УДК 336.13

**Татарин Наталія Богданівна**

кандидат економічних наук, доцент

**РОЗВИТОК ФІНАНСОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ: СУЧАСНИЙ СТАН, ПРОБЛЕМИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ**

*У статті розкривається роль фінансового ринку у реальному зростанні національної економіки. Очевидним стає, що майбутній розвиток фінансового сектору України фактично неможливий без реформування більшості складових ринку. Це мають бути суттєві кроки, спрямовані на розвиток інституційної структури ринку, збільшення його прозорості та впровадження ефективної та відкритої регуляторної політики та нагляду.*

*In the article the role of financial market opens up in the real growth of national economy. Becomes obvious, that future development financial the sector of Ukraine actually impossible without reformation of most market constituents. These must be substantial steps, directed on development of instituciynoy structure of market, increase of his transparency and introduction of effective and opened regulator policy and supervision.*

***Ключові слова:*** *фінансовий ринок, фондовий ринок, інвестиції, цінні папери, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, фондова біржа, біржова торгівля, депозитарій.*

***Keywords:*** *financial market, stock market,* *investments, securities, National commission, on securities and fund market, exchange stock, exchange trade, depositary.*

***Постановка проблеми.*** Протягом останніх декількох років фінансовий ринок України динамічно розвивається. Сукупні активи фінансових посередників збільшилися за останні 5 років у 5 разів приблизно до 50% від ВВП, а обсяги торгів на організованому фондовому ринку – більше ніж вдвічі і складають 4,2% від ВВП. Проте, загальний рівень розвитку фінансового ринку залишається досить низьким. Найрозвинутішою складовою ринку залишаються комерційні банки при тому, що інші інститути та ринки дуже сильно відстають у своєму розвитку. Така ситуація типова для країн, де спостерігається незавершеність законодавчого регулювання діяльності фінансових інститутів та ринків, а також непродуманості економічної політики, щодо приватизації, валютного регулювання, підтримання низької інфляції тощо. Як наслідок, невеликий та фрагментований фінансовий ринок не виконує притаманних йому функцій, зокрема мобілізації капіталу для розвитку реального сектору, ефективного розподілу ресурсів, диверсифікації інвестиційного портфелю, хеджування ризиків та інше. Саме через виконання цих функцій фінансовий ринок сприяє реальному зростанню економіки в країнах з розвиненою економікою.

***Аналіз останніх досліджень і публікацій.*** Значний внесок у дослідження різних аспектів фінансового, та зокрема і фондового, ринку зробили західні вчені, зокрема, Р.Ауербах, С.Бредлі, П.Гай, Г.Дефосе, Дж.Долан, Р.Едмістер, Т.Кемпбел, М.Міллєр, Ф.Мишкін, П.Роуз, Р.Тьюлз, Е.Фама, К.Форбс, К.Хенінг.

Проблемам фінансового ринку приділяється певна увага і вітчизняними вченими-економістами. До сучасних робіт, присвячених цій тематиці, можна віднести наукові розробки М.Бурмаки, О.Василика, М.Гольцберга, А.Гриценка, В.Загорського, В.Колесника, В.Корнєєва, Д.Леонова, Ю.Лисенкова, О.Мендрула, О.Мозгового, В.Оскольського, О.Ромашка, А.Федоренка та інших.

***Мета статті.*** Дотепер фінансовий ринок відігравав мізерну роль у реальному зростанні вітчизняної економіки. Проте, із подальшою лібералізацією економічної політики та глибшою світовою інтеграцією потреба у розвинутому фінансовому ринку ставатиме все більш відчутною. За таких умов низький рівень фінансового сектору може стати на заваді довгостроковому економічному зростанню. Очевидно, що майбутній розвиток фінансового сектору України фактично неможливий без реформування більшості складових ринку. Це мають бути суттєві кроки, спрямовані на розвиток інституційної структури ринку, збільшення його прозорості та впровадження ефективної та відкритої регуляторної політики та нагляду.

***Виклад основного матеріалу.*** Проаналізувавши досвід країн центральної та східної Європи щодо різних аспектів розвитку та реформування ринків капіталу, стає зрозуміло, що країни з перехідною економікою, де фондовий ринок швидко зростає, є відносно ліквідним і інформаційно прозорим мають ряд спільних рис, що стосуються організації ринку та економічної політики. Такими вважають Польщу, Словенію, Угорщину, Хорватію, країни Балтії. Такими рисами є наявність регульованого ринку, що зосереджений навколо певної торгової площадки; висока концентрація обсягів торгівлі; активна участь держави, як учасника ринку, і як регулятора, спрямована на підвищення ліквідності ринку, зростання пропозиції цінних паперів, свідома підтримка попиту на ресурси фондового ринку через врегулювання діяльності інституційних інвесторів і створення умов для участі домогосподарств на ринку.

У більшості країн східної та центральної Європи функціонує фондовий ринок, серцем якого є єдина торгова площадка (наприклад, Варшавська фондoва біржа, Празька фондова біржа), на яких укладається переважна більшість угод із цінними паперами. При цьому, обсяги торгів на організованому ринку є значно більшими, ніж на неорганізованому. Варто відмітити, що держава відігравала важливу роль у становленні такої моделі ринку. Зокрема, це відбувалося за рахунок приватизації саме через ці фондові майданчики, участі держави у розробленні їх структури та правил функціонування, ефективного регулювання, що забезпечувало прозорість та надійність роботи бірж та посилювало ліквідність ринку.

Очевидно, інформаційна перевага і ліквідність концентрованого ринку є суттєвим фактором у перехідних економіках, яким притаманні загальна низька інформаційна прозорість та високі ризики. Окремо можна виділити досвід Росії, розвиток фондового ринку якої розпочинався із американської моделі, що передбачала функціонування багатьох бірж та конкуренцію між ними. Проте, вже вкінці 1990-х років розпочався процес консолідації організаторів торгівлі, який суттєво пришвидшився після кризи 1998 року [2]. Відзначимо дві характерні особливості розвитку російського фондового ринку. По-перше, власники крупних пакетів акцій найбільших компаній не бажають допускати великі пакети акцій до вільної торгівлі (ця ж особливість притаманна зараз і українському ринку). По-друге, суттєва частина акцій російських емітентів торгуються на західних біржах. Це дозволяє емітентам дешевше ніж на українському ринку залучати кошти та мінімізувати ризики, пов’язані із недосконалою структурою внутрішнього фондового ринку. Таким чином, можна спрогнозувати, що у випадку збереження слабкої функціональної структури внутрішнього фондового ринку України та одночасному посиленні підприємств реального та іншого секторів можна очікувати залучення коштів українських емітентів через західні фондові майданчики в обхід вітчизняного.

Разом із централізацією фондового ринку спостерігається централізація депозитарної та клірингових систем. Так, у Польщі та країнах Прибалтики функціонують централізовані депозитарії, які відповідають за депозитарні та розрахунково-клірингові операції для всіх депозитаріїв цінних паперів, включаючи казначейські. Відмітимо, що відсутність централізованої депозитарної системи, насамперед уніфікованих правил обліку цінних паперів створюють суттєві проблеми для російського фондового ринку та збільшують ризики для його учасників.

Для групи країн із розвиненими фондовими ринками на початкових етапах становлення організованого ринку домінувало два типи цінних паперів: державні облігації та акції компаній, що приватизувалися (яскравими прикладами є ринки Польщі та Прибалтійських країн). Таким чином, поряд із розвитком інфраструктури ринку та забезпечення його надійності та прозорості, держава сприяла розвитку організованого ринку шляхом активної політики управління внутрішнім боргом. Відповідно, на ринку з’явилися високоліквідні, надійні інструменти – казначейські облігації. Іншим аспектом стало проведення приватизації через первинне розміщення частини акцій підприємств, що продавались, на організованому фондовому ринку. Така поведінка держави, як учасника фондового ринку, була суттєвим фактором появи пропозиції на привабливих інструментів на ринку та зростання його ліквідності ринку.

В Україні держава, як учасник організованого ринку, досі не проводила цілеспрямованої і зрозумілої політики в жодному із цих двох напрямків. Внутрішній ринок ОВДП є недостатньо ліквідним, оскільки не створено ефективного механізму первинної та вторинної торгівлі цих облігацій. Відсутня також визначеність щодо політики управління внутрішнім боргом - на ринку досі відсутні довгострокові ОВДП, наприклад, держава розмішує свої боргові папери через європейські фондові ринки. Однак, по-перше, значна частина підприємств вже приватизована, тобто це втрачені можливості щодо стимулювання розвитку фондового ринку в минулому. А, по-друге, остання ініціатива теж містить суттєві недоліки, які можуть привести до того, що акції підприємств, що будуть приватизовані найближчим часом, будуть також втрачені для ринку [3].

У економіках, де фондовий ринок є успішним, існує послідовне і жорстке регулювання, а регулюючі органи мають суттєві повноваження і ресурси. Загальна модель регулювання є спільною для більшості країн: відсутній єдиний регулятор консолідованого нагляду за ринком фінансових послуг. Натомість, як правило, всі повноваження щодо регулювання та нагляду за фондовим ринком сконцентровані в комісіях по цінних паперах та фондовому ринку або їх аналогах. При цьому, в різних країнах ці повноваження можуть бути дещо різними. Для прикладу, в Польщі окрім стандартних функцій регулювання фондового ринку, суттєва увага регулятора приділяється нагляду за національними інститутами спільного інвестування, що є одною із найважливіших груп інвесторів. У Чехії до функцій комісії по цінних паперах належить в тому числі і нагляд за недержавними пенсійними фондами, платіжними системами, обігом акцій, що пройшли лістинг та ін. Нагляд за банками-учасниками фондового ринку здійснюється, як правило, спільно комісіями із цінних паперів та центральними банками. Такі відмінності у розподілі повноважень між регуляторами виглядають менш важливим фактором розвитку ринків капіталу, ніж принципи та підходи самого регулювання. Проте Польща почала проводити послідовну політику захисту прав акціонерів, жорстких вимог розкриття інформації емітентами і учасниками ринку, встановила строгі стандарти лістингу. Чехія, на противагу, дотримувалась принципу мінімального втручання держави в торгівлю цінними паперами. Окрім того, створена у Польщі Комісія з цінних паперів отримала значні повноваження, і могла, наприклад, відкликати в порушників ліцензії на операції з цінними паперами без судового розгляду. У Чехії такий нагляд було делеговано невеликому підрозділу у Міністерстві фінансів, що не одержав адекватних повноважень і ресурсів. В результаті, польська Комісія з цінних паперів скандалів у Польщі було небагато, проводила досить ретельний нагляд і корпоративних Чеська політика невтручання у поєднанні з низькою якістю судової системи призвели до розкрадання корпоративних ресурсів, дискримінації міноритарних акціонерів та втрати довіри до фондового ринку.

Таким чином, успішні фондові ринки країн ЦСЄ функціонують на основі консолідованої системи біржової торгівлі із основною біржею, на якій укладається переважна більшість угод із цінними паперами. Також функціонує централізована депозитарна система із центральним депозитарно-кліринговим центром. Важливо, що суттєву роль у становленні ліквідного фондового ринку відіграла держава:

1) розроблення правил торгівлі на біржах, їх функціонування, забезпечення їх надійності та прозорості;

2) активна політика управління внутрішнім боргом, що обумовлювало наявність на внутрішньому організованому ринку надійних, високоліквідних ЦП – казначейських облігацій;

3) продаж частини акцій підприємств, що приватизуються, на організованому фондовому ринку;

4) забезпечення відповідної законодавчої бази функціонування ринку, що гарантувала захист прав акціонерів [4].

Біржовий сегмент фондового ринку відіграє на сьогодні другорядну роль в економіці України, про що свідчать незначні показники, порівняно з країнами Центральної та Східної Європи, співвідношення капіталізації та обсягів біржових торгів до величини ВВП країни.

Динаміка біржового фондового ринку не корелюється з об’єктивними процесами і тенденціями функціонування та розвитку національної економіки. Цілісності біржової системи заважає також слабка взаємодія фондових бірж з інституціями виконання біржових договорів. Відсутність досконалих механізмів клірингу створює додаткові труднощі як для учасників ринку, інвесторів, так і для держави в цілому. Крім того, в Україні сформована децентралізована дворівнева депозитарна система, у якій існує кілька депозитаріїв щодо обслуговування корпоративних цінних паперів і облігацій місцевих позик, а також Національний банк України як депозитарій державних цінних паперів.

Паралельне існування декількох систем депозитарного обліку, створених кожним депозитарієм та Національним банком України, за умов, коли зберігачі цінних паперів повинні підтримувати зв’язок з інформаційною системою кожного депозитарію та відповідати його вимогам щодо технічного та програмного забезпечення, призводить до збільшення організаційних, технологічних та фінансових витрат професійних учасників ринку та інвесторів, у тому числі держави, збільшення ризиків у процесі функціонування системи загалом.

До недоліку депозитарної системи України слід віднести і відсутність належного її інтегрування з міжнародними депозитарними установами, що стримує доступ українських підприємств та інвесторів на міжнародні ринки капіталу. Для залучення інвесторів на фондовий ринок необхідно постійно підвищувати якість послуг, що надаються професійними учасниками фондового ринку, у зв’язку з чим потребують удосконалення вимоги стосовно провадження професійної діяльності на фондовому ринку [1].

Зростання українського фондового ринку зумовлює об’єктивну потребу в задіянні потенціалу саморегулівних організацій на принципово нових засадах саморегулювання як у сфері посилення ролі професійних учасників фондового ринку у його подальшій розбудові, так і у сфері покращення взаємодії саморегулівних організацій і Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

З метою консолідації біржової системи фондового ринку необхідно **з**абезпечити адаптацію законодавства щодо біржової торгівлі цінними паперами до законодавства Європейського Союзу, зокрема, до вимог Директиви 2004/39/ЄС щодо ліцензування та регулювання біржових ринків, допуску фінансових інструментів до обігу, призупинення та вилучення фінансових інструментів з обігу, щодо прозорості проведення біржових торгів, а також порядку обслуговування біржових операцій з цінними паперами.

Встановити єдині вимоги до стандартів розкриття інформації про результати біржових торгів, що підлягають регулярному оприлюдненню. Запровадити уніфіковані принципи функціонування фондових бірж. Забезпечити умови для здійснення публічних первинних розміщень пайових та боргових цінних паперів на фондових біржах з одночасним унесенням їх до лістингу. Запровадити вимоги щодо наявності регулярних мінімальних обсягів торгівлі на фондовій біржі як умови провадження професійної діяльності на фондовому ринку. Встановити мінімальні вимоги до необхідного технологічного забезпечення біржових торгів [6].

Запровадити здійснення фондовими біржами постійного моніторингу біржових торгів, використання ними ефективних механізмів протидії маніпулюванню, встановити відповідальність за несправедливе ціноутворення. Уніфікувати вимоги до електронних торговельних систем фондових бірж, забезпечити використання біржових технологій, які мінімізують торговельні ризики та збої торговельних систем. Вдосконалити механізм регулювання фондових бірж щодо протидії маніпулюванню та значним коливанням біржового курсу, а також взаємодію з Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, депозитарієм та саморегулівними організаціями щодо оперативного інформування учасників ринку про події, які впливають на ринкову вартість цінних паперів, які мають обіг на біржах. Встановити вимоги щодо придбання цінних паперів до складу активів публічних інститутів спільного інвестування виключно на фондових біржах. Встановити вимоги щодо зосередження торгівлі цінними паперами, які знаходяться в активах публічних інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів та страхових компаній, виключно на фондових біржах.

З метою модернізації депозитарної системи України, системи клірингу та розрахунків за договорами щодо цінних паперів створити єдину систему депозитарного обліку цінних паперів, передбачивши:

- створення та функціонування Центрального депозитарію цінних паперів;

- консолідацію депозитарного обліку всіх цінних паперів, у тому числі державних, в Центральному депозитарії [5].

Необхідно уніфікувати систему обліку прав власності на цінні папери, зокрема через трансформацію реєстраторів власників іменних цінних паперів та зберігачів цінних паперів у депозитарні установи як єдині потужні суб’єкти, відповідальні за облік прав на цінні папери та прав за цінними паперами, законодавче закріплення функції із складання реєстрів власників іменних цінних паперів за Центральним депозитарієм із наданням права емітенту цінних паперів самостійно визначати відповідальну особу за надання йому реєстру власників іменних цінних паперів.

**Висновки.** Створити законодавчі умови для розширення та функціонування ринку, перевести усі види емісійних цінних паперів у бездокументарну форму існування. Передбачити можливість створення клірингових установ, у тому числі за його участі та участі бірж, відповідальних за проведення клірингу за договорами щодо цінних паперів, укладених на фондових біржах. Запровадити обов’язкове проведення щорічного аудиту за міжнародними стандартами депозитаріїв, бірж та клірингових установ.

З метою підвищення вимог до професійної діяльності та якості послуг, що надаються на фондовому ринку, необхідно:

* встановити законодавчо вимоги до ділової репутації керівників професійних учасників фондового ринку та запровадити заборону особам із недобросовісною репутацією бути власниками та/або керівниками професійних учасників фондового ринку;
* запровадити контроль за особами, які мають істотну участь в професійному учаснику або мають намір його придбати, шляхом отримання попередньої згоди Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку на набуття істотної участі або таке придбання;
* встановити вимоги щодо обов’язкового попереднього погодження статутів та внесення змін до них професійних учасників фондового ринку Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку до їх державної реєстрації.

**Список використаних літературних джерел**

Положення про депозитарну діяльність: Затв. рішенням Держ. комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17 жовт. 2006 р., № 999.

Червова Л.Г., Бєлікова О.Ю. Фондовй рнок в умовах трансформації економіки // Фінанси України. - 2011. - №7. - С. 129-134.

Тихонов Р.Ю., Тихонов Ю.Р. Фондовй рнок. - Мн.: Амалфея, 2000.- 224 с.

 www.finance.ua – система розкриття інформації на фінансовому ринку України.

1. www.securities.org.ua – інтернет-бібліотека "Цінні папери України”.
2. www.smida.gov.ua – система розкриття інформації на фондовому ринку України.