

ЕКОНОМІКА, ОРГАНІЗАЦІЯ І УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

УДК: 336.76

Болдуєва О.В., к.е.н., доц.
Запорізький національний університет

ВПЛИВ ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА НА РОЗВИТОК РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

*Розглянуто питання формування і розвитку інститутів вітчизняного ринку цінних паперів.
Визначено недоцільність створення в Україні центрального контрагента та надання
фондовим біржам статусу саморегульованих організацій*

Ключові слова: ринок цінних паперів, економічна система, інститут центрального контрагента

Постановка проблеми. Сучасна історія українського ринку цінних паперів характеризує новий етап в його державному регулюванні. Високоорганізований і захищений ринок цінних паперів багато в чому визначає можливості національної економіки у задоволенні інвестиційних потреб, формуванні ефективного механізму трансформації заощаджень населення в інвестиції. Ключова роль у реалізації цих можливостей належить державному регулюванню ринку цінних паперів.

Державне регулювання з моменту формування сучасного ринку цінних паперів характеризувалося низкою серйозних проблем, пов'язаних зі складною регулятивною інфраструктурою, переважністю підзаконними актами, а також зайвою увагою до учасників ринку цінних паперів і практично повною відсутністю такого до проблеми забезпечення прозорості та надійності ринку з точки зору інвесторів. Відсутність системного підходу до організації ринку цінних паперів, створення механізмів розкриття інформації, регулювання недобросовісних ринкових практик, а також лібералізований режим присутності на українському ринку іноземних інвесторів призвели до того, що вітчизняний ринок цінних паперів сьогодні не виконує своєї інвестиційної функції і слугує переважно об'єктом спекулятивних операцій великих компаній.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням проблем формування, розвитку ринку цінних паперів та його інститутів займалося багато зарубіжних і вітчизняних науковців. Зокрема, Д.Рікардо, К.Марксом, А.Маршалом, Дж. Кейнсом, Дж. Гіксом, А. Пігу, – класиками економічної науки – було започатковано дослідження капіталу та його різноманітних форм, в тому числі і фінансового капіталу. Продовжували дослідження в цій сфері закордонні дослідники М.Алексєєв, Б.Альохін, М.Берзон, В.Булатов, Г.Марковіц, Я.Міркін, Б.Рубцов, Дж.Тобін, Р.Тьюлз, В.Торкановський, Ю.Фама та ін. Серед вітчизняних учених ґрунтовні дослідження визначення ролі інститутів ринку цінних паперів в економічній системі провели С.Давимука, А.Загородній, В.Загорський, А.Задо, В.Колесник, А.Кондрашихін, Ю.Кравченко, І.Кривов'язюк, О.Кузьмін, К.Марахов, О.Мендрул, О.Мозговий, В.Оскольський, О.Охріменко, Б.Стеценко, М.Самбірський, І.Тивончук та ін.

Метою статті є здійснити аналіз процесів становлення та функціонування інститутів ринку цінних паперів та обґрунтувати практичні рекомендації щодо його подальшого розвитку в ринковій економіці України.

Викладення основного матеріалу. У числі загальних системних характеристик інституціонального середовища української економіки нового тисячоліття можна позначити: різноспрямованість дій економічних і політичних інститутів в українській економіці; формалізація політичних інститутів, здатних ефективно обмежувати ті дії влади, які спрямовані на вилучення ренти від перебування на певному рівні влади; невизначеність і неадекватність законодавчого, правового й регулятивного забезпечення процесів розвитку економічних інститутів; негативний взаємовплив ключових інститутів, що може виступати ознакою незацікавленості органів державної влади на встановлення прозорих правил і обмежувати можливість ефективного регулювання в окремо взятих сегментах [2].

До негативних інституціональних характеристик економіко-правового поля в Україні можна додати проблеми інституційного характеру щодо об'єкта дослідження – ринку цінних паперів. В них необхідно, на наш погляд, відзначити: фрагментарність законодавства в сфері ринку цінних паперів і його відставання від потреб ринку на кілька років; розгалужена система інститутів регулювання, відсутність концентрації повноважень з регулювання ринку цінних паперів у одного регулятора; неефективність діючої розрахунково-облікової інфраструктури, що збільшує ризики інвесторів порушення прав власності на цінні папери; високий рівень трансакцій, не врахованих в регулятивній діяльності держави й при оцінюванні її ефективності; слабкість інститутів в сфері захисту прав власності на цінні папери, а також прав інвесторів при здійсненні інвестицій у інструменти ринку цінних паперів; нерозвиненість інститутів колективного інвестування, недоступність інформації щодо їх управління для населення.

Однією з ключових проблем, на нашу думку, є широке правове поле діяльності учасників ринку цінних паперів, що відрізняється одночасно значною фрагментарністю й відсутністю системного підходу до його формування. Наявність формальних інститутів є найважливішою умовою існування ринку цінних паперів, на якому ризик порушення прав власності особливо значний. Але якість державного управління має визначатися не кількістю нормативно-правових актів, а рівнем їх якості, системністю регулювання, несуперечністю, відповідністю потребам часу. Лише високий рівень якості державних інститутів, який проявляється в помірному рівні трансакційних витрат бізнесу, сприятливому макроекономічному кліматі, прозорому й якісному законодавстві, є основою для припливу капіталу на ринок цінних паперів і, в кінцевому рахунку, в реальний сектор економіки [1].

Зайва регулятивна структура українського ринку цінних паперів сформувалася в 1990-ті роки, коли в умовах ринку, що зароджується активно використовувався досвід Німеччини по роботі біржі з одночасним впровадженням принципів роботи ринку цінних паперів в США. В цьому полягає головне інституційне протиріччя – спроба нав'язати економіці, що знаходиться в кризовому стані, механізми роботи ринку цінних паперів, які характеризувалися тривалим періодом трансформації, функціонували в умовах, принципово відмінних від української дійсності. Тому просте впровадження чужих норм і законів зовсім не означає побудови системи ефективних економічних і правових інститутів, особливо в тому випадку, якщо "трансплантовані" інститути заміняють собою усі без виключення внутрішні інститути, які мають принципово іншу організацію [3].

Аналогічним чином можна сформулювати проблему спробу запозичення й самої моделі регулювання ринку цінних паперів. Найбільш істотним недоліком чинної системи державного регулювання в Україні є значна кількість державних інститутів, що регулюють організацію і обслуговування обігу цінних паперів. Системі державного регулювання на ринку цінних паперів притаманна певна "зарегульованість", яка проявляється в частковому дублюванні функцій окремих органів влади або встановлення додаткових вимог до діяльності учасників.

Ще однією проблемою інституційного характеру, на якій необхідно зупинитися детальніше, є проблема організації інфраструктури ринку цінних паперів як сукупності забезпечуючих, облікових та розрахункових інститутів. Недосконалість інфраструктури ринку цінних паперів є одним з фундаментальних чинників, що перешкоджають формуванню в Україні адекватного сучасним потребам механізму захисту прав і законних інтересів інвесторів і власників фінансових активів. Розвиток ринку цінних паперів в кінцевому рахунку здійснюється на базі й в міру розвитку його інфраструктури.

В рамках інфраструктури можна виділити її основні складові:

– торгова система як сукупність елементів інфраструктури, що включає біржі та інших організаторів торгівлі, які забезпечують купівлю/продаж фінансових інструментів;

– розрахункова система як сукупність елементів інфраструктури, що включає банки та небанківські кредитні та клірингові організації, що забезпечує кліринг операцій з фінансовими інструментами, ведення грошових рахунків учасників торгівлі фінансовими інструментами та їх клієнтів та здійснення розрахунків за її результатами;

– облікова система як сукупність елементів інфраструктури, що включає реєстраторів і депозитаріїв, що забезпечує фіксацію і облік переходу прав власності на фінансові інструменти в результаті їх обігу.

Ключове місце в торговельній системі й взагалі в інфраструктурі ринку цінних паперів займають біржі. Як початкові регулятори ринків цінних паперів, класичні фондові біржі історично є попередниками органів державного регулювання на ринках цінних паперів. Фактично регулювання всієї організованої торгівлі фінансовими інструментами спочатку зосередилося в руках бірж. Згодом, намагаючись перекопати інвесторів у тому, що вони захищені від зловживань корпорацій, папери яких допущені до торгів, фондові біржі впровадили для лістингованих компаній стандарти корпоративного управління. Біржі встановили свої власні положення, що визначають те, як здійснюється процес торгівлі фінансовими інструментами, запропонувавши стандартизовані формати торгових контрактів брокерам та інвесторам.

Проте у 1990-ті рр. з розвитком нових електронних технологій почалася трансформація організаційної структури фондових бірж. Одна за одною найбільші світові біржі стали відмовлятися від типового для них раніше формату партнерства учасників торгівлі, впровадженого з моменту їх виникнення, і перетворюватися на приватні корпорації. Більшість бірж пояснило перехід до комерційної структури власності своєю потребою у залученні капіталу для фінансування власних інфраструктурних витрат. Перехід від партнерства до корпорації звільнив керівників фондових бірж від необхідності керуватися думкою учасників торгів. Фондові біржі тепер можуть впроваджувати стандарти торгів, вступати в альянси або здійснювати злиття з іншими біржами, орієнтуючись на комерційні інтереси своїх акціонерів і менеджерів [4]. Іншими словами, в результаті акціонування бірж їх "орієнтація" змінюється від обслуговування інтересів своїх членів до обслуговування інтересів своїх акціонерів.

Таким чином, біржі поступово втрачають ознаки саморегульованих структур, що на розвинених ринках, як правило, компенсується більш активною участю державних регулюючих органів або зовнішніх по відношенню до біржі СРО в регулюванні лістингу та інших біржових процедур. Відображенням цього на найбільшому в світі фінансовому ринку США стало створення Financial Industry Regulatory Authority – саморегулювальної організації, утвореної в липні 2007 р. в результаті злиття NASD-СРО брокерів/дилерів і NYSE Regulation – саморегульованої ланки відповідної біржі [5].

Проте в Україні НКЦПФ і СРО поки не володіють матеріальними ресурсами й кваліфікованими кадрами для більш інтенсивного регулювання біржової та супутньої їй клірингової діяльності.

Основна увага з боку органів регулювання останнім часом спрямована на спробу укрупнення іншого сегмента інфраструктури ринку цінних паперів – обліково-розрахункових інститутів шляхом створення центрального депозитарію, єдиної клірингової системи, консолідації реєстраторів шляхом підвищення нормативних вимог.

Однією з основних причин такої тенденції є висока роздробленість ринку, обумовлена наявністю на ринку слабо пов'язаних між собою інфраструктурних груп. Сьогодні акції обертаються на внутрішньому ринку в основному на двох фондових біржах, переведення цінних паперів між якими вимагає досить високих витрат, оскільки до кожної біржі прив'язана своя обліково-розрахункова інфраструктура. Водночас законодавці, які пропонували введення інституту центрального депозитарію, посилюючись на зарубіжну практику, не врахували той факт, що централізація розрахунків з цінних паперів на західних ринках була викликана необхідністю централізованого зберігання документарних цінних паперів (їх уже фізично було неможливо переміщати за підсумками кожної угоди). Відмінною ж рисою українського ринку цінних паперів є те, що він спочатку створювався для роботи з бездокументарними цінними паперами.

Разом з тим, центральні депозитарії в багатьох країнах давно стали невід'ємною частиною інфраструктури ринку цінних паперів. Впровадження інституту центрального депозитарію дасть можливість вирішити ряд ключових проблем, що перешкоджають формуванню ринку, який відповідає світовим стандартам:

– високий рівень ризиків, пов'язаних із здійсненням обліку прав на цінні папери;

– високий ступінь фрагментарності існуючої інфраструктури ринку цінних паперів;

– низький ступінь пристосованості української облікової системи до зарубіжних систем обліку прав на цінні папери й до системи міжнародних розрахунків.

Крім розбіжностей, що виникли між державним регулятором і професійним співтовариством, створенню центрального депозитарію перешкоджає також конфлікт інтересів двох провідних депозитарних систем в Україні – ПАТ "Національний депозитарій України" і ПАТ "Всеукраїнський депозитарій цінних паперів".

Очевидно, що подібна конкуренція не приносить особливої користі. Україні необхідно конкурувати не на внутрішньому ринку, а на міжнародній арені. Ефективна ж конкуренція на міжнародному рівні неможлива при наявності в країні двох конкуруючих груп – яку з них вибрати в якості глобального партнера? Україні необхідно консолідувати свою власну інфраструктуру й лише потім проводити переговори на міжнародній арені, маючи сильні переговорні позиції. При цьому на користь консолідації говорять не тільки економічні аргументи, а й технічні. Проведення торгів по акціях на спот-ринку фондової біржі КМФБ і проведення торгів, що базуються на зазначених акціях похідних фінансових інструментах на ПФТС безглуздо з технічної точки зору, оскільки учасники торгів змушені намагатися проводити свої операції на двох майданчиках одночасно. Більш розумним рішенням, очевидно, є впровадження єдиної платформи, де учасники торгів могли б розміщувати комбіновані замовлення на інструменти спот-ринку та деривативи. Більш того, консолідація українських бірж дасть можливість істотно підвищити ліквідність цінних паперів, які на них обертаються, а також позбавити емітентів від необхідності отримувати лістинг на двох біржах.

В цілому вирішити проблему об'єднання бірж можливо трьома способами:

1. Покласти на те, що ринкові сили самі визначать напрямку у бік консолідації, як одного із засобів збільшення прибутковості (що може обернутися цінової війною).

2. Нав'язати консолідацію шляхом введення більш жорстких регулятивних вимог.

3. Спробувати досягти згоди між учасниками ринку щодо необхідності консолідації.

Як уже зазначалося, український регулятор пішов іншим шляхом-посилення вимог до рівня власних коштів центрального депозитарію, підвищення стандартів

реєстраторів, введення обмежень на кількість акціонерів, які може обслуговувати реєстратор, що знаходиться у віданні емітента, вибірково надання ліцензій на біржову діяльність тощо. Будівництво ж сучасних ринків капіталу має також стимулювати впровадження першого способу.

Проблема консолідації інфраструктури зачіпає не лише облікову систему, а й систему розрахунків. Інституційною характеристикою сучасного стану клірингу й розрахунків є відсутність чіткого правового середовища його здійснення. Організація і проведення клірингу регулюються в загальних рисах законами "Про цінні папери та фондовий ринок", "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" і "Про Національний банк України". При цьому чинне законодавство, що регулює кліринг і клірингову діяльність, носить яскраво виражений фрагментарний (галузевий) характер, що проявляється в тому, що на кожному із сегментів фінансового та товарного ринків складається різне регулювання подібних відносин. Тому одним з першочергових завдань в цій сфері має стати прийняття профільного закону, що регулює порядок проведення клірингу, організації клірингових пулів, а також регулювати клірингової діяльності.

Законодавчо також повинна бути вирішена й інша проблема, яка активно обговорюється останніми роками в професійному середовищі – формування інституту центрального контрагента – організації, яка є стороною за всіма угодами з цінними паперами незалежно від біржового або позабіржового характеру таких угод. І хоча сьогодні з боку Нацбанку є спроба створення Національного клірингового центру, який буде виконувати функції центрального контрагента, законодавчо питання його організації та порядку проведення розрахунків не регулюються. Водночас створення центрального контрагента дозволить:

- стимулювати розвиток і вдосконалення клірингових послуг та здійснювати контроль виконання зобов'язань за підсумками торгів на всіх ринках;
- підвищити ефективність використання фінансових активів учасникам клірингу і знизити їх транзакційні витрати;
- здійснювати кліринг та розрахунки на позабіржових ринках;
- взаємодіяти з міжнародними розрахунково-кліринговими центрами;
- організувати клірингове обслуговування нерезидентів.

Проте ряд експертів занепокоєні створенням цієї інституції. Вони зазначають, що таке прагнення держав пояснюється бажанням контролювати цей сегмент ринку [6]. Побоювання експертів полягає в тому, що світовий досвід засвідчує, що якщо держава починає прямо втручатися у фінансову систему як безпосередній посередник, збитки починають нести абсолютно всі учасники процесу. При створенні та утриманні державних контролерів виникає потреба значних інвестицій з державної скарбниці, що призведе до збільшення вартості послуг. Враховуючи українські реалії, особливо вітчизняні проблеми з постійним дефіцитом Державного бюджету, можна прогнозувати збитки, і падіння якості послуг у сегменті платіжних систем внаслідок фінансової голодування. Очевидно, що в даному випадку відразу ж під загрозою опиниться репутація українських суб'єктів і, швидше за все, самі фінансові установи й стануть такими інвесторами.

Також створення клірингового центру створює дуже багато технічних проблем. Це негативно позначиться на існуючих процесингових центрах, адже з'явиться необхідність поєднувати вже існуючі системи ще з одним учасником обробки платежів. На практиці це досить трудомістка і дорога процедура й витрати на неї будуть частково покриватися за рахунок клієнтів.

В результаті, кошти, які могли піти на більш нагальні потреби, наприклад модернізацію, будуть витрачатися на забезпечення діяльності чергового посередника.

Для створення умов ефективного функціонування інституту центрального контрагента в Україні вважаємо за необхідне:

- сформулювати правову базу організації, здійснення і припинення діяльності центрального контрагента;
- врегулювати проблеми в податковому законодавстві, яке формально визначає статус клірингової організації як сторони, зацікавленої в результатах угод, яка насправді є технічною стороною, організуючою розрахунки між учасниками угоди;
- створити механізм формування гарантійних фондів для зниження ризиків інвесторів щодо порушення зобов'язань однієї зі сторін угоди.

Викладення основного матеріалу. Державне регулювання ринку цінних паперів повинно бути спрямоване як на створення рівних умов доступу до інформації для учасників ринку, забезпечення державної підтримки і гарантій для інвесторів, так і на підвищення довіри до зобов'язань держави, інститутів ринку цінних паперів. Держава повинна підтримувати формування інфраструктури ринку, забезпечувати існування конкурентного середовища, слідкувати за виконанням національних та міжнародних вимог і стандартів діяльності інститутів ринку цінних паперів, а незначні обсяги організованого ринку потребують директивного втручання держави у його розвиток. Оптимізація державного регулювання ринку цінних паперів вказує на необхідність удосконалення законодавчого регулювання у сфері визначення обсягів, термінів і способів розкриття інформації учасниками ринку цінних паперів, а також щодо подолання протиріч між інтересами крупних та дрібних (міноритарних) акціонерів і запровадження реальних механізмів захисту їхніх прав.

В Україні наявна низька якість формальних інститутів, значна кількість неформальних інститутів, які мають як позитивний, так і негативний вплив на діяльність учасників ринку цінних паперів. Пріоритетом в сфері державної політики у регулюванні ринку цінних паперів має стати зміна підходу до організації процесу регулювання – від інституціонального до функціонального, а також приведення правової бази функціонування ринку цінних паперів у відповідність з потребами професійного співтовариства і стандартами міжнародних ринків для успішної інтеграції України у світову фінансову систему.

Список використаних літературних джерел:

1. *Блага Н.* Напрями та заходи підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку в Україні // Формування ринкової економіки в Україні. – Львів, 2005. – Вип. 15, ч.1: Спецвип.: Обліково-аналітичні системи суб'єктів господарської діяльності в Україні. – С.251–255.
2. *Баула О.В.* Тенденції формування інститутів ринку цінних паперів України // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. – Івано-Франківськ, 2009. – Вип. 5, т. 2. – С. 175-181.
3. *Полухович В.І.* Особливості використання світового досвіду у процесі формування моделі державного регулювання фондового ринку України // Приватне право і підприємництво. – К., 2011. – Вип. 10. – С.156–159.
4. *Хоружий С.Г.* Розвиток саморегулювання у сфері біржового обігу цінних паперів як інструмент оптимізації державного регулювання // Фінанси, облік і аудит. – К., 2011. – Вип. 18. – С.198-203.
5. *About the Financial Industry Regulatory Authority.* Режим доступу: www.finra.org/AboutFrNRA/index.htm
6. http://www.prostobankir.com.ua/individualnyy_biznes/stati/natsionalnyy_kliringovyy_tsentr_tretiy_lishniy

БОЛДУЄВА Оксана Валерійівна – кандидат економічних наук, доцент Запорізького національного університету.

- Наукові інтереси:
- фондовий ринок;
- цінні папери.

Стаття надійшла до редакції: 27.08.2012 р.