

ПРОБЛЕМИ І НАПРЯМИ УДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Статтю присвячено систематизації і актуалізації проблем і напрямів удосконалення функціонування фінансового посередництва на ринку цінних паперів шляхом виявлення і групування сукупності першочергових проблем діяльності фінансових посередників і функціонування ринку цінних паперів, а також оптимальних і адекватних сучасним реаліям напрямів вирішення таких проблем. Узагальнено і згруповано найбільш актуальні проблеми ринку цінних паперів, серед яких: інституційні, інфраструктурні, фінансових інструментів, ринку інвестиційних послуг, державного регулювання та нагляду. Визначені цілі, завдання і ключові заходи модернізації фондового ринку.

Ключові слова: фінансові посередники, ринок цінних паперів, напрями удосконалення функціонування фінансового посередництва на ринку цінних паперів.

Статья посвящена систематизации и актуализации проблем и направлений усовершенствования функционирования финансового посредничества на рынке ценных бумаг путем обнаружения и группировки совокупности первоочередных проблем деятельности финансовых посредников и функционирования рынка ценных бумаг, а также оптимальных и адекватных современным реалиям направлений решения таких проблем. Обобщены и сгруппированы наиболее актуальные проблемы рынка ценных бумаг, среди которых: институциональные, инфраструктурные, финансовых инструментов, рынка инвестиционных услуг, государственного регулирования и надзора. Определены цели, задачи и ключевые меры модернизации фондового рынка.

Ключевые слова: финансовые посредники, рынок ценных бумаг, направления усовершенствования функционирования финансового посредничества на рынке ценных бумаг.

The article is devoted to systematize and update issues and trends to improve the functioning of financial intermediation in the securities market by finding and grouping together the priority problems of financial intermediaries and the functioning of securities markets, as well as optimal and adequate directions to modern realities such problems. Summarized and grouped the most pressing problems of the securities market, among them: institutional, infrastructural, financial instruments, market, investment services, government regulation and oversight. The aims, objectives and key measures of modernization of the stock market are defined.

Key words: financial intermediaries, securities market, directions of improving the functioning of financial intermediation in the securities market.

Світова криза 2008 року, фактично, уповільнила і звела нанівець динамічність розвитку фінансового сектору України, підкресливши невідповідність його рівня зростаючим потребам національної економіки і суттєве відставання від європейських індикаторів. Так, співвідношення капіталізації

ринку акцій до внутрішнього валового продукту, впродовж 2006 року, у Російській Федерації, Польщі та Угорщині становило 69 %, тоді як в Україні – 41,6 %, а у країнах Західної Європи (Німеччина, Франція, Греція, Ірландія, Великобританія та Іспанія тощо) – 108 %. При цьому, співвідношення

обсягу торгів акціями на організованому ринку до капіталізації (що є однією з основних характеристик ліквідності ринку) у Російській Федерації, Польщі та Угорщині становило 58 %, а в Україні – 3,1 % [11].

Розвиток ринків капіталу в Україні характеризується дискретністю і фрагментарністю, демонструє недостатнє виконання основних їх функцій – концентрація попиту та пропозиції інвестиційного капіталу, встановлення об'єктивних ринкових цін, використання фінансових інструментів для економічного розвитку країни.

Спостерігається кумулятивне накопичення проблем, які властиві як ринкам в цілому, так і діяльності фінансових посередників і потребують невідкладного розв'язання. Серед них – розвиток інфраструктури, концентрація укладення договорів купівлі-продажу цінних паперів на фондових біржах, формування Національної депозитарної системи, поліпшення захисту прав інвесторів та розкриття інформації на ринку цінних паперів, випуск та обіг фінансових інструментів тощо. Саме наявність цих та багатьох інших системних проблем розвитку ринку цінних паперів і фінансових посередників на ньому зумовлюють актуальність даного дослідження.

Наявні публікації присвячені загальній характеристиці сутності і функцій фінансових посередників [2; 3; 5; 6; 31], динаміки розвитку ринку цінних паперів [1; 4; 6; 7; 9; 10; 12], [13; 17-25; 28; 32], державного регулювання фондового ринку [15; 16; 26; 27], концептуальних засад розвитку фінансових ринків тощо [8; 11; 14; 29; 30].

Проте, не претендуючи на вичерпність дослідження, можна стверджувати, що залишаються недостатньо упорядкованими і оновленими основні перепони та шляхи поліпшення функціонування фінансового посередництва на фондовому ринку.

Таким чином, мета дослідження полягає у систематизації і актуалізації проблем і напрямів удосконалення функціонування фінансового посередництва на ринку цінних паперів.

Досягнення поставленої мети передбачає виявлення і групування сукупності першочергових проблем діяльності фінансових посередників і функціонування ринку цінних паперів, а також оптимальних і адекватних сучасним реаліям напрямів вирішення таких проблем.

Дискретність і фрагментарність розвитку фондового ринку призвели до викривлення його інституційної складової. Внаслідок цього окремі ринкові інститути стали, певною мірою, схожі на закордонні аналоги, функціонування інших виявилось суттєво деформованим, а деякі надзвичайно важливі для ринку інститути до цього часу відсутні.

У структурі вітчизняного ринку цінних паперів занадто малою є частка небанківського сегменту, на яку припадає менше 7 % загального обсягу активів фінансових установ [29]. Фінансові посередники надають споживачам досить вузький спектр послуг, значна частка яких має незадовільний рівень якості, а законні права та інтереси споживачів цих послуг недостатньо захищені.

Національний фондовий ринок характеризується низькою капіталізацією, недостатньою прозорістю, обмеженою ліквідністю (близько 5,5 % ВВП) [29]. Йому бракує фінансових інструментів з високими інвестиційними параметрами. Фактично, відсутня торгівля похідними цінними паперами та строковими контрактами, зокрема, фінансовими і товарними ф'ючерсами. Домінуюча частина цінних паперів, в першу чергу акцій, мають документарну форму випуску, що ускладнює їх обіг та зумовлює зростання вартості транзакційних витрат.

Торговельно-розрахункова інфраструктура ринку цінних паперів є незручною, витратною і остаточно не сформованою. Внаслідок цього, більше 90 % усього обсягу цінних паперів, емітованих в Україні, обертаються на неорганізованому позабіржовому ринку [29].

Найбільш актуальні проблеми ринку цінних паперів доцільно згрупувати наступним чином:

- інституційні проблеми (суттєве підвищення ризику дестабілізації ринку внаслідок раптового та масштабного виведення іноземних капіталів; надмірно розпорошена структура професійних учасників ринку з великою кількістю складних, інституційно слабких і низько капіталізованих установ);
- інфраструктурні проблеми (невідповідність розвитку біржової торгівлі в Україні сучасним вимогам ринку в контексті світових глобалізаційних процесів; заниження статусу бірж та їх ролі як інститутів формування ринкового середовища та управління ринками; відсутність процесів консолідації та універсалізації біржової торгівлі, внаслідок чого наявна низька ліквідність бірж і відсутні необхідні для їх розвитку ресурси; домінуюча концентрація діяльності на одній біржі; низька питома вага торгівлі цінними паперами на організаційно оформлених ринках і певною мірою її віртуальність, без реального виконання угод; відсутність єдиного центрального депозитарію; розпорошеність депозитарної системи України, яка не забезпечує гарантованого та якісного обслуговування зростаючого обсягу операцій з цінними паперами; висока ненадійність системи реєстраторів і її відкритість до зловживань);
- проблеми фінансових інструментів (відчутна нестача привабливих фінансових інструментів та досить вузький асортимент фінансових послуг; обмеженість розвитку національного ринку державних облігацій; нерегулярність випуску державних облігацій і скорочення в обігу загальної вартості державних облігацій; відсутність ринку забезпечених активами цінних паперів і деривативів);
- проблеми ринку інвестиційних послуг (відсутність інвестиційних компаній і їх різновидів у відповідності до європейського законодавства; незначні обсяги залучення інвестиційних ресурсів; обмежений обсяг реалізації інноваційних

- проектів через венчурні фонди; низький рівень довіри з боку потенційних учасників та інвесторів; відсутність ефективної та прозорої системи оцінки діяльності; дефіцит привабливих для інвестування фінансових інструментів та штучне стримання інвестування коштів в іноземні цінні папери; дискримінаційний, у порівнянні з вкладниками банківських установ, порядок оподаткування доходів власників цінних паперів ІСІ; викривлення змісту венчурного інвестування);
- проблеми державного регулювання та нагляду (недосконале правове середовище та вади державного регулювання; нормативно-правова база не враховує особливості професійної діяльності на фондовому ринку, є досить суперечливою та не повністю сформованою; множинність органів системи регулювання у фінансовому секторі; відсутність ефективної протидії маніпулюванню цінами та незаконному використанню інсайдерської інформації; невизначеність щодо шляхів та меж саморегулювання; дублювання низки функцій регуляторами у сфері нагляду за суб'єктами фінансового ринку; суттєва різниця між регуляторами за статусом, рівнем незалежності, інституційною спроможністю, правилами і процедурами; низька прозорість державних регуляторних органів та інформаційна закритість фінансових установ, невідповідність в повній мірі вимог та процедур розкриття інформації міжнародно визнаним стандартам і потребам інвесторів та споживачів фінансових послуг; нерозвиненість системи рейтингових оцінок та існуючий монополізм на ринку вітчизняних рейтингових послуг; невідповідність діяльності вітчизняних фінансових установ міжнародним стандартам, правилам та процедурам, визначеним Директивами ЄС) [1; 4; 6-16; 17-25; 26-30; 32].
- Основними цілями модернізації фондового ринку пропонується вважати досягнення стійкості, відкритості та конкурентоспроможності. При цьому розвиток ринку цінних паперів має ґрунтуватися на одночасному розв'язанні у законодавчій, інституційній та технологічній площинах наступних завдань:
- проведення інституційної реформи ринків капіталу (консолідація біржової системи України на принципах регульованих ринків, передбачених Директивами ЄС; завершення розбудови Національної депозитарної системи з урахуванням світового досвіду інтеграції обліково-розрахункової інфраструктури; формування сприятливих передумов для появи нових фінансових інститутів і послуг; посилення конкурентоспроможності вітчизняних фінансових установ);
 - надання фондовому ринку нових якостей (забезпечення переходу від екстенсивних шляхів розвитку ринку до інтенсивних; створення умов для ефективного виконання ринком функцій визначення вартості та

- підтримки ліквідності цінних паперів; перетворення фондового ринку на один із головних механізмів фінансування інвестиційних потреб українських суб'єктів господарювання);
 - впровадження дієвої системи захисту прав і законних інтересів споживачів фінансових послуг, у тому числі шляхом розвитку компенсаційних механізмів, забезпечення інформаційної прозорості фінансових установ щодо власників, продуктів, послуг та результатів діяльності;
 - створення сприятливого інвестиційного клімату (податкове стимулювання ринку цінних паперів; збільшення інформаційної прозорості фінансових інститутів та відкритості регуляторних органів; зменшення спекулятивної складової в торгівлі цінними паперами та посилення присутності на ринку вітчизняного капіталу; забезпечення зменшення транзакційних витрат залучення капіталу; забезпечення розвитку фінансових інструментів);
 - реформування системи державного регулювання ринків капіталу на засадах консолідованого пруденційного нагляду за діяльністю фінансових установ на основі оцінки ризиків, суттєве підвищення ефективності нагляду, посилення уніфікації регуляторних вимог та їх максимальне наближення до стандартів ЄС;
 - здійснення виваженої та поступової інтеграції вітчизняного фінансового сектора до світового фінансового простору шляхом гармонізації вітчизняного законодавства, впровадження міжнародних стандартів професійної ринкової діяльності [1; 4; 6-16; 17-25; 26-30; 32].
- З метою реалізації зазначених вище завдань державної політики запропоновано здійснити такі ключові заходи:
- ліквідувати правові перешкоди для розвитку фондового ринку з урахуванням інтересів його учасників;
 - всебічно та глибоко проаналізувати причини і наслідки світової фінансової кризи, зокрема, щодо ефективності існуючої системи державного регулювання;
 - створити сприятливі передумови для підвищення платоспроможного попиту на українські цінні папери;
 - забезпечити необхідні організаційно-правові умови для ефективної діяльності незалежних рейтингових агентств;
 - завершити побудову розвиненої та прозорої централізованої депозитарної системи;
 - створити законодавчі умови для появи центрального депозитарію та розбудови центральної розрахунково-клірингової палати;
 - підвищити рівень концентрації торгівлі на організованому ринку цінних паперів;
 - впровадити сучасні стандарти торгівлі цінними паперами та строковими контрактами;
 - інституційно зміцнити організований ринок цінних паперів України шляхом розвитку об'єктів його інфраструктури;
 - впровадити єдині стандарти діяльності на фондових біржах;

- створити та запровадити систему державного моніторингу та контролю за додержанням вимог законодавства при здійсненні операцій з торгівлі цінними паперами на фондових біржах у режимі реального часу;
- підвищити капіталізацію та ліквідність ринків емісійних цінних паперів;
- забезпечити організацію розміщення та обігу державних цінних паперів і облігацій місцевих позик, а також заохочувати обіг емісійних боргових та іпотечних цінних паперів на фондових біржах;
- запровадити зручні та маловитратні механізми доступу фізичних осіб на ринки державних цінних паперів;
- створити законодавчі передумови для розвитку ринків похідних (деривативів);
- удосконалити порядок формування іпотечного покриття та діяльності управителя іпотечним покриттям з метою стимулювання розвитку ринку іпотечних облігацій;
- імплементувати в українське законодавство європейські стандарти функціонування регульованих ринків цінних паперів;
- віднести діяльність з надання консультаційних послуг щодо цінних паперів до професійної діяльності з торгівлі цінними паперами;
- унеможливити маніпулювання цінами на фінансові інструменти та незаконне використання інсайдерської інформації шляхом унесення змін до чинного законодавства;
- забезпечити ефективну систему захисту законних інтересів інвесторів шляхом підвищення інформаційної прозорості ринку та запровадження компенсаційних механізмів відповідно до вимог законодавства ЄС;
- створити законодавчі передумови для переходу виключно до електронної форми існування іменних цінних паперів та до єдиної системи депозитарного обліку прав власності на цінні папери;
- створити правові та організаційні умови для випуску та обігу українських депозитарних

розписок на цінні папери іноземних емітентів [1; 4; 6-16; 17-25; 26-30; 32].

В ході проведеного дослідження узагальнено і згруповано найбільш актуальні проблеми ринку цінних паперів наступним чином:

- інституційні проблеми (розпорошеність структури професійних учасників ринку; ризику раптового виведення іноземних капіталів та ін.);
- інфраструктурні проблеми (невідповідність розвитку біржової торгівлі в Україні сучасним вимогам ринку; низька питома вага торгівлі цінними паперами на організаційно оформлених ринках; розпорошеність депозитарної системи України і т. д.);
- проблеми фінансових інструментів (нестача привабливих фінансових інструментів та досить вузький асортимент фінансових послуг; відсутність ринку деривативів тощо);
- проблеми ринку інвестиційних послуг (відсутність інвестиційних компаній і їх різновидів у відповідності до європейського законодавства; викривлення змісту венчурного інвестування та ін.);
- проблеми державного регулювання та нагляду (суперечливість і неповнота сформованого правового середовища; множинність органів системи регулювання; невідповідність діяльності вітчизняних фінансових установ міжнародним стандартам, правилам та процедурам).

У дослідженні визначені цілі (досягнення стійкості, відкритості та конкурентоспроможності), завдання (інституційна реформа; надання ринку цінних паперів нових якостей; впровадження дієвої системи захисту прав споживачів фінансових послуг; реформа системи державного регулювання ринку на засадах консолідованого пруденційного нагляду за діяльністю фінансових установ і т. д.) і ключові заходи (інституційні, правові, інфраструктурні, регулятивні, організаційні тощо) модернізації фондового ринку.

Перспективи подальших розвідок у даному напрямку пов'язуються із розробкою цілісного механізму удосконалення діяльності фінансових посередників на ринку цінних паперів.

ЛІТЕРАТУРА

1. Аналітичний огляд ринку спільного інвестування у 2008 році (Українська асоціація інвестиційного бізнесу [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.uaib.com.ua/files/articles/1050/71_4.pdf.
2. Версаль Н.І. Інституційна структура кредитної системи // Фінанси України – 2002. – № 11. – С. 95.
3. Гроші та кредит / За ред. Савлука М.І. – К.: КНЕУ, 2002. – С. 58.
4. Еременко А. Правдивая ложь. Профессиональные инвесторы не доверяют индексу ПФТС // Бизнес. – 2007. – № 16. – С. 70-71
5. Зимовець В.В., Зубик С.П. Фінансове посередництво: Навч. посіб. – К.: КНЕУ, 2004. – С. 5
6. Ляченко-Сюйва Л. Ринок фінансових послуг в Україні: проблеми і перспективи розвитку // Вісник НАДУ. – 2007. – № 12. – С. 35-45.
7. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України за 9 місяців 2009 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.smsc.gov.ua/Monthly.aspx>.
8. Інформаційно-аналітична довідка до засідання Громадської ради при Держінвестиції 11.11.2008 року «Питання модернізації ринків капіталу в Україні» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.in.gov.ua/files/content/dovidka313.pdf>.
9. Калач Г.М. Роль фондового ринку в акумуляції і перерозподілі фінансових ресурсів у реальний сектор економіки // Фінанси України. – 2008. – № 9. – С. 62-69.

10. Калинець К.С. Особливості розвитку та динаміка функціонування фондових бірж в Україні // Регіональна економіка. – 2008. – № 3. – С. 189-197.
11. Концепція Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні, схвалена розпорядженням Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.uфин.com.ua/konceptcia/009.doc.
12. Назарчук М. Середньостроковий прогноз розвитку фондового ринку України // Економіка України. – 2008. – № 2. – С. 47-63.
13. Назарчук М., Курбацький Г. Перехідна економіка і фондовий ринок України: порівняльний аналіз динаміки показників у 1996-2005 рр. // Економіка України. – 2006 р. – № 10. – С. 21.
14. Паливода К. Проблеми формування та використання інвестицій в сучасній економіці України // Банківська справа. – 2007. – № 4. – С. 73-82.
15. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. О.І. Кіреєва, М.М. Шаповалової, Н.І. Гребенюк. – К.: Центр наук. досліджень НБУ, 2005. – 132 с.
16. Правові засади державного регулювання банківської діяльності: огляд законодавства України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.library.ukma.kiev.ua/e-lib/NZ/NZV38_2005_law/10_kravchenko_ng.pdf.
17. Річний звіт ДКЦПФР за 2000 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=183>.
18. Річний звіт ДКЦПФР за 2001 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=209>.
19. Річний звіт ДКЦПФР за 2002 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=210>.
20. Річний звіт ДКЦПФР за 2003 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=211>.
21. Річний звіт ДКЦПФР за 2004 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=212>.
22. Річний звіт ДКЦПФР за 2005 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=213>.
23. Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=214>.
24. Річний звіт ДКЦПФР за 2007 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=583>.
25. Річний звіт ДКЦПФР за 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ssmc.gov.ua/UserFiles/File/annual_report/2008/Zvitt_2008.zip.
26. Регулювання діяльності учасників ринку цінних паперів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.readbookz.com/book/129/3596.html>.
27. Регулятивна інфраструктура фондового ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://pravoznavec.com.ua/books/142/9775/32/>.
28. Річний звіт ПФТС за 2006 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.pfts.com.
29. Розвиток фондового ринку і небанківських фінансових інститутів в Україні: ключові перешкоди і пріоритетні напрями подальшого реформування. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/capmarkets_conferencepaper_sept2007_ukr.pdf.
30. Стратегія розвитку фінансового сектора України до 2015 року (проект) 2008 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.kbs.org.ua/files/proektda1232.pdf.
31. Федосов В.М., Опарін В.М., Львовчкін С.В. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми // Фінанси України – 2008. – № 12. – С. 8
32. Циганова Н.В., Шпанко А.С. Потенціал розвитку вітчизняного ринку спільного інвестування // Фінанси України. – 2007. – № 8. – С. 101-103.

Рецензенти: Пантелєєв В.Д., д.е.н., професор;
Негудихата К.Л., к.е.н., доцент.

© Полстасв О.О., 2010

Дата надходження статті до редколегії 20.05.2010 р.