



Проблеми правового регулювання фондового ринку України

*Трубенкова Олена Ігорівна,
студентка юридичного факультету
Київського національного університету
імені Тараса Шевченка*

Цінні папери (далі – ЦП) мають багатогранне значення для сфери обороту капіталів, оскільки у найкоротший час дозволяють залучити кошти для реалізації інвестиційного проекту будь-якої складності, справа лише у встановленні належного балансу прибутків та ризиків. Механізми функціонування та правова основа цього глобального ринку, відповідаючи на виклики часу, постійно вдосконалюються. У розвинених країнах, де вже сформувалася відповідна практика взаємовідносин, є механізми визначення ступеня довіри до тих чи інших учасників ринку, видів цінних паперів. Для України, де фондовий ринок (далі – ФР) лише розпочинає активно розвиватись, актуальним є вдосконалення нормативно-правової бази на основі міжнародних стандартів [2].

Активізуються євроінтеграційні процеси, що може прискорити процес розвитку ФР – має бути підписана Угода про асоціацію з Європейським союзом, таким чином Україні належить пройти складний період імплементації правових механізмів у багатьох сферах, в тому числі щодо функціонування фондового ринку. На сьогодні національний фондовий ринок характеризується низьким рівнем капіталізації, що спричинено відсутністю достатньої пропозиції інструментів з прийнятними для інвесторів характеристиками щодо дохідності, ризиковості, ліквідності та захищеності.

Основною проблемою вітчизняного ринку є відсутність ефективного механізму відстоювання прав інвесторів. За межами біржового ринку знаходяться не тільки державні фінансові інструменти, але й сама держава [6].

Важливим питанням є вивчення дуалістичної функції державного регулювання та ролі держави у цьому процесі: з одного боку, держава має активно втрутитись у процес формування фондового ринку як регулятор і, власне, як учасник ринку, має посилити відповідальність за проведення діяльності на цьому ринку, впровадити більш жорсткі вимоги до його професійних учасників, посилити контроль та нагляд за цією діяльністю, надати гарантії інвесторам і відновити довіру до таких інструментів інвестування як цінні папери; з іншого боку, держава має забезпечити прозорі, зрозумілі умови функціонування ринку, лібералізувати низку законодавчих норм (податкове законодавство, регуляторні норми), сприяти розвитку саморегульованих організацій, припливу іноземного капіталу, який орієнтується на ринки з чесними та відкритими умовами інвестування, які не обмежують права інвесторів, посередників, емітентів. Яким має бути достатній рівень участі держави у регулюванні фондового ринку для забезпечення балансу інтересів всіх учасників ринку, суспільства?

В Україні фондовий ринок, як і в цілому у світі, віддзеркалює загальний стан економічного розвитку. Як свідчать результати впливових міжнародних досліджень – Всесвітнього банку «Ведення бізнесу» і «Рейтинг глобальної конкурентоспроможності» Всесвітнього економічного форуму, за простотою ведення бізнесу Україна посідає 142 місце з 183 країн. За показником ефективності податкової системи – 181 місце. Несприятливий бізнес-клімат є основним чинником, що стримує інвестиції. Фінансова криза значно звузила внутрішні джерела інвестицій, а міжнародні фінансові ресурси стали практично недоступними. Недостатньо привабливий інвестиційний імідж України робить країну менш цікавою для міжнародного капіталу і в посткризовий період [2].

Вітчизняний фондовий ринок характеризується несформованими традиціями та правилами функціонування, що зумовлює необхідність приведення в дію системи, передусім правової, його ефективного регулювання та управління, насамперед, з боку держави. Концепція функціонування й розвитку фондового ринку України, прийнята у 1995 році Верховною Радою

України, окреслила основні принципи діяльності на ньому: соціальна справедливість, надійність захисту інвесторів, урегульованість, контрольованість, ефективність, правове впорядкування, прозорість та відкритість, конкурентність. Але вони не знайшли достатнього розвитку і на практиці лише віддзеркалюють коло найбільш значущих проблем українського ринку.

Ключове питання – брак довіри інвесторів до такого інструменту, як цінні папери, через значний негативний досвід інвестування у посередницькі організації (довірчі товариства, трастові компанії тощо), акціонерні товариства, які створювалися та зникали разом із коштами інвесторів. Через шахрайство, яке набуло значних масштабів, були пограбовані десятки та сотні тисяч людей на етапі становлення ринку в Україні. Відтак на сьогодні маємо тотальну кризу довіри до цінних паперів у суспільстві, що для будь-якого фінансового інструментарію є загрозою щодо подальшого розвитку. Безпосередньо питання довіри стосується і недосконалість інформування інвесторів про діяльність емітентів, зокрема, акціонерних товариств. Бракує достовірної інформації про обсяги проведених операцій з ЦП. Стан забезпечення інформаційної прозорості функціонування фондового ринку є одним із найменш врегульованих аспектів. Поява потреби у прозорій інформації зумовлена недосконалістю процесу обміну інформацією, зростанням ризику неточної або неповної інформації, що породжує негативні явища, які можна об'єднати у дві групи: ефекти несприятливого відбору цінних паперів та ефекти моральної шкоди.

Завдає значної шкоди практика використання інсайдерської інформації при укладанні договорів із цінними паперами. Ця проблема існує і в розвинутих країнах, де йде жорстка боротьба з використанням інсайдерської інформації. В законодавчих актах, правилах фондових бірж закладені положення, згідно з якими таке використання тягне за собою відповідальність і жорстке покарання – аж до вилучення учасника з фондового ринку без права повернення на нього.

До комплексу проблем, пов'язаних із рівнем довіри та захистом добросовісних учасників ринку, інвесторів, варто додати низьку ліквідність ЦП,

що знижує їх привабливість, а також той факт, що емітенти часто не можуть забезпечити виплату дивідендів, а іноді й не бажають цього робити. Відсутність у законодавстві чіткої регламентації прав акціонерів, інвесторів та суворої відповідальності за їх порушення призводить до розмивання часток акціонерів у статутному фонді за допомогою додаткових емісій, вилучення ліквідних активів шляхом їх продажу за заниженими цінами.

На сьогодні український ринок ЦП має незначну питому вагу, операції провадяться переважно поза біржами, на неорганізованому ринку, що не дає змоги оцінити власне цінні папери, попит на них, обсяги операцій, напрямки руху капіталу. Держава не завжди може оперативно впливати на поточні процеси, що обумовлює непрозорість і знижує ефективність ринку [5, 1].

Сучасному світовому ринку цінних паперів у розвинених країнах притаманна низка тенденцій, важливих для розуміння процесів регуляції та шляхів подальшого розвитку ринку. Маємо звернути увагу на процеси концентрації та централізації капіталів, поглиблення глобалізації, підвищення рівня організованості фондового ринку, уніфікацію стандартів, посилення ролі регуляторів ринку – державних та саморегульованих організацій, а у деяких випадках йдеться про створення наддержавних регульованих органів (як у Європейському Союзі, далі – ЄС), підвищення рівня вимог до учасників ринку, об'єднання зусиль на державному та міждержавному рівні у боротьбі з шахрайством та перешкоджання спробам відмивання коштів. Перспективи ринку ЦП в Україні залежать від низки політичних та економічних умов задля зниження системних ризиків [5]. На даному етапі політичного та соціально-економічного розвитку незалежної держави визначальним стратегічним кроком є курс на європейську інтеграцію, поглиблення економічних, торговельних відносин та співпраці у сфері юстиції, свободи та безпеки.

Тенденція поступової адаптації законодавства України до законодавства Євросоюзу є знаковою. Метою адаптації є досягнення відповідності правової системи України (*acquis communautaire*) з урахуванням критеріїв, що висуваються Євросоюзом до держав, які мають намір вступити до нього.

Державна політика України щодо адаптації законодавства формується як складова частина правової реформи в Україні та спрямовується на забезпечення єдиних підходів до проектування законодавчих актів, обов'язкового врахування вимог законодавства ЄС під час їх формування. Уряд України при підготовці законопроектів вивчає законодавство ЄС та враховує основні положення правових актів Європейського Союзу. Наприклад, змінами до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» враховано положення Директиви Ради «Щодо узгодження регулювання внутрішніх (інсайдерських) операцій» 89/592/ЄЕС в частині передбачення поняття «інсайдерської інформації» та запровадження механізмів боротьби з інсайдерськими операціями.

Внесено низку змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», який регулює відносини у сфері обігу ЦП та провадження діяльності на цьому ринку:

- уточнено визначення поняття критеріїв професійної діяльності на фондовому ринку (ст. 16); визначено вимоги до професійних учасників фондового ринку та осіб, які мають у них істотну участь (статті 27, 27-1);
- визначено обсяг інформації, що підлягає розкриттю професійними учасниками фондового ринку (частина десята ст. 17, частина перша ст. 23);
- врегульовано зосередження торгів цінними паперами на організаційно оформленому фондовому ринку (фондовій біржі). Зокрема, публічне акціонерне товариство зобов'язане здійснювати публічне розміщення акцій додаткових емісій лише на фондовій біржі (частина перша ст. 33 із змінами згідно із Законом від 4 липня 2012 р.).

Розширено (доповнено) форми державного регулювання фондового ринку пруденційним наглядом за професійними учасниками фондового ринку в межах діяльності, яка провадиться таким учасником на підставі виданої ліцензії (абзац 11 ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів»).

Відбувається поступова дематеріалізація емісійних ЦП, що характерно для сучасного міжнародного ринку ЦП (за формою ЦП поділяються на

бездокументарні та документарні). Зокрема, визначено, що акції та облігації в Україні наразі можуть існувати виключно у бездокументарній формі (частина друга ст. 20 Закону України «Про акціонерні товариства», частина третя ст. 6, частина друга ст. 8 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок») [3].

Законодавче врегулювання питань інформаційного забезпечення роботи фондового ринку міститься у низці нормативно-правових актів. Положення, що врегульовують питання інформаційної прозорості роботи ринку, покладені в основу Законів України «Про цінні папери та фондовий ринок», «Про господарські товариства», «Про акціонерні товариства».

Як впливають на ринок прийняті нормативно-правові новації?

Україна почала запроваджувати такий інструмент, як пруденційний нагляд, який використовується всіма регуляторами розвинених країн і має у світі тенденцію до посилення. Це дуже важливо, оскільки дозволить знизити рівень ризикованості при проведенні операцій на вітчизняному ринку. У 2013 році держава вперше почала отримувати інформацію від учасників ринку про відповідність їх фінансового стану встановленим пруденційним показникам щодо капіталізації. І якщо для банківського сектору пруденційний нагляд є усталеною процедурою, то для учасників фондового ринку – це певні новації. Тож у системі пруденційного нагляду можна окреслити перехідний період, протягом якого учасники ФР будуть приводити свою діяльність у відповідність до нових нормативно-правових вимог, що сприятиме формуванню прозорих умов діяльності.

Подальше удосконалення функціонування фондового ринку в Україні вимагає реалізації комплексу заходів: удосконалення нормативно-правової бази для посилення конкурентоспроможності фондового ринку України; підвищення змістовності форм та методів державного регулювання та забезпечення достатнього контролю за застосуванням вже існуючих законодавчих норм, імплементація досвіду національних та наднаціональних регуляторів ЄС, оскільки базовою моделлю регулювання для України є європейська.

Для збільшення прозорості роботи фондового ринку слід вживати заходів щодо державного регулювання у кількох напрямках. Вони мають забезпечити законодавче врегулювання доступності інформації про всі операції, що пов'язані з фондовим ринком, доступність інформації про роботу ринку та його учасників, про оцінку його інструментів та професіоналів, йдеться також про оптимізацію та удосконалення переліку інформації, яка підлягає розкриттю на фондовому ринку; законодавче встановлення вимог щодо розкриття інформації про осіб, які є реальними власниками (кінцевими бенефіціарами) учасників ринку, про реагування на зміну ринкової кон'юнктури в кожний конкретний момент часу, про світові та національні тренди фондового ринку [2].

З урахуванням складності та багатогранності питань у сфері обігу цінних паперів, що виникають у механізмі правового регулювання фондового ринку, основне завдання полягало у відповіді на засадниче питання: як збалансувати відносини у трикутнику «держава-учасники ринку-суспільство».

Сьогодні у світі оборот цінних паперів стає однією із пріоритетних галузей розвитку, яка потужно впливає на складні соціально-економічні сфери життя, створюючи підґрунтя для добробуту та благополуччя країни. Тому в механізмі створення та сталого розвитку фондового ринку задіяні безпосередньо як учасники ринку, так і суспільство за посередництва держави, яка створює ефективні засади функціонування цього ринку. Якщо ж один з учасників цих відносин – чи то держава (регулятор та учасник ринку ЦП), чи то суспільство (потенційні інвестори, представники громадського контролю), чи то професійні гравці ринку (емітенти, торговці) – демонструють неналежне виконання своїх функцій, розвиток ринку гальмується. Тобто господарська діяльність в її практично реалізованому вигляді перестає бути самою суспільно корисною діяльністю, що ґрунтується на поєднанні приватних і публічних інтересів, що мала би здійснюватися професійно за оптимального регулювання з метою соціального спрямування економіки, виходячи із базових постулатів наукових визначень основ господарського права [4].

Якою має бути регуляторна складова для розвитку фондового ринку в Україні? Існує два протилежні підходи: перший передбачає максимально жорстку регулюючу роль держави, другий – максимальне законодавче делегування цих функцій саморегульвним організаціям. Україні підходить перша модель, враховуючи кризові явища в економіці, наявність високих ризиків, слабкість ланки саморегульвних організацій, і наявність значної кількості учасників, професійний рівень яких не відповідає міжнародним критеріям, загальний низький рівень довіри українського суспільства до інвестування у ЦП.

На користь такої позиції свідчать світові тенденції новітнього посткризового періоду: в регулюванні обігу цінних паперів у багатьох розвинених країнах після кризи 2008–2010 років роль держави посилюється. Більше того, у ЄС створено наднаціональний регулюючий орган, який має широкі повноваження у цій сфері, в тому числі щодо діяльності національних інституцій країн – членів ЄС.

Україна поступово рухається у контексті нових викликів часу, посилюючи законодавчо регуляторну роль держави, хоча це й не завжди позитивно сприймається учасниками ринку. При цьому економічна роль держави розглядається з двох позицій. З одного боку, вона повинна сформувати систему правил і законів, що обумовлюють дисципліноване використання економічних ресурсів з метою вирішення проблем забезпечення умов ефективного функціонування ринкового механізму. З іншого боку уряд повинен вирішувати глобальні питання, такі як стимулювання економічного зростання, забезпечення стабільності та керування структурою національного продукту.

Сьогодні перед українською державою постають нові ризики та виклики, тому тенденція поступової адаптації законодавства України до законодавства ЄС є знаковою. Державна політика щодо адаптації законодавства формується як складова частина правової реформи в Україні.

Потенціал ринку інвестування в ЦП дуже високий – українці тримають у готівці понад 90 млрд. дол. США – але він нереалізований через брак довіри та нестачу відповідних законодавчих механізмів: пріоритетним у цьому напрямку залишається завдання – для законодавчих та виконавчих органів – мобілізувати цей інвестиційний ресурс, спрямувати його у реальний сектор економіки.

Список використаних джерел

1. Про затвердження Концепції розвитку внутрішнього ринку державних цінних паперів в Україні на 2009–2013 роки : Розпорядження КМУ № 316-р від 25 березня 2009 р./ Офіційний вісник України – 2009. – № 24. – Ст. 812.

2. Про Національний план дій на 2013 рік щодо впровадження Програми економічних реформ на 2010–2014 роки : Указ Президента України від 12 лютого 2013 р., № 128/2013 / Офіційний вісник України. – 2013. – № 21. – Ст. 700.

3. Директива 2002/47/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 6 червня 2002 р. щодо механізмів застосування фінансової застави.

4. Вінник О.М. Господарське право : навчальний посібник [для студ. вищ. навч. закл.] / [О.М. Вінник]. – [2-ге вид., змін. та доп.]. – К. : Правова єдність, 2009. – 766 с.

5. Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України : навч. посіб. / К. : Юрінком Інтер, 2008. 320 с.

Проект розпорядження КМУ «Про схвалення Програми розвитку фондового ринку на 2011–2015 роки» від 21 вересня 2010 р. № 1478 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ssmsc.odessa.gov.ua/Main.aspx?sect=Page&IDPage>

Трубенкова О.І. Проблеми правового регулювання фондового ринку України

У статті розглядається сучасний стан та перспективи правового регулювання діяльності на вітчизняному ринку цінних паперів у контексті євроінтеграційних процесів та норм чинного законодавства з точки зору забезпечення балансу інтересів держави, учасників ринку, суспільства.

Ключові слова: фондовий ринок, цінні папери, державне регулювання, інвестори, емітенти.

Трубенкова А.И. Проблемы правового регулирования фондового рынка Украины

В статье рассматривается современное состояние и перспективы правового регулирования деятельности на отечественном рынке ценных бумаг в контексте евроинтеграционных процессов и норм действующего законодательства с точки зрения обеспечения баланса интересов государства, участников рынка, общества.

Ключевые слова: фондовый рынок, ценные бумаги, государственное регулирование, инвесторы, эмитенты.

Trubenkova O.I. Problems of legal stock market regulation of Ukraine

This article discusses the current conditions and prospects of the legal regulation of the domestic market of securities issued in the context of European integration processes and norms of the legislation in terms of balancing the interests of the state, market participants and society.

Key words: stock market, securities, government regulation, investors, issuers.