,  
associated professor, University of state fiscal service of Ukraine

## REGULATION OF THE TECHNOLOGICAL AND INFORMATION COMPONENTS OF THE FINANCIAL MARKET INFRASTRUCTURE CAPACITY

*Стаття присвячена проблемам регулювання технологічної та інформаційної складових інфраструктурного потенціалу фінансового ринку. Обґрунтовано недоліки банкоцентричності фінансового ринку України. Розроблено схему макроекономічного регулювання фінансового ринку. Визначено завдання, які мають бути виконані в результаті підвищення ролі технологічної та інформаційної складових інфраструктурного потенціалу фінансового ринку. Обґрунтовано напрями удосконалення регулювання фінансового ринку в Україні.*

*The article is devoted to the problems of technological and information management components the financial market infrastructure capacity. Shortcomings of Ukrainian bank centered financial market of are justified. A scheme for macro-economic regulation of the financial market is developed. Tasks that must be performed as a result of the increased role of technology and information infrastructure capacity-building components of the financial market are defined. Ways of improving regulation of the financial market are justified.*

*Ключові слова: фінансовий ринок, регулятор, право власності, саморегульвні організації.  
Key words: financial market, the regulator, property law, self-regulatory organizations.*

### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Технологічна та інформаційна складові інфраструктурного потенціалу фінансового ринку є ключовими у забезпеченні нарощування і реалізації інфраструктурного потенціалу. Саме їх розвиток створює необхідні умови для реалізації завдань організаційної та функціональної складових. Обґрунтування заходів регулювання фінансового ринку, направлених на реалізацію його

інфраструктурного потенціалу, має відбуватися з урахуванням моделі функціонування фінансового ринку.

### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Компоненти інфраструктури фінансового ринку вітчизняними авторами досліджуються переважно розрізнено. Так, Пасєнко Т.В. дала оцінку ролі фінансового



Рис. 1. Макроекономічне регулювання фінансового ринку

Джерело: розроблено автором.

посередництва у русі фінансових потоків [1]. І. Школьник та А. Семенов досліджують зв'язки фінансового та реального секторів економіки, ролі у їх посиленні фінансового ринку [2]. Роль фінансового посередництва на фінансовому ринку досліджується у працях С. Ксьондз [3]. Макрофінансову роль фінансових посередників досліджує М. Вудфорд [4]. Однак проблеми реалізації інфраструктурного потенціалу фінансового ринку залишаються малодослідженими. Тому метою статті є обґрунтування напрямів регулювання технологічної та інформаційної складових інфраструктурного потенціалу фінансового ринку.

**ВИКЛАДЕННЯ ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ**

У сучасному світі існує декілька базових моделей щодо функціонування фінансового ринку, вибір яких визначальним чином впливає на ефективність економіки країни. Ці моделі, по-суті, пов'язані з двома варіантами функціонування фінансового посередництва:

- 1) англо-американська модель (ринково-орієнтована модель);
  - 2) континентальна, або, як її ще називають японо-німецька (банківсько-орієнтована модель). Головне розмежування між моделями стосується рівня централізації ринку. Централізація проявляється в розподілі функцій фінансового посередництва. Економічне призначення фінансових посередників полягає в "забезпеченні базовим суб'єктам грошового ринку максимально сприятливих умов для успішного функціонування" [5].
- Історично так склалося, що банкоцентрична модель розвитку фінансового ринку на даному етапі є

найбільш прийнятною. Період СРСР вплинув на формування суспільної свідомості, в результаті чого більшість населення розглядає лише банківські установи як потенційні об'єкти інвестування. З однієї сторони, така ситуація є основою для визначення пріоритетів розвитку і регулювання фінансового ринку, однак, з іншого боку, вона суттєво обмежує реалізацію його інфраструктурного потенціалу. Також надмірна банкоцентричність фінансового ринку знижує його гнучкість за рахунок звуження інвестиційних можливостей та обмеження обсягу довгострокових фінансових ресурсів в економіці. Фактично в Україні склалася ситуація, коли банкоцентричність фінансового ринку можна вважати незбалансованою, оскільки ринок цінних паперів існує лише номінально. Це негативно позначається на рівні безпеки як фінансового ринку, так і національної економіки в цілому.

Україна не унікальна зі своїми проблемами макрофінансового регулювання, більшість країн постсоціалістичного табору мали аналогічні проблеми і вирішували їх різними способами. Спільним для всіх них було вироблення такої регуляторної політики, яка б забезпечувала збалансований розвиток фінансового ринку (наприклад, консолідація фондового ринку в Польщі). Слід зазначити, що у країнах англо-американської моделі система регулювання фінансових ринків побудована на збалансуванні діяльності саморегулювальних організацій та втручання держави.

Надзвичайно динамічні процеси, що відбуваються в сучасній фінансово-економічній системі, що посилюються об'єктивними тенденціями глобалізації та інтер-



**Рис. 2. Завдання, які мають бути виконані в результаті підвищення ролі технологічної та інформаційної складових інфраструктурного потенціалу фінансового ринку**

Джерело: розроблено автором.

націоналізації світової економіки, останнім часом гостро ставлять питання щодо необхідності створення єдиного макрорегулятора вітчизняного фінансового ринку. В цілому це відповідає світовим та європейським тенденціям щодо концентрації контролюючих та регулюючих функцій в єдиній інституції. Але в той же час, слід зазначити, потрібен такий ефективний орган, котрий би не тільки контролював ті чи інші сегменти фінансового ринку, але й був би каталізатором розвитку тих його складових, котрі потребують втручання ззовні першочергово, як це було зазначено вище в ході аналізу фондового ринку України зокрема та фінансового ринку загалом. Зокрема необхідно оптимізувати всю систему управління випуску фінансових інструментів. Надзвичайно важливим є передача регуляторних повноважень саморегулюючим організаціям та системним інститутам ринку, зокрема біржам, депозитаріям, кредитним спілкам, інвестиційним, пенсійним фондам. Тобто реалізація інфраструктурного потенціалу ринку цінних паперів відбуватиметься швидше в умовах ефективного регулювання з розширенням можливостей для саморегулювання. Це потребує зміни концепції державного регулювання, зокрема зменшення кількості органів державного регулювання у цій сфері. Схематично це можна зобразити таким чином (рис. 1).

Як видно з рисунка, нами пропонується об'єднання функцій Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку і Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг в особі однієї організації — Комісії з регулювання фінансового ринку.

Необхідність такого вектору консолідації фінансового ринку обумовлений тим, що регулювання діяльності інституційних інвесторів та ринку цінних паперів в Україні часто виявляється суперечливим. Статистична інформація, яку представляють зазначені організації, часто виявляється непорівняною. Крім того, в окремий

блок на рисунку виділено саморегулювні організації фінансового ринку, роль яких на сучасному етапі розвитку фінансового ринку є не досить вагомою. Якщо проаналізувати офіційні сайти національних регуляторів фінансового ринку (НБУ, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг), то станом на 31.12.2015 р. інформація про наявність саморегулювних організацій була наявна тільки на сайті Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Найбільшого поширення застосування саморегулювання у системі регулювання фондового ринку набуло у США, де функції регулювання діяльності своїх членів і забезпечення ними дотримання відповідних правил було делеговано державними органами професійним асоціаціям. Ефективною діяльністю саморегулювних організацій є у Великобританії. Багато років Лондонська фондова біржа і Лондонський Ллойдз успішно здійснювали регулювання діяльності своїх членів. Коли у 1986 році було впроваджено новий державний режим регулювання, він все одно спирався на мережу офіційно визнаних СРО, фондових бірж, клірингових домів і професійних асоціацій у виконанні більшості регуляторних функцій (включаючи ліцензування) під загальним наглядом державного органу — Ради з цінних паперів та інвестицій. У 1997 р. систему було змінено і утворено єдиний державний регулятор — Управління з фінансового регулювання і нагляду без участі СРО. Вважалося, що попередня система була занадто складною, характеризувалася дублюванням повноважень і правил, а також тенденцією СРО ставити інтереси своїх членів вище інтересів клієнтів (ілюструючи певні потенційні недоліки СРО). У Швейцарії саморегулювання має декілька форм: автономні кодекси поведінки (кодекси поведінки Асоціації швейцарських управляючих активами або Асоціації швейцарських фінансових аналітиків); правила

Таблиця 1. Фізична гарантія прав власності

Показники	Україна	Росія	Німеччина	Польща	Чехія
Overall	5.1	5.6	6.9	5.7	6.2
Protection of Physical Property	3.2	3.9	8.0	5.5	5.7
Registering Property	9.2	9.5	8.7	8.9	9.0
Access to Loan	2.7	3.3	3.9	2.7	3.9

Джерело: <http://internationalpropertyrightsindex.org/comparison?c%5B%5D=Ukraine&c%5B%5D=Russia&c%5B%5D=Germany&c%5B%5D=Poland&c%5B%5D=Czech+Republic>

Таблиця 2. Гарантія прав інтелектуальної власності

Показники	Україна	Росія	Німеччина	Польща	Чехія
Overall	4.3	4.8	8.2	5.9	7.1
Protection of Intellectual Property Rights	3.5	3.4	7.8	4.9	6.0
Patent Protection	7.8	7.4	9.3	8.0	8.7
Copyright Protection	1.7	3.8	7.6	4.9	6.6

Джерело: <http://internationalpropertyrightsindex.org/comparison?c%5B%5D=Ukraine&c%5B%5D=Russia&c%5B%5D=Germany&c%5B%5D=Poland&c%5B%5D=Czech+Republic>

саморегулювання, визнані державним регулятором як мінімальні стандарти (наприклад, Федеральною банківською комісією Швейцарії); саморегульвні повноваження, передбачені законодавством. Прикладом таких саморегульвних повноважень є повноваження фондових бірж встановлювати і забезпечувати дотримання правил, включаючи правила лістингу, що надається у відповідності до законодавства про цінні папери і фондові біржі. Однак самі фондові біржі підлягають нагляду з боку Федеральної банківської комісії Швейцарії [6].

На наш погляд, з метою посилення ролі технологічної та інформаційної складових інфраструктурного потенціалу фінансового ринку позиції таких організацій мають бути сильнішими, а дії — більш узгодженими. У цілому завдання, які мають бути виконані в результаті підвищення ролі технологічної та інформаційної складових інфраструктурного потенціалу фінансового ринку можна представити таким чином (рис. 2).

Як видно з рисунка, важлива увага має бути приділена активізації операцій на ринку цінних паперів. Ключовим фактором тут є забезпечення інформаційної прозорості щодо емітентів, і у першу чергу вимоги прозорості мають бути застосовані до структури власності. Суворі вимоги щодо розкриття інформації про свою діяльність мають бути встановлені для всіх організацій, що надають роздрібні послуги на фінансовому ринку. Розкриття інформації щодо реальних власників має стосуватися кредитних організацій, професійних учасників ринку цінних паперів, що управляються компаніями, діяльність яких пов'язана з наданням фінансових послуг широкому колу осіб. Повне і своєчасне розкриття інформації є однією з головних передумов підвищення довіри до фінансового ринку, формування підґрунтя для гарантії прав власності інвесторів, що сприятиме реалізації інфраструктурного потенціалу фінансового ринку.

Однією з проблем інформаційного середовища на сучасному етапі розвитку економіки є наявність розрізнених масивів інформації, які здаються великими

за обсягами, однак часто така інформація є несистематизованою та непорівняною. Тому для забезпечення інформаційної прозорості та відкритості ринку необхідно проводити роботу, націлену на підвищення ефективності збору, обробки, аналізу та публічного розкриття інформації учасниками фінансового ринку, забезпечення вільного доступу до цієї інформації всіх зацікавлених осіб. Для забезпечення релевантності інформаційного середовища стимулювати розвиток інфраструктури на субрівні. Зокрема необхідно забезпечити правову основу для діяльності рейтингових та аналітичних агентств, консалтингових фірм. Це створить передумови для використання більшої кількості рейтингів для оцінки діяльності фінансових посередників та підвищить рівень їх об'єктивності. У цій сфері важлива роль мають відігравати саморегульвні організації, які повинні систематично і поглиблено висвітлювати інформацію про сферу фінансового ринку, в якій вони оперують. Це суттєво підвищить якість інформації та сприятиме зменшенню трансакційних витрат на здійснення операцій на ринку цінних паперів.

Крім того, для всіх корпорацій-емітентів цінних паперів обов'язковими мають бути вимоги щодо дотримання принципів корпоративного управління. Зважаючи на те, що український ринок цінних паперів поки що не дуже привабливий для іноземних інвесторів, то у цьому напрямі мають бути зроблені максимальні спрощення для обігу іноземних цінних паперів. Ведучи мову про спрощення обігу іноземних цінних паперів, ми не ведемо мову про повну лібералізацію доступу до українського ринку емітентів з офшорних юрисдикцій, їх доступ має бути обмежений, оскільки необхідні бар'єри, які перешкоджатимуть відпливу капіталу з України і у той же час не створюватимуть перешкод для його надходження в Україну. Варто врахувати, що у світових рейтингах за рівнем гарантії прав власності Україна знаходиться у категорії держав, де гарантія прав власності практично відсутня (за рейтингами Heritage Foundation показник гарантії прав власності в Україні протягом досліджуваного періоду становив 30% із 100%). Тому у правовому полі мають бути

розроблені заходи щодо гарантії повернення інвестицій для іноземних інвесторів.

Однак при цьому країна має непоганий потенціал щодо фізичного захисту прав власності (табл. 1) і дуже низькі показники у частині захисту прав інтелектуальної власності (табл. 2).

За рівнем фізичного захисту прав власності Україна не набагато відстає від Росії, Польщі та Чехії (найсильніших економік постсоціалістичного простору). Тобто законодавчо права інвесторів захищені. Проблема полягає в тому, що юридична система захисту прав власності не ефективна. Знову-таки за оцінками фахівців Heritage Foundation рівень законності в Україні є одним з найнижчих і відповідає рівню деспотичних держав. Тобто зміни у сфері функціонування інформаційної та технологічної складової інфраструктурного потенціалу фінансового ринку мають бути забезпечені гарантованим механізмом їх виконання. Тільки у такому випадку інвестори зможуть довіряти фінансовому ринку України. Гарантія прав інтелектуальної власності в Україні на дуже низькому рівні, навіть порівняно із країнами постсоціалістичного простору. Враховуючи тенденції розвитку світової економіки, саме інвестиції у сферу інтелектуальних розробок є найбільш привабливими для інвесторів, то без відповідного регулювання у сфері захисту прав інтелектуальної власності інфраструктурний потенціал фінансового ринку буде нереалізований до кінця.

Як уже зазначалося вище, хоча українська модель фінансового ринку і є банкоцентричною, для України важливим є стимулювання розвитку ринку цінних паперів. Технологічна складова інфраструктурного потенціалу фінансового ринку має розвиватися у напрямі консолідації біржової торгівлі. Вітчизняні вчені ведуть мову про необхідність створення передумов для збільшення пропозиції фінансових інструментів, запровадження нових боргових інструментів, у тому числі інфраструктурних облігацій та інноваційних структурованих продуктів. На наш погляд, для реалізації цих процесів недостатньо лише створити відповідну законодавчу базу, необхідно активно працювати над вдосконаленням технологій торгівлі, розвитком Інтернет-технологій, у тому числі впровадження нових платформ. Паралельно мають бути здійснені заходи щодо уніфікації та спрощення надання депозитарно-клірингових послуг за розрахунками на фондовій біржі.

Дійсно важливим аспектом розвитку технологічної та інформаційної складових інфраструктурного потенціалу ринку цінних паперів є створення передумов для залучення капіталу малими та середньо капіталізованими емітентами. В Україні постійно ведуться дебати з приводу стимулювання розвитку малого бізнесу, однак однією з головних перешкод для його розвитку є обмежені можливості щодо залучення фінансування. Тому розвиток міні- IPO стане дійсно реальним кроком щодо підтримки розвитку малого бізнесу.

## ВИСНОВКИ

Таким чином, технологічна та інформаційна складові інфраструктурного потенціалу ринку цінних паперів можуть забезпечити поштовх до його реалізації, однак для цього необхідно змінити підходи щодо регулюван-

ня фінансового ринку. Передусім необхідно концептуально змінити підходи до розподілу функцій між державними регуляторами фінансового ринку, консолідувавши та передавши функції НКЦПФР та НКДРФР комісії з регулювання фінансових ринків. Також важливо забезпечити зростання ролі саморегульвних організацій на фінансовому ринку, передусім у сфері збору, обробки та поширення інформації на фінансовому ринку.

### Література:

1. Паєнтко Т.В. Роль фінансового посередництва у регулюванні фінансових потоків / Т.В. Паєнтко // Економіка і держава. — 2014. — № 11. — С. 6—10.
2. Школьник І.О. Взаємодія інститутів фінансового посередництва з реальним сектором економіки / І.О. Школьник, А.О. Семенов // Фінанси України. — 2011. — № 1. — С. 83—93.
3. Ксьондз С.М. Роль фінансового посередництва на ринку фінансових послуг України / С.М. Ксьондз // Наукові записки Національного університету "Острозька академія". Сер. "Економіка". — 2014. — Вип. 24. — С. 224—234.
4. Woodford M. Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis [Electronic resource] / M. Woodford // Journal of Economic Perspectives. — 2010. — Vol. 4, No. 4. — P. 21—44. — Mode of access: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.24.4.21>
5. Богатов А.О. Місце фондового ринку в структурній перебудові економіки / А.О. Богатов // Збірник наукових праць Національного ун-ту ДПС України. — 2009. — № 1 — С. 44—51.
6. Отченаш К. Державне регулювання та саморегулювання у фінансовому секторі [Електронний ресурс] / К. Отченаш, Т. Фролова // Ефективна економіка. — № 9. — 2014. — Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3327>

### References:

1. Paientko, T.V. (2014), "The role of financial intermediation in the regulation of financial flows", *Ekonomika i dergava*, vol. 11, pp. 6—10.
2. Shkolnyk, I.O. and Semenov, A.O. (2011), "Interaction of financial institutions with the real sector of the economy", *Financy Ukrainy*, Vol. 1, pp. 83—93.
3. Ksiondz, S.M. (2014), "The role of financial intermediation in the market of financial services of Ukraine", *Naukovi zapysky Natsionalnogo universytetu "Ostrozka akademiya"*, vol. 24, pp. 224—234.
4. Woodford, M. (2010), "Financial Intermediation and Macroeconomic Analysis", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 4, pp. 21—44.
5. Bohatov, A.O. (2009), "Place the stock market in the restructuring of the economy", *Zbirnyk naukovykh prats Natsionalnogo universytetu DPS Ukrainy*, vol. 1, pp. 44—51.
6. Otchenash, K. and Frolova, T. (2014), "State regulation and self regulation in the financial sector", *Efektivna ekonomika*, vol. 9, available at: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3327> (Accessed 10 March 2017).

*Стаття надійшла до редакції 16.03.2017 р.*