

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ФУНКЦІОНУВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

1.1. Регулювання фінансового ринку: економічна сутність та об'єктивна необхідність

Фінансовий ринок - це складова частина інфраструктури фінансової системи, яка забезпечує територіальне (місце, віртуальне місце), часове і функціональне здійснення трансакцій суб'єктів національної та міжнародної економіки, встановлення рівноважної ціни за відповідних обсягів купівлі-продажу фінансових активів, інструментів, технологій, а також надання фінансових послуг, необхідних для здійснення господарської та фінансової діяльності.

Економічна сутність фінансового ринку полягає у встановленні рівноважної ціни та обсягу купівлі-продажу фінансових ресурсів, інструментів, технологій, а також ціни та обсягу надання фінансових послуг для покупців і продавців на цьому ринку. Оскільки існує відповідність між фінансовою і економічною (господарською) сферами, то таким чином фінансовий ринок впливає на економічні процеси і забезпечує раціональність та ефективність використання наявних, завжди обмежених економічних ресурсів[15].

З метою структуризації фінансового ринку використовують фінансові інструменти, що його обслуговують.

Більшість учених дотримується укрупненого поділу ринку, зокрема за строками обігу фінансових інструментів фінансовий ринок сегментується на грошовий ринок і ринок капіталів (кредитний ринок і ринок цінних паперів). Здебільшого, на грошовому ринку здійснюються в основному короткострокові депозитно-ощадні операції, а на ринку капіталів здійснюється емісія і придбання довгострокових кредитних ресурсів та цінних паперів. На сучасному етапі розвитку фінансового ринку основним фінансовим інструментом на ринках капіталу вважаються облігації.

Залежно від видів фінансових інструментів, фінансовий ринок

структурується на ринок боргових зобов'язань (кредитний ринок), ринок цінних паперів і грошовий ринок (валютний ринок). У сучасних умовах розвитку інструментарію фінансових ринків виокремлюють ринок похідних фінансових інструментів (деривативів).

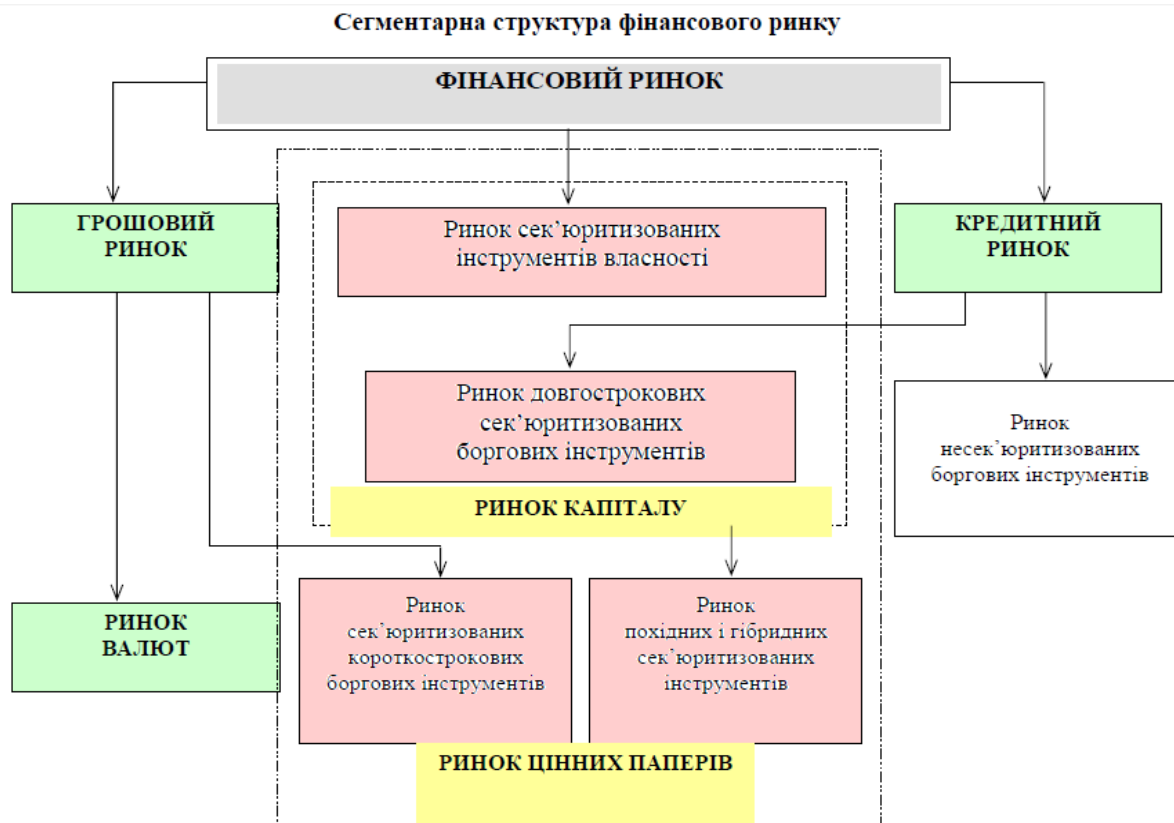


Рис. 1.1 Сегментарна структура фінансового ринку

Виходячи із обраної теми дипломної роботи вважаю за необхідне розглянути моделі регулювання фінансового ринку .

В залежності від характеру розвитку тієї чи іншої країни, стану її економіки, особливостей законодавства, політичної ситуації, специфіки фінансових відносин виділяють три основних моделі наглядових системи:

- модель єдиного наглядового органу;
- секторна модель;
- функціональна модель.

Модель єдиного наглядового органу означає створення мегарегулятора та зосередження усіх регулюючо-наглядових інструментів у розпорядженні єдиного

органу. Регулюючо-наглядовий орган такого типу вперше був створений 1982 року у Сінгапурі, потім такий метод регулювання фінансових відносин використали країни Скандинавського півострову, в подальшому ж у багатьох розвинених країнах світу, зокрема в країнах Європи, в Японії, Австралії, Китаї. На сьогодні така модель інтегрованого регулювання та нагляду використовується у країнах Європейського союзу: Німеччині, Великобританії, Швеції, Польщі, Австрії, Естонії, Латвії, Чехії, Мальті, Словаччині, Бельгії, Ірландії, Угорщині, Данії. Причому, єдиною функцією Центрального банку залишається провадження грошово-кредитної політики. Слід зауважити, що 1997 року у Великобританії було створено Управління фінансових послуг, в компетенції якого входить регулювання та нагляд за діяльністю всіх інститутів, що надають фінансові послуги. Також у 2002 році в Німеччині запрацював новий мегарегулятор, Федеральне відомство фінансового нагляду, що регулює діяльність банків, страхових компаній, бірж[10].

В деяких країнах (Чехія, Словаччина, Сінгапур, Ірландія) функції мегарегулятора виконує центральний банк, а в окремих країнах (Естонія, Латвія, Мальта, Угорщина, Великобританія, Німеччина, Китай) єдиний наглядовий орган відокремлено від центрального банку, і він є незалежним спеціалізованим органом».

Секторна модель передбачає створення окремого регулюючо-наглядового органу за певним сектором фінансового ринку. Проте, починаючи з 2000 року багато країн відійшли від такої моделі нагляду. Та все ж у таких країнах як Болгарія, Греція, Кіпр, Литва, Фінляндія, Словенія, Румунія, Іспанія, а також Україна застосовують і до сьогодні. Варто зазначити, що в Італії, Франції та Португалії використовують окремі принципи такого регулювання, зокрема в даних країнах один такий орган нагляду регулює кілька сфер фінансових відносин.

Функціональна модель означає наявність двох інститутів регулювання. Один з органів регулює діяльність фінансових інститутів, інший – розробляє норми функціонування фінансових інститутів на ринку, здійснює нагляд за

дотриманням цих норм, а також захищає права інвесторів, споживачів фінансових послуг, контролює стан конкуренції на фінансовому ринку.

Таку модель в чистому вигляді використовують лише у Нідерландах, де в 2004 Центральний банк цієї держави, органи, що регулюють діяльність страхових компаній та пенсійних фондів були об'єднані з подальшим завданням здійснювати продуційний нагляд за фінансовими відносинами. Натомість регулювання та нагляд за бізнесом, за доступністю, відкритістю економічної інформації виконує орган нагляду за фінансовими ринками .

Цілі регулювання фінансових ринків: захист державних інтересів, виражених через національний фінансовий ринок, залучення інвестицій і капіталу на фінансові ринки з урахуванням розвитку інфраструктури конкурентоспроможних сегментів; зниження рівня неринкових інвестиційних відносин, що викликають ризик на фінансових ринках, формування вітчизняних роздрібних інвесторів за допомогою розвитку різних форм заощаджень; забезпечення дотримання всіх основоположних принципів інвестування, ліквідація економічно не обґрунтованих перешкод в області росту і розвитку фінансових ринків; забезпечення стабільності з урахуванням інтересів усіх суб'єктів фінансових ринків, формування нового рівня довіри населення; персоналізація гравців (учасників) на початковій стадії формування конкретного ринку; подальший нагляд за авторизованими фірмами , наприклад, з метою проведення перевірок платоспроможності, бухгалтерської звітності; забезпечення прозорості придбаного доходу; контроль за дотриманням правил і законів відносин між учасниками фінансових ринків, формування взаємин між державними органами та суб'єктами фінансових ринків, забезпечення і контроль за дотриманням заборон, розроблених з метою мінімізації шкоди або збитку; реалізація методів, стимулюючих зростання показників фінансових ринків; впорядкування відносин у сфері господарського життя суб'єктів фінансових ринків, забезпечення стабільності керованих процесів, контроль за дотриманням мір відповідальності і обов'язків учасників фінансових ринків.[61]

Таким чином, можна сказати, що функції державних наглядових та

регулюючих органів, що здійснюють свою діяльність на фінансових ринках, є потужним стимулятором для підйому рівня реальних секторів економіки.

Для розуміння об'єктивну необхідність регулювання фінансового ринку, слід пам'ятати, що ринок цінних паперів являє собою базовий елемент фінансового ринку, де продаються і купуються цінні папери. І для того, щоб подібна фінансова система працювала безперебійно, виникає необхідність в її регулюванні. Регулювання ринку цінних паперів, упорядкування дій усіх учасників фінансових відносин.

До учасників належать емітенти, інвестори, фондові посередники, а також вся інфраструктура ринку. Регулювання ринку цінних паперів може бути як внутрішнім - підпорядкування власним нормативним документам, так і зовнішнім, підпорядкування державним нормативним актам, актам міжнародних організацій та світовим угодами.

Регулювання може бути державним, яке здійснюється органами державного управління, громадською думкою і саморегулювання, тобто регулювання з боку учасників процесу.

Головною метою регулювання РЦП є підтримання порядку на ринку та створення сприятливих умов для всіх учасників фінансових відносин. Далі - це забезпечення прозорості для учасників ринку, створення відкритого процесу ціноутворення, виходячи з попиту та пропозиції на цінні папери. Наступна мета - це створення такого ринку, який мотивував би учасників до підприємницької діяльності. Для здійснення всіх цих завдань необхідне створення ефективної нормативної бази, відбір компетентних учасників ринку та створення системи контролю над діяльністю ринку[13].

Ринок цінних паперів - складова частина ринків позикових капіталів, об'єкт державного регулювання, націленого захистити інтереси інвесторів від протиправних дій з боку емітентів або посередників. Дії держави поширюються також на охорону інтересів учасників фондового ринку, які виступають посередниками в процесі перетворення заощаджень інвесторів в інвестиції. Державне регулювання ринку цінних паперів реалізується через пряме і непряме

втручання. Держава при цьому не втручається в процес ціноутворення на ринку цінних паперів, залишаючи за учасника ринку право на самоконтроль і саморегулювання.

На ринку цінних паперів державне регулювання здійснюється за трьома напрямками:

- 1) Діяльність органів контролю та нагляду,
- 2) Законодавчо - правова база - розкриття інформації, діяльність на ринку, регулювання діяльності учасників ринку,
- 3) Механізм безпосереднього регулювання ринку цінних паперів.

Важливість регулювання фінансових ринків, в тому числі і ринку цінних паперів, очевидна. Як правило, нерегульовані ринки можуть не давати результату, економічно оптимального і вигідного як для учасників самого ринку, так і для держави. У такому разі інвестори не будуть приймати правильних рішень про вкладення цільових інвестицій, і ризик різного рівня не розподілиться по економіці належним чином. небезпека полягає в тому, що в цьому випадку підвищується рівень падіння однієї з галузей ринку, що спричинить за собою порушення в роботі всієї фінансової системи.

Якщо ж регулювання фінансових ринків підтримується на належному рівні, то для інвесторів буде очевидна стабільність і економічна вигода (резалтінг) їх інвестиційних вкладень. У подібному випадку, криза і ризик розподіляється по економіці оптимальним і більш безпечним чином. Саме з цієї причини фінансові ринки особливо мають потребу в грамотному регулюванні. Враховуючи складність послуг, що надаються такими ринками, їх природу і довгостроковість, потенційно або реально великі суми грошей, рівень регулювання фінансових ринків значно вище ступеня регулювання послуг не фінансових[12].

Ефективність виконання фінансовим ринком своєї основної функції з мобілізації розрізнених інвестиційних ресурсів, їх акумуляції та трансформації у продуктивний капітал значною мірою залежить від впорядкованості інфраструктури цього ринку, окресленості інституційного й правового поля, швидкості та надійності здійснення суб'єктами ринку інвестиційних операцій та

функціонування комунікаційних систем, розвитку сучасних форм та методів консолідації ресурсів.

Метою державного регулювання ринків фінансових послуг в Україні є: проведення єдиної та ефективної державної політики у сфері фінансових послуг; захист інтересів споживачів фінансових послуг; створення сприятливих умов для розвитку та функціонування ринків фінансових послуг; створення умов для ефективної мобілізації та розміщення фінансових ресурсів учасниками ринків фінансових послуг з урахуванням інтересів суспільства; забезпечення рівних можливостей для доступу до ринків фінансових послуг та захисту прав їх учасників; додержання учасниками ринків фінансових послуг вимог законодавства; запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринках фінансових послуг; контроль за прозорістю та відкритістю ринків фінансових послуг.

Еволюція фінансових ринків є особливою помітною останні два десятиліття у зв'язку з появою великої кількості посередників, ринків і фінансових інструментів .

Основним об'єктом зміни на фінансовому ринку виступало регулювання, як одна з функцій управління фінансовим ринком. У зв'язку з останніми фінансовими кризами вивчення функції регулювання набуває все більшого значення у світових фінансових колах. Одним з основних недоліків поточної фінансової системи є наявність умов для виникнення так званих «бульбашок». Простежемо розвиток ринку в таблиці Додатку А.

В Україні існує ціла низка регулюючих органів, які здійснюють нагляд за діяльністю окремих видів фінансових посередників. Також прийняті відповідні закони, які регулюють діяльність як фінансових інститутів, так і регулюючих органів. Зокрема, регулювання, нагляд та контроль за діяльністю банків здійснює Національний банк України.

Ринком цінних паперів займається Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, за регулювання та нагляд за діяльністю небанківських фінансових посередників відповідальна Національна комісія, що здійснює

державне регулювання у сфері фінансових послуг.

Особливості діяльності основних державних органів системи регулювання фінансових посередників в Україні станом на 2020 р. зображені в таблиці 1.1.

Таблиця 1.1

Особливості діяльності основних державних органів системи регулювання фінансових посередників в Україні станом на 2020 р.

Назва державного органу	Сектор регулювання	Функції	Підпорядкування
1	2	3	4
Національний банк України	Ринок банківських послуг, грошово-кредитна система	Регулювання та нагляд за діяльністю банків, валютне регулювання і контроль, провадження грошово-кредитної політики	Підзвітний Верховній Раді України і Президентові України
Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку	Ринок цінних паперів	Здійснення комплексних заходів щодо регулювання, нагляду та контролю за ринком цінних паперів та їх похідних, запобігання зловживання та порушення у цій сфері	Підпорядкована Президенту України, Кабінету міністрів, підзвітна Верховній Раді України.
Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері фінансових послуг	Ринок фінансових послуг (крім ринку банківських послуг і ринків цінних паперів та похідних цінних паперів	Формування та забезпечення реалізації політики державного регулювання у сфері ринків фінансових послуг (крім ринку банківських послуг і ринків цінних паперів та похідних цінних паперів, захист прав споживачів фінансових послуг тощо	Підпорядкована Президенту України, підзвітним Верховній Раді України.

Система регулювання фінансових посередників в Україні об'єднує чотири підсистеми:

- Підсистема державних органів регулювання та нагляду;
- Підсистема інститутів інфраструктури фінансового ринку;
- Підсистема саморегулюючих організацій;
- Аналітично-інформаційна підсистема.

Оскільки об'єктом дослідження є стан та розвиток вітчизняного фондового ринку, як підзвітного Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку,

то пропонуємо розглянути особливості діяльності основних державних органів системи регулювання фінансових посередників в Україні станом на 2020 р. Також, слід відмітити, що і інші державні органи здійснюють часткове регулювання фінансових інститутів. Наприклад, Міністерство фінансів України, відповідно до своїх повноважень має право вносити пропозиції при розробці нормативних документів, що регулюють діяльність фінансового ринку (Додаток В).

Тобто, ми визначили що необхідною складовою ефективною фінансовою системи країни є її робочий фондовий ринок, без якого неможливе раціональне направлення фінансових ресурсів в реальний сектор економіки. І потреба ефективного функціонування всієї системи зумовлює об'єктивну необхідність в державному регулюванні як всього фінансового ринку, так і ринку цінних паперів, як невід'ємної складової. Для цього в Україні і був створений державний регулятор фондового ринку Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку.

1.2. Нормативно-правове забезпечення функціонування фінансових ринків

Відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» державне регулювання ринку цінних паперів здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Інші державні органи здійснюють контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів у межах своїх повноважень, визначених чинним законодавством[45].

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку утворена Указом Президента України №1063/2019 від 23.11.2019р. з метою комплексного правового регулювання відносин, що виникають на ринку цінних паперів, забезпечення захисту інтересів громадян України та держави, запобігання зловживанням та порушенням у цій сфері [49].

НКЦПФР є «продовжувачем» справи Державної комісії з цінних паперів та

фондового ринку, що наразі проходить процедуру ліквідації.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку є державним колегіальним органом, підпорядкованим Президенту України, підзвітним Верховній Раді України. До системи органу входять Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, її центральний апарат і територіальні органи. У своїй діяльності Комісія керується :

- 1) Конституцією та законами України;
- 2) постановами Верховної Ради;
- 3) указами і розпорядженнями Президента України;
- 4) актами Кабінету Міністрів України;
- 5) міжнародними договорами України;
- 6) Положенням про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку утворюється у складі Голови Комісії та шести членів Комісії. Голова Комісії та її члени призначаються на посади та звільняються з посад згідно до указів Президента України.

Основною формою роботи Комісії є засідання, які проводяться за рішенням Голови Комісії у разі необхідності, але не рідше одного разу на місяць.

Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку затверджується Президентом України. Територіальні органи Комісії діють на основі положення, що затверджується Комісією, і координують свою діяльність із місцевими державними адміністраціями та органами місцевого самоврядування.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку розробляє і затверджує акти законодавства, обов'язкові для виконання центральними та місцевими органами виконавчої влади, органами місцевого самоврядування, учасниками ринку цінних паперів, їх об'єднаннями та контролює їх виконання з питань, що належать до її компетенції[49].

Місією Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку є забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо цінних паперів і

функціонування фондового ринку в Україні, а також здійснення правового регулювання відносин, що виникають на ринку цінних паперів, захист інтересів громадян України та держави, запобігання зловживанням та порушенням на фондовому ринку, координація діяльності міністерств та інших центральних органів державної виконавчої влади у цій сфері.

Відповідно до покладеної місії діяльність Комісії спрямовує свої зусилля на всебічне сприяння розвитку українського ринку цінних паперів як одного з найважливіших сегментів вітчизняної економіки.

Реалізація завдання щодо становлення ліквідного, надійного та прозорого національного фондового ринку вимагає проведення різноспрямованої роботи. Комісія здійснює свою діяльність за такими пріоритетними напрямками:

- 1) удосконалення засад державного регулювання ринку цінних паперів та захисту прав інвесторів;
- 2) посилення конкурентоспроможності фондового ринку України, у тому числі шляхом підвищення ролі біржового фондового ринку;
- 3) розвиток депозитарної системи України;
- 4) розвиток корпоративного управління.

Комісія активно співпрацює з більшістю міжнародних організацій, які діють в галузі ринку капіталів та фінансових послуг, включаючи Міжнародну організацію Комісій з цінних паперів (IOSCO), Міжнародну фінансову корпорацію (IFC), Світовий банк, а також з комісіями з цінних паперів інших країн та міжнародними донорськими організаціями, які працюють в Україні.

Діяльність НКЦПФР можна розділити на такі узагальнюючі блоки:

- 1) Регуляторна діяльність
- 2) Ліцензійна діяльність
- 3) Підготовка і сертифікація спеціалістів
- 4) Реєстрація емісій цінних паперів
- 5) Моніторинг учасників фондового ринку
- 6) Фінансовий моніторинг
- 7) Правозастосування на ринку ЦП

- 8) Розпорядження стосовно випусків ЦП
- 9) Контрольно-ревізійна діяльність
- 10) Корпоративне управління
- 11) Адміністративні послуги.

Довідково пропонуємо ознайомитись із Додатком С.

Учасниками ринку цінних паперів можуть бути - емітенти, інвестори, саморегулівні організації та професійні учасники фондового ринку.

Емітент - це юридична особа. Автономна Республіка Крим або міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками.

Інвестори в цінні папери - фізичні та юридичні особи, резиденти та нерезиденти, які набули права власності на цінні папери з метою отримання доходу від вкладених коштів та/або набуття відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства.

Професійні учасники фондового ринку- юридичні особи, які на підставі ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, провадять на фондовому ринку професійну діяльність, види якої визначені законами України[70].

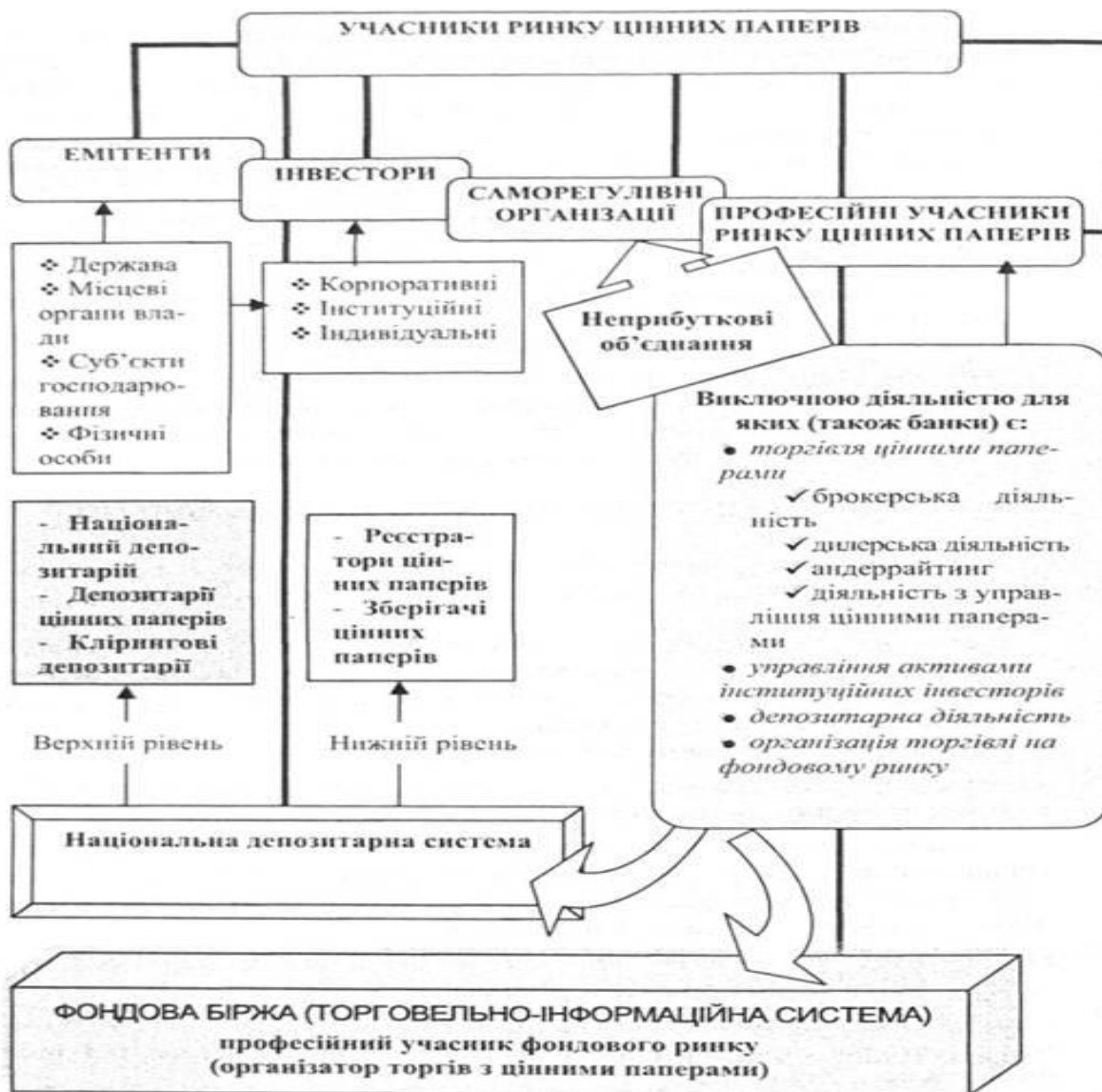


Рис. 1.2. Учасники ринку цінних паперів

Поєднання професійної діяльності на фондовому ринку з іншими видами професійної діяльності, за винятком банківської, не допускається, крім випадків, передбачених законом.

На фондовому ринку здійснюються такі види професійної діяльності:

- а) Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку
- б) Депозитарна діяльність
- в) Діяльність з управління активами інституційних інвесторів
- г) Діяльність з управління іпотечним покриттям
- д) Діяльність з торгівлі цінними паперами:
 - 1) Брокерська діяльність

- 2) Дилерська діяльність
- 3) Андеррайтинг
- 4) Діяльність з управління цінними паперами

Саморегулівна організація професійних учасників фондового ринку - неприбуткове об'єднання учасників фондового ринку, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку з торгівлі цінними паперами, управління активами інституційних інвесторів, депозитарну діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів), утворене відповідно до критеріїв та вимог, установлених НКЦПФР.

Ці організації професійних учасників ринку цінних паперів створюються згідно з Рішенням Національної Комісії з цінних паперів та фондового ринку України, за принципом - одна саморегулівна організація з кожного виду професійної діяльності.

Саморегулівна організація повинна об'єднувати не менше ніж 25 % кількості професійних учасників ринку цінних паперів, які здійснюють певний вид (види) професійної діяльності, за винятком саморегулівних організацій організаторів торгівлі та установ, що здійснюють розрахунково-клірингову діяльність.

Інформація на фондовому ринку для потенційного інвестора відіграє ключову роль, у зв'язку з чим одним із найважливіших завдань Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (далі – Комісія) є захист прав інвесторів у напрямку забезпечення їх рівного доступу до інформації шляхом розробки нормативно-правових актів, які регламентують склад, порядок та строки розкриття інформації.

Далі пропонуємо розглянути інформаційні потоки між учасниками фондового ринку.

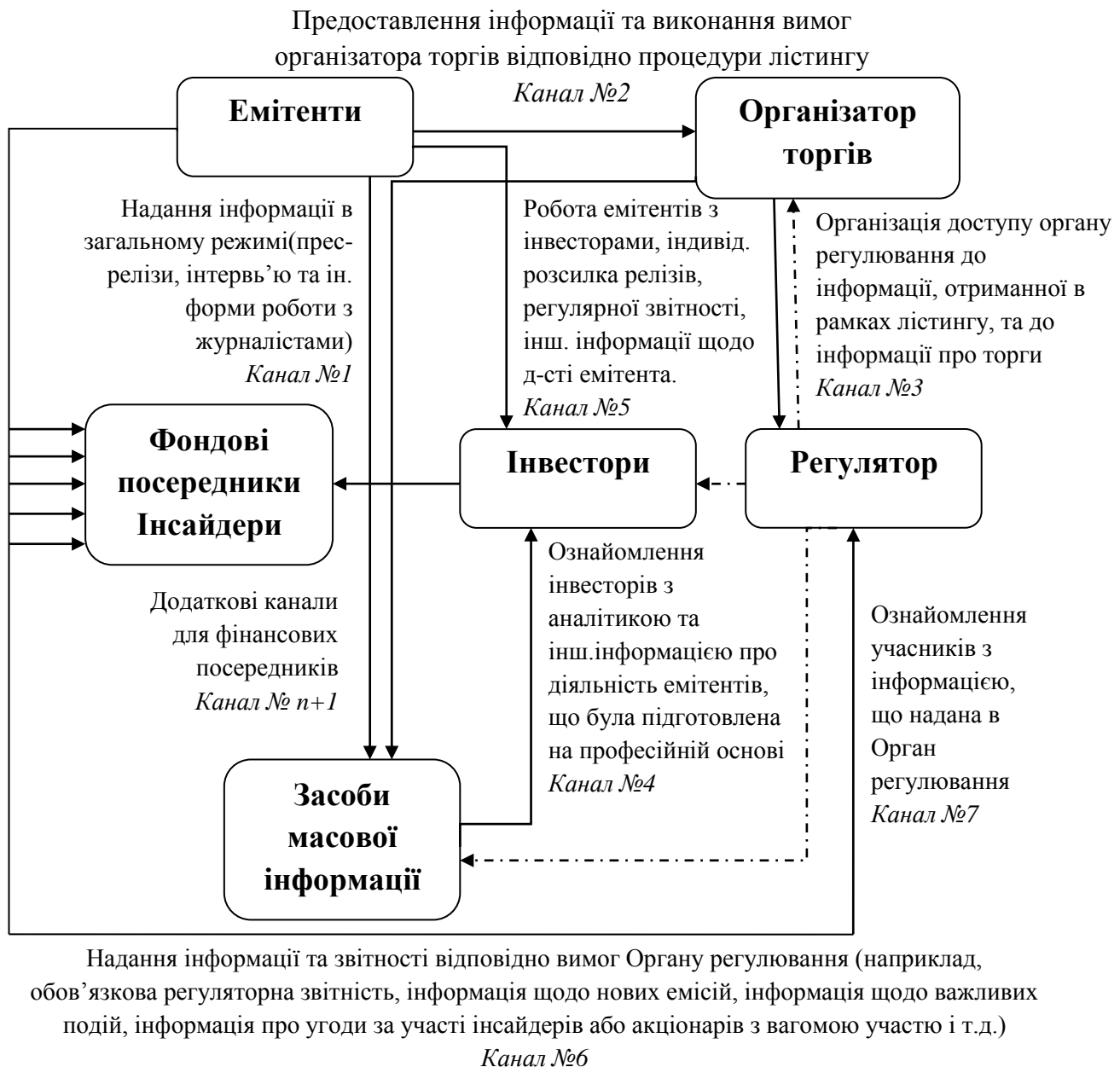


Рис. 1.3 Модель інформаційних потоків між учасниками фондового ринку

[65]

Змалювавши модель і спростивши її, можна виділити як мінімум 7 основних інформаційних каналів, які спостерігаються між учасниками ринку.

Інформаційним каналом № 1 є інформаційний потік між емітентом і засобами масової інформації (ЗМІ). ЗМІ тут виступають в ролі фільтра, відсіваючи все непотрібне і по-своєму перетворюючи первинну інформацію емітента в зручну для сприйняття іншими учасниками ринку аналітику. Разом з перетворенням інформаційного потоку у ЗМІ з'являється можливість внесення в

потік як негативних, так і позитивних корективів з метою формування заданого громадської думки про діяльність емітента. На жаль, проблема невірних коригувань потоків з боку ЗМІ існує і сьогодні. І тому четвертий канал також можна вважати проблемним.

Інформаційний канал між емітентами та організаторами торгів (канал № 2) також несе в собі ряд проблем. Часто в раді організатора торгів вагає місце займають представники якого-небудь емітента. Це дозволяє таким емітентам зловживати правилами лістингу та призводить до того, що інсайдери емітента отримують доступ до ринкової інформації організатора торгів. Звести «китайську стіну» між емітентами та організаторами торгів, як правило, не під силу ні органам регулювання, ні СРО, які, до речі, зливаючись з організаторами торгів, теж створюють проблеми органу регулювання.

Третій канал має не менше значення. Проте його можна назвати службовим каналом органу регулювання, який отримує інформацію від організаторів торгів і далі використовує її для виконання таких специфічних функцій, як боротьба з маніпулюванням на ринку цінних паперів, відмиванням грошей на ринку і т. д, а також для контролю над самими організаторами торгів.

Неопосередкований канал між емітентами та інвесторами (5-й канал) несе в собі спочатку певну частку суб'єктивізму, коли в рамках закону емітент намагається нав'язати інвесторам позитивну думку, згладити шорсткості. Іноді процес перетворюється на відвертий піар. Позитивно тут тільки те, що інвестор може стимулювати роботу з емітентом самостійно, цікавлячись діяльністю компанії і минаючи інформаційних посередників, а значить, він може інформацію сприймати за принципом «як є». І якщо потік добре адмініструвати з боку, то кращого для інвестора і побажати не можна.

Шостий адміністративний канал являє собою подачу емітентами в орган регулювання обумовленої звітності та інформації. Для цього орган регулювання повинен розробити систему звітності і запустити каральні механізми у разі її ненадання. У рамках СНД цей процес йде добре. Але створити вимоги до такої звітності не означає вирішити проблему побудови системи ринкового контролю

над корпоративним управлінням. Тут виникають ті ж проблеми, що і з фінансовою звітністю: своєчасність, фрагментарність і достовірність відображення.

Тим часом, у самого органу регулювання в процесі роботи збирається пристойна база даних, як по звітності емітентів, так і за інформацією від організаторів торгів. І якщо орган регулювання приймає рішення поділитися своєю інформацією з ринком, то виникає 7-й канал, який у сукупності з 6-м являє собою систему розкриття інформації емітентами. А коли створюється доступна в рівному режимі всім учасникам ринку система розкриття інформації, то на ринку створюються рівні умови гри, і забезпечується його прозорість, що і є основою стимулювання системи ринкового контролю над корпоративним управлінням емітента.

Канал № п. На жаль, на практиці, окремі учасники ринку можуть зловживати своїм становищем і отримувати інформацію від емітента раніше, ніж вона потрапляє на ринок, або ж отримувати інформацію про емітента внаслідок виконання функцій учасників інфраструктури. Але якщо інсайдерів всі без винятку сприймають як користувачів каналу № п, то фінансові посередники часто ховаються під обличчям чесноти, як маніпулюючи цінами, так і активно займаючись «інсайдерською торгівлею». Особливо небезпечні універсальні учасники фінансового ринку, такі як банки, які можуть одночасно виконувати функції і торговця, та зберігача, і іноді реєстратора, а деякі з них, виконуючи роль клірингових центрів, можуть отримувати доступ до узагальненої інформації депозитарію. І чим більш універсальний фінансовий інститут, тим більше інформаційних каналів № п у нього в потенційному користуванні.

Слід зазначити, що створена Комісією система розкриття інформації дає можливість інвесторам отримувати необхідну їм інформацію про діяльність потенційних об'єктів інвестування та взагалі про стан розвитку ринку цінних паперів у доступному та зручному режимі.

З 1 березня 2015 року розпочала функціонування загальнодоступна інформаційна база даних ДКЦПФР про ринок цінних паперів (далі –

загальнодоступна інформаційна база даних Комісії), вільний доступ до якої здійснюється через веб-сайт у мережі Інтернет – www.stockmarket.gov.ua, з 01.01.2019 інформаційний ресурс загальнодоступної інформаційної бази даних Комісії - електронна система комплексного розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі (eds.ssmsc.gov.ua).

Моніторинг учасників фондового ринку здійснюється з метою забезпечення функцій НКЦПФР щодо контролю за учасниками фондового ринку. Моніторинг проводиться відповідно до Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" та нормативно-правових актів Комісії.

Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку здійснюється взаємообмін інформацією з органами державної влади відповідно до укладених з ними угод. Зокрема, у сфері моніторингу НКЦПФР співпрацює з Національною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України, Фондом державного майна України, Міністерством внутрішніх справ України, Рахунковою палатою України, Державною податковою адміністрацією України, Національним банком України, Державним комітетом статистики України, Державною службою фінансового моніторингу, Антимонопольним комітетом України.

Далі розглянемо правове забезпечення діяльності трьох основних регуляторів фінансового ринку України: НБУ, НКЦПФР, Нацкофінпослуг (табл.1.2).

Таблиця. 1.2

Правове забезпечення діяльності державних органів регулювання та нагляду на фінансовому ринку України

Назва регулятора	Основні нормативно-правові документи, які регламентують статус і діяльність органів регулювання та нагляду
НБУ	Конституція України; ЗУ «Про Національний банк України» від 20 травня 1999 року N 679-XIV; ЗУ «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 №2121-III; ЗУ «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» від 05.04.2001 р. №2346-III.

НКЦПФР	<p>Конституція України; ЗУ «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. N 448/96-ВР; Указ Президент а України №1063/2019 Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку від 23.11.2019 р., Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку; ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. №3840-IV. ЗУ «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності» від 11.09.2003 №1160-IV</p>
Нацкомфінпослуг	<p>Указ президента «Про національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері фінансових послуг» ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» ЗУ «Про страхування» від 07.04.1996 р. № 85/86 – ВР; ЗУ «Про недержавне пенсійне забезпечення» від 09.07.2003 р. № 1057 – IV; ЗУ «Про кредитні спілки» від 20.12.2001 р.№2908-III; ЗУ «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» від 19.06.2003 р. №978-IV/</p>

Нормативно-правові акти, що регулюють розкриття інформації на фондовому ринку:

1. Закон України «Про акціонерні товариства»
2. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»
3. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»
4. Рішення ДКЦПФР №173 від 24.05.2001 «Про впровадження системи оприлюднення інформації на фондовому ринку України», Положення про порядок оприлюднення інформації на фондовому ринку
5. Рішення ДКЦПФР №233 від 27.05.2003 «Про формування єдиного інформаційного масиву даних про емітентів цінних паперів», Порядок формування єдиного інформаційного масиву даних про емітентів цінних паперів
6. Рішення НКЦПФР №1857 від 25.12.2020 «Про схвалення Концептуальних засад функціонування загальнодоступної інформаційної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів»
7. Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів (рішення

ДКЦПФР № 1591 від 19.12.2006 р.)

8. Положення про порядок складання та розкриття інформації компанією з управління активами про результати діяльності та розрахунок вартості чистих активів інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів) – рішення ДКЦПФР № 216 від 01.08.2002 р.

9. Положення про розкриття інформації емітентами акцій та облігацій підприємств, які знаходяться у лістингу організатора торгівлі (рішення ДКЦПФР № 981 від 22.06.2018 р.)

10. Положення щодо порядку взаємодії осіб, що зобов'язані розкривати інформацію на фондовому ринку, з особою, уповноваженою Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку на розміщення інформації в загальнодоступній інформаційній базі даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів (рішення ДКЦПФР №1658 від 21.12.2006 р.)

Загальнодоступна інформаційна база даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів - це інформаційний ресурс, який є основою ефективної взаємодії між регулятором, емітентами, інвесторами та громадськістю у частині реалізації повноважень Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) щодо оприлюднення і доступу до інформації про діяльність емітентів цінних паперів.

Комісія впроваджує світові стандарти функціонування ринку цінних паперів, зокрема, з питань розкриття інформації з урахуванням рекомендацій IOSCO (Міжнародна організація комісій з цінних паперів). Створена НКЦПФР система розкриття інформації дає можливість усім зацікавленим особам отримувати необхідні їм дані щодо діяльності потенційних об'єктів інвестування та стану розвитку ринку цінних паперів у доступному та зручному режимі.

Загальнодоступна інформаційна база даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів - інформаційний ресурс, у якому Уповноважена особа розміщує Інформацію, отриману від Суб'єктів розкриття, котрі зобов'язані розкривати інформацію відповідно до нормативно-

правових актів НКЦПФР та чинного законодавства України.

Особою, уповноваженою Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку на розміщення інформації в Загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів, визначена Державна установа «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України» (Рішення НКЦПФР №1857 від 25.12.2020 р. «Про схвалення Концептуальних засад функціонування загальнодоступної інформаційної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів»).

Порядок взаємодії осіб, що зобов'язані розкривати інформацію на фондовому ринку, з Уповноваженою особою закріплено в Положенні щодо порядку взаємодії осіб, що зобов'язані розкривати інформацію на фондовому ринку, з особою, уповноваженою Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку на розміщення інформації в Загальнодоступній інформаційній базі даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів, що затверджене Рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 21.12.2006 р. № 1658.

Найбільш знаковим досягнення Комісії у цьому напрямі роботи в 2020 році варто назвати впровадження єдиного державного реєстру випусків цінних паперів, який об'єднує в собі найповнішу інформацію про усі випуски цінних паперів, їх емітентів та є загальнодоступним – як для інвесторів, так і для громадськості, адже велике значення для ефективного функціонування ринку ЦП має його правове регулювання та інформаційна прозорість.

1.3. Проблематика регулювання фондового ринку України

У сучасному дискурсі осмислення та дослідження проблем регулювання фондового ринку займає одне з першорядних місць і пов'язує намагання науковців описати чинники та окреслити горизонти економічних змін та

структурних усталеностей. Стан та динаміка фондового ринку складають основу оцінки результатів економічних реформ та змін в економіці країни як вдалих або навпаки на мікрорівні, а також на рівні державного забезпечення економічної політики. До того ж в умовах посткризового періоду відбувається бурхливий розвиток світового фондового ринку, що супроводжується появою нових різноманітних інструментів і технологій у сфері обігу цінних паперів, що змушує науковців різних країн постійно повертатись до зазначеної теми, здійснюючи дослідження усіх змін і нововведень на ринку цінних паперів з метою вироблення ефективних рекомендацій щодо поліпшення умов його функціонування та регулювання.

У сучасних дослідженнях регулювання фондового ринку виокремлюються декілька напрямків, за якими протягом останніх років публікується кілька десятків суттєвих робіт та розгортається дискусія:

1. Проблеми функціонування фондового ринку;
2. Проблеми регулювання фондового ринку;
3. Міжнародний досвід регулювання фондового ринку.

Таким чином, ми спершу визначимо проблеми, що притаманні українському фондовому ринку; визначимо, де ці проблеми пов'язані з станом економіки в Україні і в якій мірі вони є наслідком недосконалої діяльності Комісії. Далі ми спробуємо звернутися до досвіду країн, де функціонування фондового ринку є більш успішним.

Для початку розглянемо статті В. В. Нікончука «Формування фондового ринку: економічні аспекти еволюції та інституційної динаміки», В. Корнеєв «Еволюція і перспективи фінансового ринку України», Т. А. Гушан «Етапи формування фондового ринку в Україні» та Є. П. Серик «Історичні аспекти розвитку фондового ринку в Україні». В цих статтях акцент робиться на історичних етапах розвитку фондового ринку України та їх відповідного супроводження становленням законодавчої бази щодо даного питання; досліджені процеси формування інституціональної теорії регулювання фондового ринку через основні складові інституційного забезпечення фондового ринку. До того ж

вказані недоліки, що призвели до недоінвестування економіки України та зробили фондовий ринок непривабливим поряд з глобальними та локальними ринками.

Вивчивши питання в контексті історії, ми розуміємо, що фондовий ринок України знаходиться на етапі становлення. Тому саме зараз важливим є питання оптимального його забезпечення необхідними ресурсами, як фінансовими так і законодавчими.

Також ми можемо зробити декілька суттєвих висновків:

- В економіці всі процеси взаємопов'язані. Зважаючи на це проблеми фондового ринку не зводяться лише до недоліків роботи регулятора;
- Суть діяльності НКЦПФР, окрім іншого, також полягає в якомога більш швидкому реагуванні на мінливість економічного середовища;
- Недостатньо змінити лише законодавство в частині регулювання фондового ринку. Функціонування фондового ринку тісно пов'язане з діяльністю інших фінансових установ, таких як банки, лізингові компанії, страхові компанії, тощо. Реформування потребує весь фінансовий сектор.

Тепер перейдемо до іншого блоку публікацій, що допоможе відповісти на питання «Хто має скеровувати роботу фондового ринку України в потрібне русло».

Такі автори, як Т. В. Забучинська «Проблеми та шляхи підвищення ефективності державного регулювання фондового ринку України», С. Кобрин «Необхідність державного регулювання ринку цінних паперів», Н. М. Заходило «Державна політика розвитку фондового ринку» та Б. В. Гультай «Фондовий ринок: проблеми та перспективи розвитку», дійшли висновку, що на сучасному етапі розвитку фондового ринку України важливого значення набуває ефективна державна політика регулювання ринку. Це пов'язано з відсутністю об'єктивних передумов для формування ринкових механізмів саморегулювання та ціноутворення. Саме тому фондовий ринок, з одного боку, насичений цінними паперами, а з іншого – в його діяльності бере участь велика кількість суб'єктів, які часто мають спекулятивний характер.

В даному контексті виникає ще й інша проблема: не достатньо визначити «державу» як основного регулятора, оскільки ця сама держава – поняття надто широке. Потрібно конкретно визначити інститути регулювання, їх обов'язки, права та відповідальність в разі неефективної діяльності. Але, не зважаючи на те, що фондовий ринок України проіснував більше двадцяти років, інституційне забезпечення все ще знаходиться на етапі розвитку. Зокрема, резонансним стало питання останніх змін в депозитарній системі згідно Закону України "Про депозитарну систему України" № 5178-VI від 6 липня 2020 року. Основними структурними змінами стали по-перше, створення Центрального депозитарію (наразі виконують кілька структур – НДУ, ВДЦП, депозитарій НБУ), Депозитарний облік всіх емісійних цінних паперів буде здійснювати Центральний депозитарій. Створюється він на базі НДУ, тому інформація, що містилась у системі реєстру власників іменних цінних паперів нинішніх депозитаріїв, буде передана до системи депозитарного обліку (до Центрального депозитарію). Суб'єкти, які до цього виконували функцію депозитаріїв переводяться у статус депозитарних установ. По-друге, це введення нової структури – Розрахункового центру, який здійснюватиме клірингові функції. І біржі, і торговці попереджають: у разі якщо акт набуде чинності, то він зведе грошові потоки по всіх операціях на фондовому ринку в Центральний розрахунковий центр (ЦРЦ), який створюється при Національному банку. Простіше кажучи, якась створена з нуля структура, отримає статус монополіста по клірингових і депозитарних операцій, оскільки до розрахунків по операціях крім ЦРЦ допустять лише депозитарій НБУ та Центральний депозитарій. І тут найбільше ринок побоюється невідомості, адже абсолютно незрозуміло, хто реально буде стояти за розрахунковим центром і управляти потоком коштів, який крутиться у біржовій торгівлі. Якщо, по ідеї, всі розрахунки повинні проходити через НБУ і його платіжну систему, то ЦРЦ - це фактично комерційна структура, яка цілком може працювати в інтересах своїх власників. З іншого боку, якщо врахувати затяжне і глибоке падіння ринку, а також мізерні обсяги торгів, з

появою розрахункового центру біржі багато інших учасники ринку просто позбудуться заробітку [41].

С приводу реформування депозитарної системи написано дуже багато публікацій, але найбільш конструктивні, на нашу думку, є наступні: Андрій Пеппер «Держава проводить зміни в депозитарній системі», Павло Харламов «Держава хоче вбити фондовий ринок», а також Артур Федорчук «Депозитарний шок із наслідками».

Актуальною в ЗМІ залишається тема кризи 2016 року, так як наслідки її ми відчуваємо дотепер: проблеми з ліквідністю, падіння попиту на цінні папери, волатильність національної валюти. Світова криза навчила нас, що подальший розвиток та удосконалення державного регулювання фондового ринку України вимагають, з одного боку, максимального наближення до принципів засад функціонування розвинених ринків, але, з іншого – урахування специфіки завдань, пріоритетних напрямів розвитку фондового ринку України. Вчені, які займалися цими питаннями: Ю. Кравченко, Леоненко П., Мозговий О., Петрунь Ю, Мельник В. та інші, стверджують, що Державне регулювання національної економіки, на даний момент, перебуває у критичному стані. Це зумовлене такими обставинами:

- 1) зменшення фінансових ресурсів;
- 2) криза спричинила виникнення ряду негативних моментів, пов'язаних з недоліками в державному регулюванні фінансового сектора;
- 3) суттєві реформування світової фінансової системи.

Таким чином, ми не можемо в контексті теми дипломної роботи, не звернути уваги на наступні публікації: Фурдзин О.Д. «Сучасні тенденції у розвитку ринку цінних паперів», Кобрин С. «Сучасні тенденції розвитку ринку цінних паперів», Чавс Х.В. «Сучасні тенденції розвитку ринку цінних паперів». Власне кажучи, автори виділяють такі тенденції: інтернаціоналізація й глобалізація ринку; підвищення рівня організованості й посилення державного контролю; комп'ютеризація ринку цінних паперів; нововведення на ринку; сек'юритизація тощо.

Інтернаціоналізація і глобалізація ринку цінних паперів означає, що національний капітал переходить кордони країн, формується світовий ринок цінних паперів, стосовно якого національні ринки цінних паперів стають вторинними. Інвестор з будь-якої країни дістає можливість вкладати свої вільні кошти у цінні папери, що обертаються в інших країнах. Національні ринки перетворюються на складові глобального ринку цінних паперів. Торгівля на такому ринку триває безперервно й повсюдно. Його підґрунтя становлять цінні папери транснаціональних компаній.

Підвищення рівня організованості й посилення державного контролю за ринком цінних паперів має за мету забезпечення надійності ринку і довіри до нього з боку масового інвестора. Жодна держава сьогодні не може допустити, щоб віра в цей ринок похитнулася і маси людей, котрі вклали свої заощадження у цінні папери своєї або будь-якої іншої країни, раптом втратили їх унаслідок якихось катаклізмів або шахрайства.

Інша причина цього процесу — фіскальна. Посилення організованості ринку і контролю над ним дає кожній державі змогу збільшити свою базу оподаткування і розмір податкових надходжень від учасників ринку.

Комп'ютеризація ринку цінних паперів уможливила революцію в обслуговуванні ринку шляхом сучасних систем швидких розрахунків між учасниками ринку та способах торгівлі. Комп'ютеризація становить фундамент усіх нововведень на ринку цінних паперів.

Нововведеннями на ринку цінних паперів є нові інструменти ринку, нові системи торгівлі цінними паперами, нова інфраструктура ринку.

Головною метою функціонування й розвитку ринку цінних паперів в Україні має стати залучення інвестиційних ресурсів для спрямування їх на відновлення та забезпечення подальшого зростання виробництва.

Ліквідний, надійний та прозорий ринок цінних паперів має забезпечити реалізацію національних інтересів України, сприяти зміцненню економічного суверенітету. Сучасні автори пропонують такі дії:

- сприяння надходження інвестицій у реальний сектор економіки;

- створення ефективної системи захисту прав та інтересів вітчизняних й іноземних інвесторів;
- створення сприятливих умов для розвитку інститутів спільного інвестування, зокрема й недержавних пенсійних фондів;
- розбудови сучасної надійної системи виконання угод із цінними паперами та обліку права власності на цінні папери;
- розбудови ефективної системи організованої торгівлі, яка має визначити ринкову вартість цінних паперів вітчизняних емітентів;
- концентрації й централізації торгівлі корпоративними цінними паперами українських емітентів на організованому ринку на засадах конструктивної конкуренції та інновацій;
- створення умов для підвищення конкурентоспроможності ринку цінних паперів України з його подальшою цивілізованою інтеграцією в міжнародні ринки капіталу;
- гармонізації політики держави на ринку цінних паперів з грошово-кредитною, валютною й бюджетно-податковою політикою з метою дальшого розвитку ринку цінних паперів України.

Отже, ми бачимо, що головними цілями державного регулювання фондового ринку має стати створення правових, соціальних і економічних передумов для залучення коштів у реальний сектор економіки, що сприятиме економічному зростанню країни.

У більшості публікацій на тему розвитку ринку цінних паперів в Україні та проблеми державного регулювання зазначається, на необхідності більш тісного співробітництва законодавців з професійними учасниками ринку цінних паперів, саморегульованими організаціями. Що законодавчо в Україні взаємодія професіоналів ринку й державного регулятора регулюється, але вона носить формальний характер, а законодавці, найчастіше, залишаються глухі до вимог професіоналів та потреб ринку цінних паперів у цілому.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ ДІЯЛЬНОСТІ ФОНДОВОГО РИНКУ, ЯК ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЯТОРА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

2.1. Алгоритм дослідження стану фондового ринку України

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) в системі регулювання фінансового ринку виконує державне регулювання фондового ринку, як невід'ємної частини фінансового ринку. Це функція регулятора, обов'язок, покладений на нього державою з метою впорядкування фондового ринку та підвищення дисциплінованості його учасників, підтримання довіри до фондового ринку і його динамічного розвитку.

Для аналізу існуючої практики НКЦПФР ми досліджували стан та розвиток фондового ринку України, як підзвітного Комісії, впродовж 2018-2020 років, динаміку його основних показників, а також відповідність наявних результатів реалізації «Програми розвитку фондового ринку України 2020-2024 рр.» стосовно

очікуваних (за підрахунками НКЦПФР) що були опубліковані в офіційному річному звіті за 2019 рік («Український фондовий ринок у 2019 році: впевненість, стійкість та зростання»)[54].

На нашу думку, доречно було б комплексно оцінювати ефективність роботи НКЦПФР, аналізуючи ключові показники українського фондового ринку та їх динаміку, враховуючи макроекономічні показники, ситуацію на зарубіжних фондових ринках, фінансову та правову обмеженість регулятора. Під час дослідження необхідно задатися питання чи дало змогу виконання Програми забезпечити заплановані результати, а саме:

- залучення в середньому щорічно не менш як 100 млрд грн у цінні папери, у тому числі як інвестиції не менше як 75 млрд грн.;

- збільшення до 300 млрд грн капіталізації лістингових компаній;

- підвищення співвідношення капіталізації біржового ринку до валового внутрішнього продукту до 40 відсотків;

- збільшення до 20 відсотків частки біржового ринку та збільшення до 400 млрд грн в рік обсягів торгів цінними паперами на біржовому ринку;

- збільшення до 50 млрд грн загальної номінальної вартості облігацій підприємств, що перебувають в обігу на фондовому ринку;

- збільшення до 30 млрд грн вартості активів інвестиційних та пенсійних фондів;

- збільшення кількості акціонерних товариств, які прийняли кодекс корпоративного управління[57].

Далі пропонуємо розглянути проблеми, що зумовлюють необхідність покращення (підвищення) наведених показників, а також методологію їх обчислення.

Залучення в середньому щорічно не менш як 100 млрд грн у цінні папери, у тому числі як інвестиції не менше як 75 млрд грн. Таке залучення інвестицій в цінні папери відбувається шляхом придбання цінних паперів в процесі їх емісії. Розрахунок інвестицій в цінні папери здійснюється на основі реєстрації випуску цінних паперів Комісією. До цього розрахунку включено:

випуски інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів;
випуски акцій корпоративних інвестиційних фондів;
випуски облігацій підприємств;
випуски акцій.

Інвестиції в цінні папери розраховується як добуток емісії цінних паперів інститутів спільно інвестування, облігацій підприємств та випуски акцій за положеннями, на підставі яких здійснюється їх реєстрація.

Справа в тому, що надто вузькі можливості для сек'юрітизації фінансових активів стримують оборот таких активів та обмежують можливості залучення довгострокових інвестиційних ресурсів у важливі галузі економіки.

Незначною залишається інтеграція національного фондового ринку до міжнародних ринків капіталу. Прикладом може слугувати процедура залучення інвестиційних ресурсів з цих ринків українськими споживачами, яка полягає у випуску та розміщенні іноземними емітентами, які володіють активами, розташованими в Україні, цінних паперів або інших фінансових інструментів. Безпосередньому виходу українських емітентів на міжнародні ринки капіталу, а також активній участі іноземних інвесторів у національному ринку заважає низка правових, ринкових та технологічних складнощів.

Невелика пропозиція інвестиційного капіталу на фондовому ринку зумовлена відсутністю потужних національних інституційних інвесторів, недостатньою зацікавленістю роздрібних інвесторів, та недостатньо сприятливим кліматом для іноземних інвесторів.

Збільшення до 300 млрд грн капіталізації лістингових компаній. Капіталізація лістингових компаній це грошова (вартісна) оцінка капіталу, існуючого у вигляді цінних паперів, що обертаються на фондових біржах, насамперед у вигляді акцій. Це загальна сума капіталізацій, представлених на ринку компаній-емітентів, акції яких внесені до біржового реєстру як такі, що відповідають вимогам відповідного рівня лістингу, розраховується в гривнях, згідно методики, викладеній нижче. У розрахунок включаються акції (крім акцій КІФ), які внесені до біржового реєстру всіх організаторів торгівлі протягом

торговельного дня. Для урахування випадків коливання ціни акції, застосовується формула середньої арифметичної зваженої:

$$\bar{p} = \frac{\sum_{j=1}^m p_j f_j}{\sum_{j=1}^m f_j} \quad (2.1.)$$

де f_j – кількість цінних паперів при угоді; p_j – ціна однієї акції при угоді.

Розрахунок капіталізації лістингових компаній має декілька етапів:

Визначення сукупності лістингових компаній для розрахунку;

Розрахунок середньозваженої ціни акції кожної лістингової компанії (визначених відповідно до Формули 2.1.);

Розрахунок капіталізації кожної лістингової компанії;

Розрахунок капіталізації лістингових компаній разом.

Важливо, що визначення сукупності лістингових компаній для розрахунку передбачає підготовку бази даних, на основі якої буде здійснено подальші розрахунки. За основу використовується структура файлів: «O_DOD_2.DBF» - довідка про цінні папери, які знаходяться в біржовому списку організатора торгівлі та «O_DOD_3.DBF» - довідка про укладені біржові контракти (договори) з цінними паперами на організаторі торгівлі. Виконується послідовно серія відповідних запитів в середовищі Microsoft Access:

- на відбір компаній - емітентів, акції яких знаходилися у біржовому реєстрі всіх організаторів торгівлі на кінець торговельного дня;

- на відбір біржових контрактів (договорів) з акціями лістингових компаній, які здійснювалися протягом торговельного дня;

- на розрахунок ціни однієї акції за окремим біржовим контрактом (договором) кожної лістингової компанії протягом торговельного дня;

- на розрахунок середньої арифметичної зваженої ціни однієї акції кожної лістингової компанії протягом торговельного дня;

- на розрахунок капіталізації кожної лістингової компанії станом на кінець торговельного дня: $C_{ap} = p * Q$, де C_{ap} - капіталізація емітента; p - середня арифметична зважена ціна однієї акції при угоді; Q – кількість цінних паперів у випуску;

- на розрахунок капіталізації лістингових компаній протягом торговельного дня шляхом добутку капіталізацій кожної лістингової компанії.

Підвищення співвідношення капіталізації біржового ринку до валового внутрішнього продукту до 40 відсотків. Показник співвідношення капіталізації до ВВП характеризує ступінь розвиненості акціонерного капіталу в економіці країни. Для розрахунку використовується показник капіталізації біржового ринку та показник валового внутрішнього продукту у фактичних цінах за звітний період. Розрахунок капіталізації біржового ринку має декілька етапів:

- У розрахунок включаються акції (крім акцій КІФ), які внесені до біржового списку всіх організаторів торгівлі протягом торговельного дня. Для урахування випадків коливання ціни акції, застосовується також формула середньої арифметичної зваженої (Формула 2.1)

- Визначення сукупності емітентів цінних паперів для розрахунку;
- Розрахунок середньозваженої ціни акції кожного емітента цінних паперів (визначених відповідно до п.1.);
- Розрахунок капіталізації кожного емітента цінних паперів;
- Розрахунок капіталізації біржового ринку.

Як ми вже зазначали, фондовий ринок будь-якої країни є своєрідним відображенням стану фінансової системи країни, особливо тоді, коли його капіталізація складає значну частку ВВП. І тому, важливим показником рівня розвитку біржового ринку є співвідношення капіталізації ринку акцій та ВВП. В аналізі окрім динаміки показника в Україні, наведено порівняння зі світовими показниками як розвинених, так і країн що розвиваються. 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.

Збільшення до 30 млрд грн вартості активів інвестиційних та пенсійних фондів. Активи інституту спільного інвестування – сукупність майна, корпоративних прав та вимог, сформована за рахунок коштів спільного інвестування. Активи НПФ формуються за рахунок пенсійних внесків та прибутку (збитку) від інвестування пенсійних внесків. Для розрахунку використовується інформація про вартість чистих активів інвестиційного фонду та інформація про загальну вартість активів недержавного пенсійного фонду.

Розраховується як добуток вартості активів інвестиційних фондів та вартості активів недержавних пенсійних фондів.

Невелика пропозиція інвестиційного капіталу на фондовому ринку зумовлена відсутністю потужних національних інституційних інвесторів, недостатньою зацікавленістю роздрібних інвесторів, та недостатньо сприятливим кліматом для іноземних інвесторів. Становлення потужних внутрішніх інвесторів гальмується, в тому числі, через не впровадження другого рівня пенсійної системи – Накопичувальної системи загальнообов'язкового державного пенсійного страхування, а також недостатнє економічне стимулювання участі роботодавців та робітників у третьому рівні пенсійної системи – недержавних пенсійних фондах.

Збільшення до 50 млрд грн загальної номінальної вартості облігацій підприємств, що перебувають в обігу на фондовому ринку.

Основною проблемою ринку боргових цінних паперів є:

відсутність ефективного механізму захисту прав інвесторів;

складність процедур реструктуризації;

як наслідок попереднього, обмеженість інструментів ринку цінних паперів.

Потреба у збільшенні показника загальної вартості облігацій викликана тим фактом, що облігації наряду із акціями є найефективнішим джерелом отримання додаткових фінансових ресурсів для фінансування поточної господарської діяльності, довгострокових проектів підприємств і держави. У

своїй роботі ми досліджували не тільки зміни обсягів та якості корпоративних облігацій, а й український ринок облігацій в цілому, а також обсяг та структура біржових контрактів (договорів) з розподілом за видами цінних паперів протягом 2016 - 2020 років.

Тут також варто підняти проблему того, що за межами біржового ринку знаходяться не тільки державні фінансові інструменти, але й сама держава (в особі державних органів), яка мала б стати найбільш впливовим та активним учасником ринку.

Збільшення до 400 млрд грн в рік обсягів торгів цінними паперами на біржовому ринку та збільшення до 20 відсотків частки біржового ринку. Ці показники є тісно пов'язані і, на нашу думку, не можуть розглядатися зовсім окремо.

Обсяг торгів на фондовому ринку розраховується як число цінних паперів, що переходить від продавців до покупців, тобто як торговий оборот протягом дня.

Для розрахунку використовується структура файла «O_DOD_3.DBF» - довідка про укладені біржові контракти з цінними паперами на організаторі торгівлі.

Розраховується як добуток вартості біржових контрактів (без урахування угод, в яких центральний контрагент виступає як покупець цінних паперів та без урахування анульованих біржових угод).

Біржовий ринок є складовою частиною цілісної системи фондового ринку. Для розрахунку використовується значення описаного вище обсягу біржових торгів цінними паперами та структура файла «CONTRACT.DBF» - довідка про укладені та виконані договори з цінними паперами торговцем цінними паперами за звітний період. Розраховується як співвідношення обсягу біржових контрактів(договорів) з цінними паперами на організаторах торгівлі до обсягу виконаних договорів торговцями на ринку цінних паперів(без врахування векселів).

Тут слід розуміти, що Угоди з цінними паперами взагалі в тіні не здійснюються. Це цивільно-правові угоди, які відображаються у звітності

торговців, у депозитарній системі. Про угоди повідомляється регулятор, на них поширюються вимоги фінансового моніторингу. Інше питання, що ціноутворення за такими угодами неринкове, непрозоре, воно несе ризики як для продавця, так і для покупця цінних паперів. Це невід'ємна властивість вуличного ринку. І інвестор повинен сам визначити, де купувати цінні папери. Мета регулятора не примусити торговців за допомогою адміністративних методів укладати всі угоди на біржі, а створити умови, за яких торговцям і їх клієнтам буде більш вигідно і зручно укладати угоди на біржовому ринку. Завдання полягає не в тому, щоб зменшувати частку позабіржового ринку, а в тому, щоб збільшувати частку біржового ринку.

Також дані показники необхідні тому, що існуючий попит на акції інвестиційно-привабливих підприємств, які частково або повністю належать державі, не задовольняється через вкрай невелику кількість акцій таких підприємств у вільному обігу.

Збільшення кількості акціонерних товариств, які прийняли кодекс корпоративного управління.

Цей показник необхідно аналізувати для того, щоб вирішити питання пов'язані з привабливістю вітчизняних емітентів. Адже, незацікавленість потенційних інвесторів придбавати акції вітчизняних емітентів пов'язана з низьким рівнем корпоративного управління, недостатнім рівнем розкриття інформації про діяльність таких підприємств, відсутністю прийнятної дивідендної політики, невизначеністю власної бізнес-стратегії тощо.

Також у нашій роботі вважаємо за необхідне аналізувати виконання завдань які стоять перед регулятором серед них:

Заходи щодо адаптації законодавства України;

Перевірка періодичної звітності учасників ринку з метою виявлення; відповідності їх діяльності чинному законодавству;

Контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів;

Інші.

2.2. Аналіз стану та розвитку ринку цінних паперів України

Розглядаючи особливості державного регулювання на ринку цінних паперів, в першу чергу, слід зазначити, що останній, як правило, першим реагує на негативні тенденції, оскільки виступає первинним індикатором тих тенденцій, які очікують економіку в найближчому майбутньому, а крім того, може являти собою “портал”, через який фінансово-економічна криза перетікає з однієї країни в іншу. Отже, Виконання Програми дасть змогу забезпечити:

Залучення в середньому щорічно не менш як 100 млрд грн у цінні папери, у тому числі як інвестиції не менше як 75 млрд грн.;

Загальновідомо, що головним завданням, яке повинен виконувати ринок цінних паперів, є, насамперед, забезпечення умов для залучення інвестицій на підприємства, доступ цих підприємств до більш дешевого, порівняно з іншими джерелами капіталу. Залучення інвестицій у цінні папери відбувається шляхом придбання цінних паперів в процесі їх емісії. Акції та облігації є найефективнішим джерелом отримання додаткових фінансових ресурсів для фінансування поточної господарської діяльності, довгострокових проектів підприємств і держави.

Однак, показник обсягу залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку, за результатами 2020 року (67,23 млрд грн), нижчий за показник обсягу залучених довгострокових кредитів (100,97 млрд грн) (рис. 2.1). Разом з тим, можна відмітити стабільність цього показника протягом останніх років.

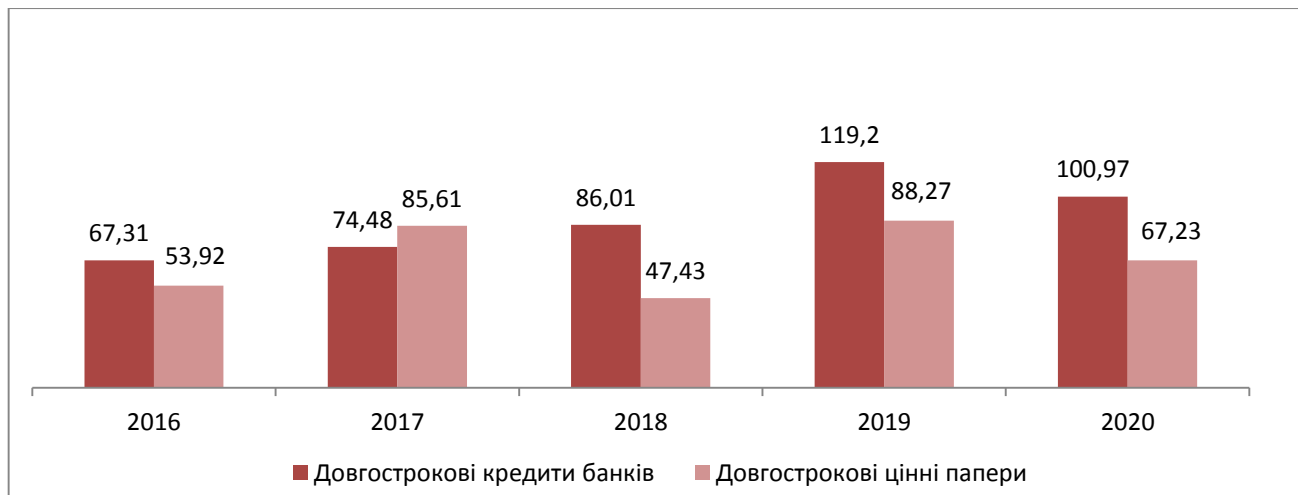


Рис. 2.1 Залучення інвестицій в економіку України у 2016-2020 роках, млрд грн.

Обсяг випусків емісійних цінних паперів відображають наміри підприємств щодо збільшення своєї капіталізації та їх зацікавленості у залученні інвестицій за допомогою цінних паперів.

Загальний обсяг випусків емісійних цінних паперів у 2020 році зменшився на 39,87% порівняно з 2019 роком, разом з тим, обсяг емісії цінних паперів у 2020 році майже на 13% перевищив обсяг емісії цінних паперів у 2018 році (рис.2.2).

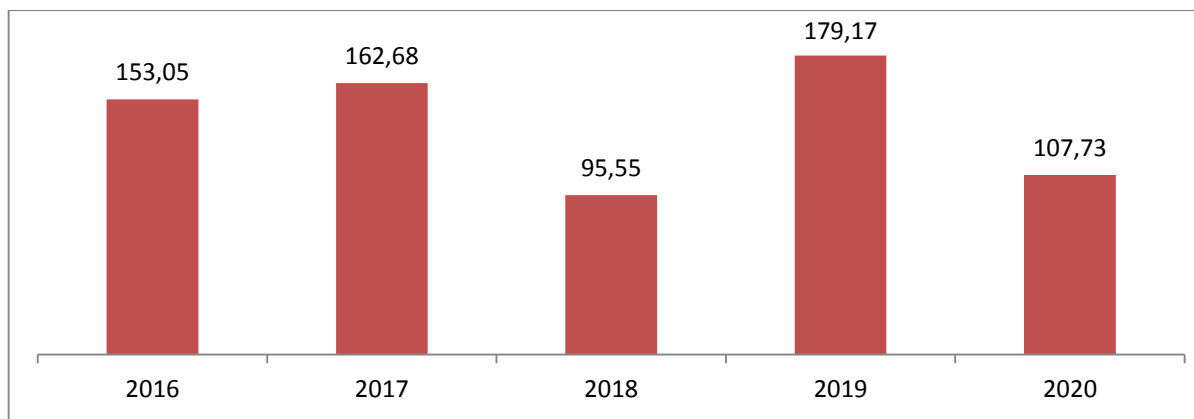


Рис. 2.2 Обсяг зареєстрованих Комісією випусків цінних паперів у 2016-2020 роках, млрд грн.

У 2020 році український ринок цінних паперів демонстрував суперечливу динаміку свого розвитку. З одного боку, спостерігається зростання загальних обсягів торгівлі цінними паперами та збільшення видів фінансових інструментів, що використовуються на фондовому ринку. З іншого боку, згортається емісійна

діяльність, зокрема щодо випуску акцій та облігацій підприємств, а також інвестиційних сертифікатів ПФФів.

Збільшення до 300 млрд грн капіталізації лістингових компаній;

Капіталізація лістингових компаній фондового ринку станом на 31.12.2020 становила 278,07 млрд грн, що більше на 55% порівняно з станом на 31.12.2019 (179,86 млрд грн), та майже у 2 рази порівняно з 2018 роком (171,76 млрд грн).

Збільшення капіталізації у 2020 році відбувалось, як за рахунок підвищення ринкової вартості компаній, так і за рахунок збільшення кількості лістингових компаній. Збільшення капіталізації свідчить про підвищення вартісної оцінки компаній, акції яких перебувають в обігу на фондових біржах.

Підвищення співвідношення капіталізації біржового ринку до валового внутрішнього продукту до 40 відсотків.

Таблиця 2.1

Відношення капіталізації лістингових компаній до ВВП у 2016-2019 рр., %

	Назва країни	2016	2017	2018	2019
	<i>США</i>	82,5	108,5	108,9	104,3
БРІК	<i>Бразилія</i>	35,7	72,0	72,1	49,6
	<i>Росія</i>	23,9	70,5	67,5	42,9
	<i>Індія</i>	52,7	86,6	95,9	54,9
	<i>Китай</i>	61,8	100,3	80,3	46,3
Європа	<i>Франція</i>	52,7	75,3	75,6	56,6
	<i>Німеччина</i>	30,6	39,3	43,5	32,9
	<i>Італія</i>	22,6	15,0	15,6	19,7
	<i>Великобританія</i>	69,9	128,1	137,7	118,7
	<i>Польща</i>	17,0	31,4	40,5	29,9
СНД	<i>Арменія</i>	1,5	1,6	0,3	0,4
	<i>Казахстан</i>	23,3	50,0	41,0	23,0
	<i>Україна</i>	9,0	12,6	15,9	13,7

Як ми вже зазначали, фондовий ринок будь-якої країни є своєрідним відображенням стану фінансової системи країни, особливо тоді, коли його капіталізація складає значну частку ВВП.

Як відображає таблиця 2.1, акціонерний капітал є найбільш розвинений у США та Великобританії. Частка капіталізації лістингових компаній до ВВП зазначених країн перевищує 100%.

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.

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.

В 2020 році рівень капіталізації помірно зростав, що, насамперед, пов'язано із збільшенням кількості цінних паперів емітентів, які пройшли процедуру лістингу (рис. 2.3).

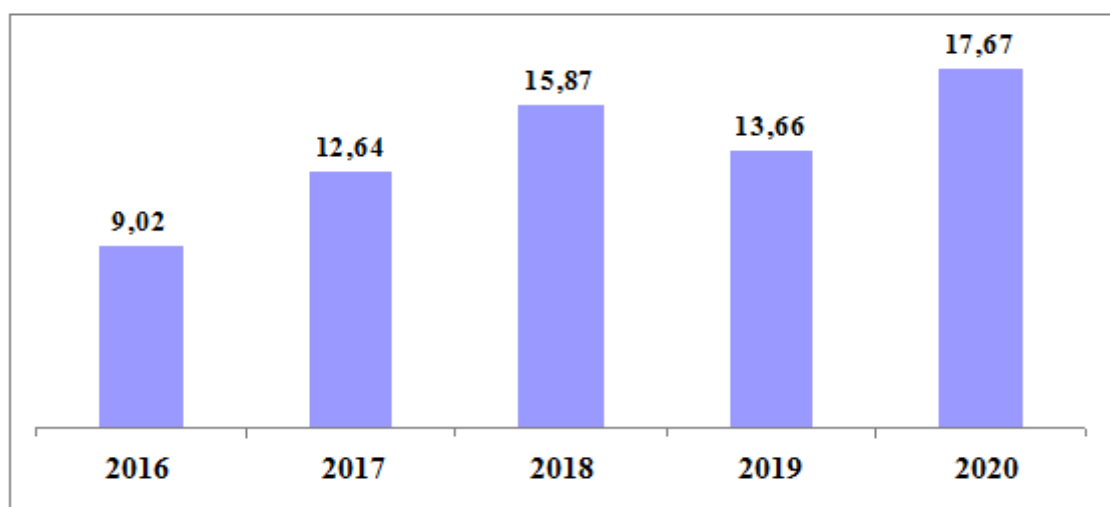


Рис. 2.4. Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП в Україні, %

I (акції КІФ та інвестиційні сертифікати ПІФ), як і у попередні періоди, залишився відносно невеликим, хоча зростання ринку з точки зору активів було сталим.

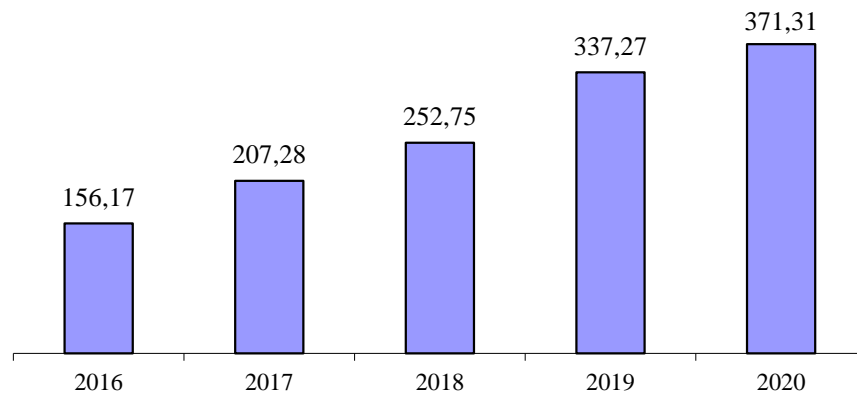


Рис. 2.10. Динаміка обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів інститутів спільного інвестування у 2016-2020 роках (наростаючим підсумком), млрд грн.

З таблиці (Табл.2.4) бачимо, що Комісія не досягла очікуваних результатів Програми розвитку (збільшення до 30 млрд грн вартості активів інвестиційних та пенсійних фондів), адже на відміну від провідних світових ринків, український фондовий ринок, а разом із ним й індустрія управління активами, у 2020 році переживали не найкращі часи. Напружений розвиток подій на міжнародних ринках, який хоч і мав загалом висхідний тренд, не сприяв зростанню вітчизняних індексів. Позитив після прийняття довгоочікуваного Закону «Про інститути спільного інвестування» знівелювало запровадження нового акцизного податку на операції з цінними паперами. І все це на тлі стагнації економіки, погіршення інвестиційного клімату, відсутності чітких і стабільних правил, дефіциту надійних фінансових інструментів, жорстких регуляторних норм, більш як 35% втрат вітчизняних фондових індексів.

Сукупні чисті активи усіх ІСІ за 2020 рік прискорили зростання, головним чином - за рахунок венчурних фондів. Адже на кінець 2020 року загальна сума активів інститутів спільного інвестування становила 160,42 млрд грн., з яких лише 11,69 млрд грн становили активи невенчурних ІСІ.

В цілому, у звітному році спостерігалась значна динаміка та збільшення активів майже всіх видів фондів. Незначним спадом інтересів інвесторів характеризувались лише відкриті та інтервальні Пайові інвестиційні фонди (ПФІ). (Табл.2.4).

Таблиця 2.4

Інформація про результати діяльності ІСІ та пенсійних фондів протягом 2016-2020 рр., млн. грн.

Показники	2016	2017	2018	2019	2020
Загальна вартість активів ІСІ	67,84	82,27	109,31	132,12	160,42
Загальна вартість активів НПФ	0,60	0,85	1,13	1,38	1,66
Усього	68,44	83,11	110,44	133,50	162,08
Збільшення	-	14,68	27,32	23,07	28,57

Загальним трендом вітчизняної індустрії управління активами у 2020 році було продовження кількісного зростання - за рахунок нових учасників. Результативність же інвестицій, особливо у публічних інвестиційних фондах, була не надто привабливою.

Упродовж 2020 року тривав процес виходу закриття одних ІСІ та відкриття інших. Активізувався він наприкінці року, напередодні змін регуляторних умов їхньої діяльності у 2021 році. Врешті, за рік загальна кількість компаній з управління активами, як і інститутів спільного інвестування, зросла. При цьому традиційно найбільш активний сектор венчурних фондів у 2020 році ще й прискорив темпи.

Разом із характеристикою активів ІСІ та НПФ необхідно представити і дані щодо їх кількості (Рис.2.10 та Рис.2.11).

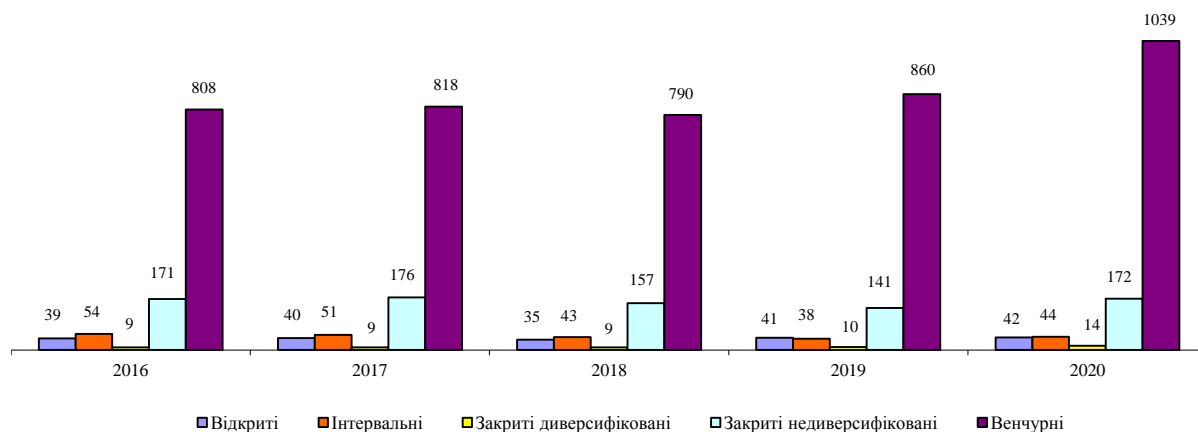


Рис.2.11 Кількість інвестиційних фондів у 2016-2020 роках, шт.

Так, кількість відкритих, інтервальних, закритих диверсифікованих і закритих недиверсифікованих фондів, у порівнянні з 2019 роком, лишилась майже незмінною, тоді як кількість венчурних фондів значно зростає.

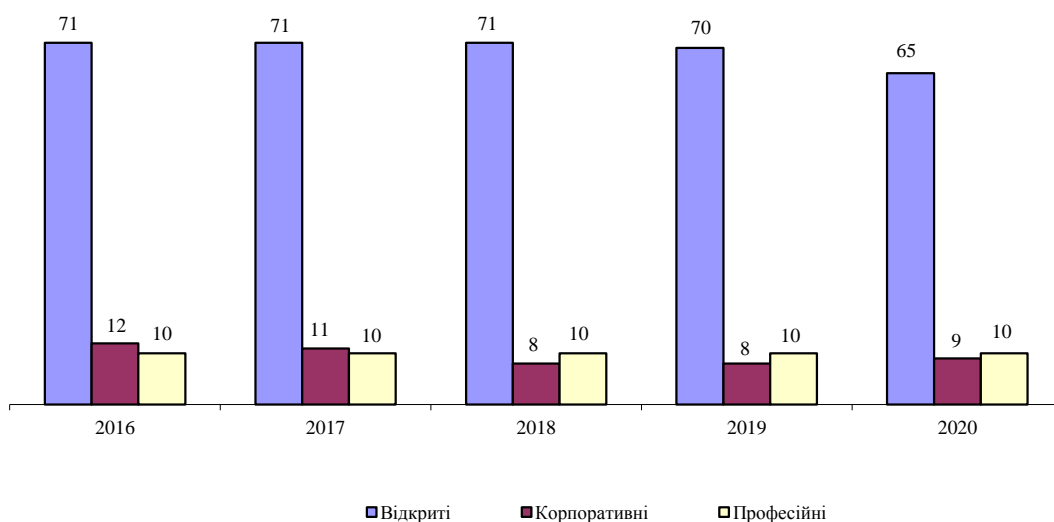


Рис. 2.12 Кількість недержавних пенсійних фондів у 2016 – 2020 роках, шт.

Кількість НПФ у порівнянні з попереднім роком лишилась майже незмінною. Аналізуючи структуру активів НПФ, варто зазначити, що найбільша їх частка зосереджена в цінних паперах та грошових коштах (відповідно 58,73 % та 35,09 %).

Слід зазначити, що результати ІСІ за доходністю у 2020 році були в цілому від'ємними, хоча значно підвищилися порівняно із попереднім роком.

На ринку управління активами недержавних пенсійних фондів у 2020 році спостерігалися як тенденції росту, так і спаду. Кількість КУА, що управляли активами НПФ, як і вартість активів недержавних пенсійних фондів в управлінні, зросла. Найбільшим сегментом залишалися відкриті НПФ - 65 фондів. В управлінні КУА також були активи 9 корпоративних та 10 професійних НПФ.

У 2021 році кардинального поліпшення ринок управління активами не очікує, на жаль. Найвірогідніше, цей рік стане періодом «затягування пасків» та активної роботи над підготовкою нормативної бази, необхідної для набрання чинності нового Закону «Про ІСІ», на який учасники ринку покладають чималі надії [48].

Збільшення кількості акціонерних товариств, які прийняли кодекс корпоративного управління.

Враховуючи той факт, що в Україні досить велика частина підприємств обрала акціонерну форму організації капіталу, позитивним є факт зростання інтересу до вдосконалення корпоративних прав, корпоративних відносин і корпоративного управління.

Загальновідомо, що успішний розвиток корпоративного сектору в Україні тісно пов'язаний з розвитком цивілізованого корпоративного управління, а вдосконалення останнього, в свою чергу, забезпечує вітчизняному та іноземному інвестору надійний захист прав власності, виробництву – ресурси для подальшого розвитку, державі – ефективне управління процесами на ринку цінних паперів.

Розбудова корпоративного управління в Україні забезпечена впровадженням Закону України «Про акціонерні товариства», що увібрав у себе світову практику корпоративних відносин. Важливим моментом у впровадженні новацій корпоративного управління, запроваджених Законом України «Про акціонерні товариства» є приведення внутрішніх документів акціонерного товариства у відповідність до норм чинного законодавства. З цією метою нагальною є потреба напрацювання типових статутів публічних та приватних

акціонерних товариств, положення про корпоративного секретаря, положення про інформаційну політику акціонерного товариства тощо [37].

Акціонерні товариства в Україні формують систему корпоративного управління відповідно до Принципів корпоративного управління Організації економічного розвитку та співробітництва, Принципів корпоративного управління, Закону України «Про акціонерні товариства», інших нормативно-правових та методичних рекомендацій, документів у цій сфері, прийнятих регулятором.

Ведучи мову про стан корпоративного управління у акціонерних товариствах відкритого типу (відкриті та публічних) та підприємствах-емітентах облігацій, варто зазначити, що, згідно до даних, наданих емітентами, у порівнянні з 2019 роком, зростає кількість акціонерних товариств, що розкрили інформацію про стан корпоративного управління, так само, як і кількість товариств, у яких проведені загальні збори акціонерів (Рис.2.12).

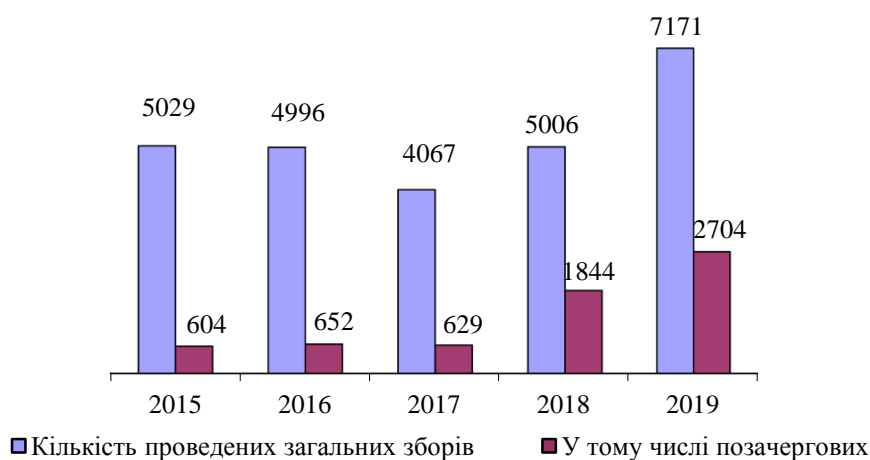


Рис.2.23 Кількість проведених загальних зборів у 2015-2019 роках

Також демонструє зростання такий показник, як кількість товариств, у яких створено ревізійну комісію, та частка товариств, перевірених ревкомісією та ін. Та, безумовно, позитивними є факти зростання кількості товариств, які планують включити власні акції до лістингу фондових бірж, та товариств, які мають власний кодекс (принципи, правила) корпоративного управління. Детальна інформація щодо таких змін міститься в таблиці 2.5.

Таблиця 2.5

Основні показники щодо стану корпоративного управління в акціонерних товариствах (ВАТ і ПАТ) у 2015-2019 років

	2015	2016	2017	2018	2019
Кількість товариств, які розкрили інформацію щодо стану корпоративного управління	6 091	6 104	4 936	5479	7784
Кількість товариств, у яких проведено загальні збори	5 029	4 996	4067	5006	7171
Кількість товариств, у яких створено ревізійну комісію	5 406	5 474	4379	4867	6369
Кількість товариств, які планують включити власні акції до лістингу фондових бірж	250	478	546	775	760
Кількість товариств, які мають власний кодекс (принципи, правила) корпоративного управління	66	75	82	145	524

Згідно до законодавства України, виконавчий орган вирішує всі питання діяльності акціонерних товариств, крім тих, що віднесені до компетенції загальних зборів і наглядової ради товариств. У 29,47 % акціонерних товариств статуту або внутрішні документи акціонерних товариств містять положення про конфлікт інтересів, тобто суперечність між особистими інтересами посадової особи або пов'язаних з нею осіб та обов'язком діяти у інтересах акціонерного товариства. Серед акціонерних товариств досить поширеною практикою є розроблення внутрішніх документів. Найчастіше додаткової регламентації у внутрішніх документах потребують положення про загальні збори акціонерів (21,35 %), положення про наглядову раду (20,98 %), положення про ревізійну комісію (20,71 %) та положення про виконавчий орган (правління) (20,68 %).

Серед найбільш непрозорих питань є інформація щодо розміру винагороди посадових осіб акціонерних товариств та інформація про акціонерів, які володіють 10 та більше відсотками статутного капіталу.

Проведений аналіз стану і динаміки фондового ринку свідчить про те, що в Україні сформувався волатильний, спекулятивний фондовий ринок, який перебуває у значній залежності від зовнішньоекономічної динаміки та іноземного капіталу. Проте за ці роки були досягнуті також певні позитивні результати. Зокрема, завдяки діяльності Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, а також Агентства з розвитку інфраструктури фондового ринку значно зріс обсяг торгів на фондових ринках, покращилася система моніторингу та розкриття інформації, постійно підвищується рівень знань населення щодо роботи на фондовому ринку.

На нашу думку, на початок 2021 року, не зважаючи на зростання фондових індексів та капіталізації, фондовий ринок все ж залишається нерозвиненим, диспропорційним та волатильним. Емітенти переважно входять на ринок не з метою залучення інвестиційних коштів, а для отримання короткотермінового прибутку за допомогою спекуляцій, відсутність відкритості й прозорості фондового ринку, незахищеність прав інвесторів та не досить ефективне державне регулювання – усе це й надалі залишається основними проблемами функціонування фондового ринку.

Тому сьогодні перед державою стоять важливі завдання, а саме:

1. Збільшення капіталізації, ліквідності та прозорості фондового ринку.
2. Удосконалення ринкової інфраструктури та забезпечення її надійного й ефективного функціонування.
3. Удосконалення механізмів державного регулювання, нагляду на фондовому ринку та захисту прав інвесторів.
4. Стимулювання подальшого розвитку фондового ринку України.

2.3. Аналіз роботи Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

Одне з основних завдань Комісії – розвиток законодавства, що регулює ринок цінних паперів, адже без чіткої та актуальної законодавчої бази ефективна діяльність ринку неможлива, а завдання щодо становлення ліквідного, надійного та прозорого національного фондового ринку значно ускладнюється.

Державне регулювання ринку цінних паперів – це здійснення комплексних заходів щодо впорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері, метою якого є узгодження інтересів усіх суб'єктів фондового ринку. В процесі регулювання ринку цінних паперів реалізуються різні підходи до регулювання професійних учасників фондового ринку, інституційних інвесторів та емітентів цінних паперів, але при цьому забезпечуються рівні права, максимальна прозорість ринку та однаковий доступ до ринку усіх його суб'єктів.

Протягом 2020 року Верховною Радою України було прийнято 5 законів, які стосуються регулювання діяльності на фондовому ринку:

- а) Закон України «Про внесення змін до статті 4 Закону України "Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)" 24.05.2020 [42]
- б) Закон України «Про внесення змін до Закону України "Про іпотечні облігації" щодо випуску та обігу іпотечних облігацій» 30.07.2020 [40]
- в) Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери» 04.07.2020 [39]
- г) Закон України «Про інститути спільного інвестування» від 05.07.2020
- д) Закон України «Про депозитарну систему України» від 06.07.2020 .

Серед основних завдань регулятора в частині регулювання діяльності емітентів цінних паперів - реєстрація усіх випусків акцій, облігацій підприємств, облігацій внутрішньої місцевої позики, фінансових інструментів ринку цінних паперів, похідних, встановлення вимог та стандартів щодо таких випусків та здійснення контролю за дотриманням емітентами порядку реєстрації таких

випусків, розробка нормативних документів щодо емісійної діяльності учасників ринку, ведення загального реєстру випусків цінних паперів, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів, узагальнення практики застосування законодавства України з питань емісії (випуску) та обігу цінних паперів в Україні та його покращення, сприяння розвитку ринку цінних паперів та похідних (деривативів).

Найбільш знаковим досягненням Комісії у цьому напрямі роботи в 2020 році варто назвати впровадження єдиного державного реєстру випусків цінних паперів, який об'єднує в собі найповнішу інформацію про усі випуски цінних паперів, їх емітентів та є загальнодоступним – як для інвесторів, так і для громадськості.

Однією з проблем, що потребувала вирішення була необхідність нормативно - правового врегулювання питання щодо обслуговування операцій з цінними паперами іноземних емітентів у Національній депозитарній системі України. Проблему вирішено Прийнятим регуляторним актом, який забезпечить врегулювання питань щодо обслуговування операцій з цінними паперами іноземних емітентів у Національній депозитарній системі України та створення сприятливих умов для стимулювання обігу цінних паперів іноземних емітентів в Україні. Так, Міністерством юстиції України 05.03.2021 за №355/22887 зареєстровано рішення Комісії від 27.12.2020 №1903 «Про врегулювання питання обслуговування операцій з цінними паперами іноземних емітентів у Національній депозитарній системі України»[43].

Проблема, необхідності нормативно - правового врегулювання питань у сфері спільного інвестування вирішено прийняттям регуляторний акту, який має забезпечити врегулювання вимог до реклами інститутів спільного інвестування та порядку її погодження, встановлення додаткових зобов'язань для компаній з управління активами та особи, що здійснює діяльність з управління активами дотримуватися пруденційних нормативів і подавати до Комісії розрахунок показників, що підтверджують виконання встановлених пруденційних нормативів. Міністерством юстиції України 06.03.2021 за №376/22908

zareestrovano rishennya Komitsii vid 19.02.2021 №199 «Pro vnesennya zmin do Polozhennya pro osoblivosti zdийsнення діяльності z upravlinnnya aktivami instytutichnih investoriy»[41].

Nastupnoyu problemoyu, sho potrebuvala virishennya була neobkhidnist' normativno - pravovogo vregulюvannnya norm, yakimi peredbacheno podannya torovtsyami tsinnih paperyy do NKCFPR prudenchiynih normativiv v skladі адміністративних даних. Zазначений регуляторний акт сприятиме:

- otrimannnyu danih sho do prudenchiynih pokaznykiv torovtsev tsinnymi paperyami;
- naghlyadu za diyalnistyuu torovtsev tsinnymi paperyami na osnovі otrimanih prudenchiynih normativiv;
- zahystu prav investoriy ta inshih osib, yakі zdийsnyuyut' finansovogo gospodarstvyu diyalnistyuu z torovtsyami tsinnymi paperyami;
- minimizatsii rizykiv pov'yazanih z diyalnistyuu torivli tsinnymi paperyami.

Ministerstvom yustitsii Ukrainy 22.03.2020 zareestrovano rishennya Komitsii vid 26.02.2021 №247 «Pro zatverdzhennya Zmin do Polozhennya pro porядok skladannya ta podannya адміністративних даних sho do diyalnostі torovtsev tsinnymi paperyami do Natsionalnoyi komitsii z tsinnih paperyy ta fondovogo rynku»[47].

Ta, bezumovno, regulator spriamovuvav svoi zussillya i na virishennya inshih pytanniy. Napriklad, na udoskonalenni porядku reestratsii oblygatsiy pidpriyemstv, ipotечnih oblygatsiy, sertifikativ fondu operatsiy z nerukhomistyu. Z tsieyu metoyu priyniyato tsilyh 6 novih risheny Komitsii, kozhne zareestrovane v Ministerstvi yustitsii Ukrainy.

Vidomo, sho odniyu iz vazhlyvikh funktsiy regulatora є pokrashennya systemy korporativnogo upravlinnnya ta pidvishennya yakosti diyalnostі emitentiv tsinnih paperyy – z tsieyu metoyu Komitsiya pidgotuvuala ta priyniyala nastupni normativno-pravovi akti, a same rishennya:

- a) «Pro zatverdzhennya Porядku zdийsнення konsolidatsii ta drobлення aktsiy aktsionernogo tovarystva»

- б) «Про затвердження Порядку реєстрації випуску акцій при зміні розміру статутного капіталу акціонерного товариства та Змін до Порядку скасування реєстрації випусків акцій та анулювання свідоцтв про реєстрацію випусків акцій»
- в) «Про затвердження Змін до Положення про розкриття інформації емітентами цінних паперів»
- г) «Положення про порядок проведення конкурсів з продажу пакетів акцій акціонерних товариств»

З метою встановлення вимог щодо допуску до обігу на території України цінних паперів іноземних емітентів прийнято рішення «Про затвердження Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України».

Окрім того, регулятор у 2020 році вирішив питання удосконалення системи розкриття інформації управителями іпотечним покриттям шляхом прийняття наступних рішень:

- а) «Про затвердження Положення про порядок складання та подання адміністративних даних щодо діяльності управителями іпотечним покриттям»
- б) «Про затвердження змін до Порядку та умов видачі ліцензії на провадження діяльності з управління іпотечним покриттям та її анулювання»,
- в) «Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності з управління іпотечним покриттям».

На сьогодні питання переходу на Міжнародні Стандарти Фінансової Звітності (МСФЗ) набуло надзвичайну актуальність. В першу чергу цьому сприяли активний процес глобалізації та інтеграції світової економіки, ускладнення фінансових операцій та підвищення вимог до якості бухгалтерської інформації. Також, це обумовлено визнанням МСФЗ в якості одного з головних інструментів, що гарантує надання прозорої й уніфікованої інформації про фінансовий стан компанії для широкого кола учасників ринку, у тому числі й закордонних.

За 2016-2020 роки здійснено багато заходів в напрямку запровадження МСФЗ. Співробітництво та координацію дій щодо запровадження в Україні Міжнародних стандартів фінансової звітності стало одним із результатів реалізації заходів, передбачених Меморандумом про взаємодію, який у 2019 році був укладений між Міністерством фінансів та Національним банком, а згодом підтриманий та підписаний Проектом USAID «Розвиток фінансового сектору», Федерацією професійних бухгалтерів та аудиторів України, Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, Національною комісією, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, Державною податковою службою, Спілкою аудиторів України, Українською асоціацією сертифікованих бухгалтерів і аудиторів та іншими організаціями. Меморандум, зокрема, передбачає координацію діяльності щодо запровадження МСФЗ в Україні для формування єдиних підходів по даному напрямку, інформаційного супроводження, розв'язання проблемних питань, налагодження ефективних взаємовідносин у цій сфері, а також постійного моніторингу запровадження МСФЗ.

Оскільки в Україні передбачені досить стислі терміни для впровадження МСФЗ, то 2020 рік був перехідним етапом у цьому процесі. Запровадження Міжнародних стандартів фінансової звітності на фондовому ринку регламентується відповідними нормами законів «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» та «Про цінні папери та фондовий ринок» [52].

Використання МСФЗ для подання звітності є необхідною процедурою при виході на міжнародні ринки, дозволяючи, таким чином, розширити коло потенційних інвесторів.

Так, рішенням Комісії від 09.02.2020 №270 затверджено Роз'яснення від 09.02. 2020 №1 «Про порядок застосування частини шостої статті 40 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо розкриття інформації відповідно до Міжнародних стандартів фінансової звітності», згідно з яким публічні акціонерні товариства починаючи з 2020 року повинні складати річну звітність за Міжнародними стандартами. Загалом, професійні учасники

фондового ринку, окрім публічних акціонерних товариств, складатимуть фінансову звітність та консолідовану фінансову звітність, а також розкриватимуть інформацію про свою діяльність за міжнародними стандартами починаючи з 1 січня 2021 року.

Методологія бухгалтерського обліку, а також принципи та методи складання фінансової звітності цілком відповідають вимогам МСФЗ, оскільки Комісією розроблені ряд нормативно-правових актів, спрямованих на врегулювання існуючої проблеми на фондовому ринку щодо адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу, а також якості фінансової інформації, що розкривається учасниками ринку, належного ринкового нагляду та корпоративного управління, підвищення прозорості фондового ринку України.

Розуміючи, що перехід на Міжнародні стандарти фінансової звітності є складним процесом, та з метою підвищення вимог до професійної діяльності та якості надання послуг, що надаються на фондовому ринку в частині підвищення рівня підготовки нормативно-правових актів Комісії з питань бухгалтерського обліку, аудиту, оподаткування, внутрішнього контролю в системі корпоративних відносин, а також для забезпечення впровадження міжнародних стандартів фінансової звітності в Україні НКЦПФР створила постійно діючий дорадчий орган при Комісії - Консультаційну раду з бухгалтерського обліку та аудиту на ринку цінних паперів. У своїй роботі цей орган керується завданнями сприяння підготовки пропозицій щодо запровадження МСФЗ на фондовому ринку та здійснення моніторингу стану запровадження МСФЗ та міжнародних стандартів аудиту (МСА), розробка пропозицій щодо наукового, навчально-методичного та організаційного забезпечення процесу реформування бухгалтерського обліку та аудиту, участь у розробці проектів нормативно-правових актів, які забезпечують розвиток і функціонування фінансової звітності відповідно до міжнародних стандартів та ін.

У 2020 році Консультаційною радою, серед іншого розглядалися питання встановлення вимог до аудиторських висновків, що подаються до Комісії при отриманні ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів;

встановлення вимог до аудиторських висновків (звіту) при розкритті інформації компанією з управління активами про результати діяльності інститутів спільного інвестування (пайових та корпоративних інвестиційних фондів), встановлення вимог до аудиторського висновку при реєстрації випуску та проспекту емісії окремих видів цінних паперів, а також скасуванні реєстрації випуску, встановлення вимог до аудиторського висновку при проведенні Центральним депозитарієм щорічного аудиту своєї діяльності. Крім того, розглядалися питання необхідності виконання розпорядження Кабінету Міністрів України від 22.02.2020 №157-р «Про створення умов для впровадження міжнародних стандартів фінансової звітності», враховуючи участь Комісії в розробці та затвердження порядку підвищення кваліфікації з питань впровадження міжнародних стандартів фінансової звітності бухгалтерів, які підписують фінансову звітність;

Система фондового ринку представлена значною кількістю професійних учасників фондового ринку. Так, станом на 31.12.2020, кількість ліцензій, які видано Комісією професійним учасникам фондового ринку на провадження професійної діяльності, становила 1 522; ці дані дещо менші показника 2019 року (1 679 ліцензій) що пов'язано з виконанням вимог Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення вимог до статутного капіталу професійних учасників фондового ринку». У той же час, можна стверджувати, що дещо меншою стає кількість реєстраторів як профучасників фондового ринку, у зв'язку з проведенням процедури дематеріалізації, тобто переведення цінних паперів із документарної форми існування у бездокументарну. (див. Табл.2.6). Тим часом, у 2020 році було анульовано 222 ліцензій. Цей показник зменшився у порівнянні з 2019 роком (433 ліцензій) майже на 35,84%, що свідчить про підвищення дисциплінованості професійних учасників ринку[39].

Таблиця 2.6.

Динаміка кількості виданих ліцензій за видами професійної діяльності на фондовому ринку

Вид професійної діяльності на фондовому ринку	Кількість професійних учасників фондового ринку станом на:				
	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20
Торгівля цінними паперами	815	737	763	733	647
Депозитарна діяльність зберігачів цінних паперів	256	297	372	384	369
Діяльність з ведення реєстрів власників цінних паперів	380	367	297	188	134
Діяльність з управління активами	411	389	361	360	358
Депозитарна діяльність депозитаріїв цінних паперів	2	3	2	2	2
Розрахунково-клірингова діяльність	2	3	2	2	2
Організація торгівлі	11	10	10	10	10
Усього	1877	1806	1807	1679	1522

Тенденція до значного зменшення кількості реєстраторів є, насамперед, наслідком набрання чинності змін до законодавства щодо існування акцій виключно в бездокументарній формі. НКЦПФР постійно працює над удосконаленням системи державного регулювання депозитарної діяльності, запобігання порушенням законодавства при обслуговуванні обігу цінних паперів та вдосконалення вимог до здійснення розрахунково-клірингової діяльності у Національній депозитарній системі України.

Загальна кількість торговців цінними паперами станом на кінець 2020 року зменшилась у порівнянні з даними на кінець 2019р.. Це обумовлено більш ретельним підходом Комісії до кожного торговця, до процедури видачі їм ліцензій та підвищенням вимог регулятора до профучасників.

З метою зменшення кількості діючих довідників і класифікаторів, що затвердженні різними нормативно-правовими актами Комісії, уніфікації їх до єдиного нормативно-правового акту на рівні всіх учасників ринку цінних паперів та отримання регулярної і нерегулярної інформації прийнято рішення «Про затвердження Системи довідників та класифікаторів Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку для використання учасниками фондового ринку».

Чітке регулювання діяльності бірж Комісією спрямоване на те, щоб зробити роботу організаторів торгівлі більш прозорою, зменшити інвестиційні ризики і, тим самим, сприяти не тільки поступовому розвитку вітчизняного фондового ринку, а й його глибокій інтеграції у світовий ринок капіталу та систему розподілу ресурсів.

Важливим також залишалось врегулювання питань, які виникають під час реалізації на фондовій біржі цінних паперів, на які звернено стягнення. З метою його вирішення прийнято рішення «Про затвердження Порядку реалізації цінних паперів, на які звернено стягнення, на фондовій біржі».

Загальновідомо, що повноцінне розкриття інформації на фондовому ринку є запорукою коректного регулювання ринку та його розвитку; тож прийнято 3 важливі рішення задля удосконалення системи подання звітності до НКЦПФР, шляхом подання звітності в електронній формі у вигляді електронних документів з використанням системи електронного документообігу відповідно до опису розділів та схем XML файлів .

Захист прав інвесторів залишається пріоритетним завданням діяльності Комісії, а впровадження пруденційного нагляду є необхідним кроком до контрольованого та прозорого вітчизняного фондового ринку.

Пруденційний нагляд є складовою частиною загальної системи нагляду, що проводиться органами, які здійснюють державне регулювання ринків фінансових послуг, і базується на регулярному проведенні оцінки загального фінансового стану фінансової установи, результатів діяльності системи та якості управління нею, дотриманні обов'язкових нормативів та інших показників і вимог, що обмежують ризики за операціями з фінансовими активами.

Запровадження пруденційного нагляду на ринку цінних паперів – це важливий крок для створення ефективного та ліквідного фондового ринку в Україні. НКЦФПР провела масштабну роботу в даному напрямі, оскільки для створення нової нормативної бази, необхідно було здійснити моніторинг пруденційних аспектів діяльності об'єктів нагляду, а також провести аналіз наявної в регуляторі інформації для визначення пруденційних показників.

Так, у 2020 році фахівцями спільно з учасниками ринку, з урахуванням пропозицій та рекомендацій, активно проводилась розробка положень, що урегулюють пруденційний нагляд на фондовому ринку за торговцями цінними паперами, компаніями з управління активами інституційних інвесторів, а також профучасниками, що здійснюють депозитарну діяльність. Так прийнято 3 рішення Комісії стосовно пруденційного нагляду, які встановлюють порядок здійснення пруденційного нагляду за даними учасниками фондового ринку, визначають основні ризики діяльності, а також показники, які будуть застосовуватися для їх вимірювання, що дозволить здійснювати контроль за ліквідністю компаній і можливість прогнозувати майбутній фінансовий стан на основі аналізу отриманої інформації. Крім того, положення передбачають встановлення нормативів, які застосовуватимуться для визначення ступенів ризику.

Прийняття цих документів є одним із кількох етапів впровадження пруденційного нагляду на ринку цінних паперів. Відповідні положення мають стати фундаментом для подальшої роботи Комісії у цьому напрямі, а контроль за уникненням системних ризиків профучасників має забезпечити надійність усього ринку цінних паперів в цілому.

Пріоритетним напрямком діяльності Комісії є створення сприятливих умов для правового функціонування фондового ринку, запобігання правопорушенням на ринку цінних паперів, а, в разі їх виявлення, регулятор спрямовує свої зусилля на оперативне та всебічне розслідування і вжиття заходів для їх недопущення у подальшому.

Таким чином, протягом 2020 року уповноваженими особами Комісії розглянуто 7 657 справ про правопорушення на ринку цінних паперів, за результатами розгляду яких накладено 6 237 штрафів на загальну суму 48 794 891 грн, винесено 991 попередження, анульовано 56 ліцензії на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів, зупинено дію 1 ліцензії, складено 71 протокол про адміністративні правопорушення та закрито 301 справу про правопорушення на фондовому ринку.

Всього за 2020 рік юридичними та фізичними особами за правопорушення

на ринку цінних паперів сплачено штрафів на загальну суму 3 224 867 грн до державного бюджету.

Також постійно проводяться дослідження на предмет наявності в діях учасників торгів ознак маніпулювання цінами фінансових інструментів семи акціонерних товариств. В діях учасників торгів у 2020р. були виявлені ознаки маніпулювання, які передбачені статтею 10-1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». І у відношенні п'яти торговців цінними паперами було порушено сім справ про правопорушення на ринку цінних паперів за вчинення умисних дій, які мають ознаки маніпулювання на фондового ринку.

Одним із головних елементів державного регулювання ринку цінних паперів є контроль за діяльністю учасників ринку цінних паперів та саморегулювних організацій. Проведення перевірок є заходом контролю, який направлений на реалізацію виконання завдань Комісії відповідно до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

За результатами проведених Комісією в 2020 році планових та позапланових перевірок в діяльності емітентів виявлено 250 правопорушень.

Найбільш характерними (типовими) порушеннями в діяльності емітентів цінних паперів є: порушення порядку скликання та проведення загальних зборів акціонерних товариств; порушення встановленого порядку переведення випуску цінних паперів в бездокументарну форму; порушення прав акціонерів на отримання інформації.

Комісією забезпечується контроль переважно за акціонерними товариствами, адже найбільша кількість скарг надходить саме на порушення прав акціонерів.

У розрізі видів суб'єктів первинного фінансового моніторингу (СПФМ) Комісією було проведено 310 перевірок і забезпечується контроль за найбільш ризикованими СПФМ. Так, в розрізі видів суб'єктів Комісією найбільш проведено перевірок торговців (в тому числі торговців-зберігачів) цінними паперами, оскільки ці суб'єкти, укладають угоди та виконують операції з цінними паперами.

Всього за результатами перевірок СПФМ виявлено 212 правопорушень, а найбільш характерними (типовими) порушеннями для СПФМ є: неповідомлення Держфінмоніторингу про фінансові операції, що підлягають фінансовому моніторингу; порушення строків реєстрації фінансових операцій, що підлягають фінансовому моніторингу; незабезпечення виявлення фінансових операцій, що підлягають фінансовому моніторингу; порушення вимог Комісії в частині призначення відповідального працівника за проведення фінансового моніторингу.

Таблиця 2.7

Контрольно-перевірочні заходи, вчинені НКЦПФР у відношенні емітентів цінних паперів

	Назва заходу	Період			
		2017	2018	2019	2020
1	Здійснено контролів за реєстрацією акціонерів для участі в загальних зборах АТ	563	617	461	231
2	Перевірено емітентів цінних паперів всього	480	477	182	224

Протягом останніх років спостерігається тенденція до зменшення зазначеного заходу контролю, що свідчить про зменшення корпоративних конфліктів в акціонерних товариствах, консолідації пакетів акцій у мажоритарних акціонерів.

З метою підвищення ефективності діяльності Комісії у сфері державного контролю на ринку цінних паперів у 2020 році одним із важливих завдань було приведення нормативно-правових актів у відповідність до законодавства та запровадження норм, направлених на дерегуляцію підприємницької діяльності, виконання рекомендацій Урядового уповноваженого у справах європейського суду з прав людини. Протягом 2019-2020 року Комісією прийнято ряд рішень, які стосуються регулювання діяльності суб'єктів первинного фінансового моніторингу, заходів контролю та правозастосування.

Одне із ключових завдань регулятора – захист прав інвесторів на ринку цінних паперів, і у впродовж 2016 –2020рр. ця робота здійснювалась, в тому числі, шляхом застосування заходів щодо запобігання правопорушень та застосування санкцій за їх вчинення.

Важливо зазначити, що у 2020 році регулятор підвищив рівень своєї відкритості для інвесторів та громадян: так, продовжила функціонувати так звана «електронна приймальня», тобто розгляд звернень за допомогою електронної пошти, продовжила функціонувати спеціальна телефонна лінія, основним завданням якої є захист прав та інтересів та ін.

Протягом 2020 року проведено 576 особистих прийомів інвесторів проти понад 1400 в 2019 році. За результатами аналізу питань, які порушувались у скаргах у 2020 році встановлено, що 70 % від загальної кількості звернень - це скарги міноритарних акціонерів на порушення їх прав менеджментом акціонерних товариств.

Таблиця 2.8

Динаміка звернень від фізичних та юридичних осіб щодо порушення їх прав та законних інтересів на ринку цінних паперів

Період	2016	2017	2018	2019	2020
Кількість звернень	6 315	3 509	3 733	4 339	2 483

Найбільш характерними (типовими) порушеннями в цій категорії звернень: порушення права на рівне ставлення до всіх акціонерів; порушення права на участь в управлінні акціонерним товариством; порушення права на отримання інформації про діяльність акціонерного товариства; порушення права акціонера на отримання частини прибутку у вигляді дивідендів; порушення прав акціонерів під час додаткового випуску акцій.

Таблиця 2.9

Контрольно - інспекційна діяльність НКЦПФР у 2018 – 2020 роках

Рік	2018	2019	2020
Кількість проведених перевірок	745	836	954
Кількість складених актів про порушення законодавства	476	590	781

Згідно даних цієї таблиці впливає, що НКЦПФР проводить в два рази менше перевірок, ніж видано ліцензій на професійну діяльність, і в цьому

проявляється неефективність ведення перевірок НКЦПФР, крім того статистика свідчить лише про щорічне зростання кількості знайдених порушень, а темпи зростання порушень випереджають темпи збільшення кількості перевірок. Тому, на наш погляд, державний регулятор має приділяти більше уваги проведенню перевірок, оскільки досі професійні учасники віддають перевагу здійснювати тіньові схеми чи займатися шахрайством, замість того, щоб проводити свою діяльність прозоро і згідно з законом.

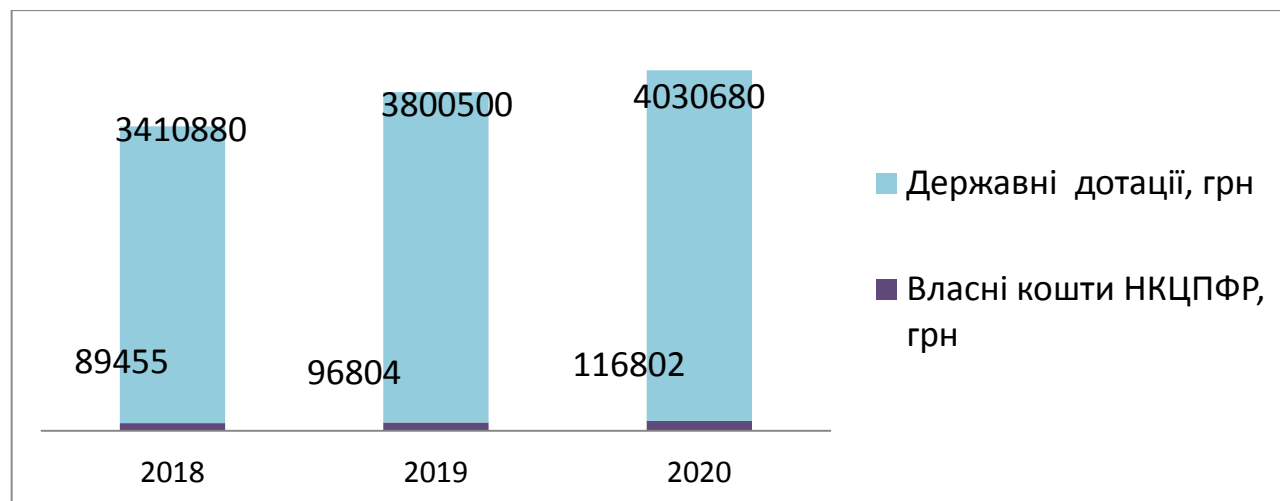


Рис. 2.14 Структура бюджету НКЦПФР в розрізі власних коштів та бюджетних дотацій за 2018-2020 рр., грн.

Крім того, регулятору бракує операційної незалежності, він є чуттєвим до політичних і комерційних втручань та залежним від державного бюджету, з якого формуються його власні фонди. Проблема браку джерел фінансування достатньо серйозна.

При цьому функції, закріплені за регулятором законами України протягом останніх 10 років, збільшились майже в три рази. Як видно з діаграми власні кошти НКЦПФР в бюджеті склали у 2018 році – 2,6 %, у 2019 році – 2,5 %, у 2020 році – 2,8 %, що свідчить про значку фінансову залежність НКЦПФР від державного бюджету.

Зробивши аналіз ефективності роботи Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, бачимо, що досягнуто більшість очікуваних показників (за підрахунками НКЦПФР) що були опубліковані в офіційному річному звіті за 2019

рік («Український фондовий ринок у 2019 році: впевненість, стійкість та зростання»). До того ж, незважаючи на те, що 2020 рік був непростим для всього фондового ринку, за цей рік ринок отримав ряд найважливіших законів, значно змінюють його інфраструктуру і механізми, що закладають основу для подальшого етапу розвитку фондового ринку. І Комісія не стояла осторонь цих змін.

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМКИ ВДОСКОНАЛЕННЯ СИСТЕМИ РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

3.1. Досвід взаємодії регуляторів фінансових ринків в країнах Європейського союзу

Ефективне функціонування ринку фінансових послуг та його структурних елементів значною мірою залежить від організації регулювання та нагляду за діяльністю фінансових посередників.

Протягом останніх років фінансовий сектор багатьох країн зазнав значних трансформацій. Це, насамперед, стосується інституційних змін, появи фінансових конгломератів, значного зростання обсягів і зміни структури активів окремих підсекторів тощо. Такі зміни об'єктивно зумовили потребу в нових підходах до регулювання та нагляду за діяльністю установ на ринку фінансових послуг, а також необхідність запровадження нових моделей наглядових систем. Особливості регуляторних систем окремих країнах світу подано в Додатку Е.

Головною проблемою організації регулювання і нагляду за установами фінансового сектору було забезпечення незалежності і ефективного функціонування регуляторних органів, яка досягається шляхом законодавчого закріплення за регуляторами певних прав і обов'язків, а також їх підпорядкуванням відповідним державним органам (див. Додаток Е).

Зміни у системах регулювання та нагляду за діяльністю фінансових установ супроводжувалися процесом концентрації діяльності наглядових органів, унаслідок чого серед відомств, до яких належать органи банківського нагляду, скоротилася кількість центральних банків і департаментів уряду, а натомість зросла кількість самостійних наглядових органів.

Характерною рисою змін у системі нагляду за діяльністю установ фінансового сектору було суттєве підвищення рівня інтеграції діяльності наглядових органів. Протягом останніх років головною сферою відповідальності

регуляторних і наглядових органів практично в усіх країнах був пруденційний нагляд. Окрім того, майже 80 % наглядових органів додатково виконували функції щодо вивчення та практичного розв'язання проблем забезпечення фінансової стабільності діяльності установ фінансового сектору.

Піднімаючи питання регулювання фінансового ринку в Україні, не коректно буде оминати питання регуляторної реформи, що відбулась на фінансовому ринку ЄС у 2019 році.

На початку 2019 року влада Європейського Союзу впровадила в життя реформу системи фінансового нагляду в країні, перші ростки якої зародилися майже десятиліття тому, коли виникла необхідність в уніфікації правил роботи на ринку та посиленні координації між окремими національними органами влади на фінансовому ринку. Глобальна фінансово-економічна криза підштовхнула владу ЄС до активних дій і з 1 січня 2019 року запрацювали чотири нові пан-європейські регуляторні органи, серед яких і Європейське управління з цінних паперів і ринків. Звичайно, ще рано підбивати підсумки роботи нового регулятора, проте вже можна оцінити організацію його роботи та розглянути, яким чином він буде виконувати покладені на нього функції.

European Securities and Markets Authority (ESMA) є незалежним органом ЄС, який сприяє забезпеченню стабільності фінансової системи Європейського Союзу шляхом забезпечення цілісності, прозорості, ефективності та впорядкованого функціонування ринків цінних паперів, а також посиленням захисту інвесторів. Зокрема, ESMA сприяє гармонізації регулювання, як серед регуляторів цінних паперів, так і на фінансових секторах, працюючи в тісному співробітництві з іншими європейськими наглядовими органами, компетентними в області банківського сектору (EBA), а також страхування та трудові пенсії (EIOPA).

Створення регулятора почалось коли, після початку фінансової кризи, президент Європейської комісії Жозе Баррозу скликав в 2016 році групу фахівців у сфері фінансових послуг для надання консультацій щодо майбутнього європейського фінансового регулювання і нагляду. Група експертів, яку очолив колишній президент Європейського банку реконструкції та розвитку, виділили

ряд серйозних недоліків в існуючій системі фінансового нагляду в Європі. Зокрема, було виявлено, що незважаючи на те, що більшість фінансових установ працюють на транснаціональному рівні, регуляторний нагляд над ними здійснюється в основному на національному, і часто є нескоординованим. В той же час рівень розвитку фінансового сектору в ЄС вимагав істотного зближення між державами-членами як щодо вироблення єдиних технічних стандартів роботи учасників ринку, так і щодо створення механізму для забезпечення координації дій національних регуляторів. Останнє було особливо важливо для того, щоб можна було швидко застосовувати вироблені регуляторами правила на національних фінансових ринках всіх членів ЄС без необхідності тривалого процесу їх перевірки в Європейському суді, що є неприйнятним, коли необхідно оперативно реагувати на несприятливі події на ринку.

На основі доповіді експертної групи Єврокомісія в 2017 році висунула пропозиції щодо створення нової системи контролю і нагляду за фінансовим ринком у Європі. Рівно через рік, у вересні 2018 року Європейський парламент проголосував за її впровадження і створив три нових наднаціональних регулятори (Європейське управління з цінних паперів та ринків, Європейську організацію зі страхування та пенсійного забезпечення, Європейське управління з банківського нагляду), а також консультативно-аналітичний орган - Європейську раду по фінансовим ризикам. В сукупності ці чотири органи сьогодні складають Європейську систему фінансового нагляду.

Виходячи з ідеї свого створення, Європейське управління з цінних паперів та ринків (або ESMA) має сприяти зменшенню розбіжностей серед регуляторів цінних паперів в країнах ЄС. Фактично ESMA є правонаступником Комітету європейських регуляторів цінних паперів, але спектр його функцій і повноважень доповнений новими положеннями, серед яких ключовими є:

- можливість створювати проекти технічних стандартів, які є юридично обов'язковими для країн-членів ЄС;
- можливість запуску прискореної процедури застосування законодавства ЄС;

- нові повноваження у вирішенні розбіжностей між національними органами;
- участь в роботі місцевих наглядових органів та здійснення інспекцій на місцях, можливість входити до адміністративних структур наглядових органів, міжнародних організацій та урядів країн;
- моніторинг системних ризиків транскордонних фінансових установ;
- додаткові обов'язки по захисту прав споживачів (у тому числі можливість заборонити певні фінансові продукти на період до трьох місяців);
- нагляд за діяльністю кредитних рейтингових агентств.

Зупинимось коротко на найбільш цікавих нововведеннях. Дуже корисним з точки зору оперативності транснаціонального регулювання фінансових ринків є повноваження ESMA щодо запуску прискореної процедури застосування європейського законодавства. Так, раніше, якщо держава-член не впроваджувала належним чином на національному рівні положення законодавства ЄС, або з причини різниці в інтерпретації, або тому, що не вистачало технічних можливостей, або просто тому, що не хотіла реалізувати відповідні положення, то єдиним засобом захисту було подання на цю державу позову до Європейського суду. Ця процедура була досить таки тривалою і могла займати до трьох років. Але для такої динамічної і швидко прогресуючої галузі, як фінансові послуги, таке розтягнуте у часі регулювання на загальноєвропейському рівні, як правило, зводило нанівець будь-який потенційний позитивний ефект від регуляторних дій.

Тепер же за зверненням окремих національних регуляторів або за власною ініціативою ESMA може почати розслідування діяльності будь-якого регулятора або учасника ринку цінних паперів з країн ЄС. Якщо за результатами розслідування будуть знайдені порушення у застосуванні законодавства ЄС, і ESMA надасть національному регулятору рекомендації, то останній повинен протягом 10 днів повідомити, які заходи і яким чином будуть прийняті для їх реалізації. При цьому якщо протягом одного місяця, а після повторного надання рекомендацій – протягом трьох місяців порушення не усуваються, то ESMA має повноваження для прийняття відповідних рішень щодо учасників фінансового

ринку певної країни на місці, тобто може безпосередньо до них застосовувати положення європейського законодавства, оминаючи локального регулятора.

Також у випадку виникнення на ринку надзвичайної кризової ситуації ESMA, або один з двох інших пан-європейських регуляторів, залежно від того, на якому сегменті фінансового ринку виникли проблеми, може досить оперативно здійснити необхідні регуляторні заходи. Так, якщо ESMA визначило, що на ринку цінних паперів однієї або кількох країн-членів ЄС виникла надзвичайна ситуація, з якою національний регулятор не в змозі впоратись самостійно, або яка вимагає спільних дій від органів Європейської системи фінансового нагляду, то воно повинно конфіденційно звернутись до Ради Європи із проханням дати власну оцінку відповідної ситуації. Якщо Рада Європи також ідентифікує дану ситуацію як надзвичайну, то вона може надати ESMA повноваження вживати необхідні заходи в межах законодавства ЄС, також оминаючи окремих національних регуляторів ринку.

Слід зазначити, що найбільший інтерес, і найбільшу кількість обговорень викликали функції ESMA щодо додаткового захисту прав споживачів та щодо нагляду за діяльністю кредитних рейтингових агентств. В межах реалізації першої функції Управління має право тимчасово заборонити або обмежити певні види фінансової діяльності чи продукти, які загрожують упорядкованому функціонуванню ринків і стабільності європейської фінансової системи. Але важливо, що для реалізації ESMA такого повноваження, відповідне положення про можливість введення заборони збоку пан-європейського регулятора повинне бути зазначене у специфічному законодавстві, яке регулює цей вид діяльності або фінансовий інструмент. Наприклад, такі положення будуть включені у нормативні документи, що регулюють здійснення коротких продажів (продаж на падаючому ринку взятих у борг активів з наступним їх викупом по меншій ціні), а також операцій з фінансовими деривативами. Тобто фактично повноваження ESMA щодо заборони певних видів фінансової діяльності найближчим часом будуть стосуватись лише цих двох типів фінансових інструментів. У виключних

випадках ESMA може звертатись до Єврокомісії з проханням ввести постійну заборону на обіг певних видів інструментів.

Виходячи з того, що рейтингові послуги не пов'язані з конкретною територією, а кредитні рейтинги, присвоєні випускам цінних паперів, можуть використовуватись на території всього ЄС, ще в 2018 році було прийнято рішення зробити ESMA єдиним органом, який регулюватиме діяльність рейтингових агентств в ЄС. При цьому ESMA здійснюватиме як ліцензування, так і наступний нагляд за рейтинговими агентствами, а також розроблятиме правила їх діяльності, в тому числі і ті, які стосуються транспарентності рейтингових агентств та ринку рейтингових послуг в цілому. Так, наприклад, емітенти структурованих фінансових інструментів зобов'язані будуть надавати однакову інформацію всім зацікавленим рейтинговим установам, а не лише тим, які присвоюють рейтинги їх цінними паперами. Також ESMA зможе штрафувати рейтингові агентства, які провокують гравців на невиправдано ризиковану поведінку, і навіть зможе відкликати в них ліцензії.

ESMA має штаб-квартиру у Парижі, на відміну від свого попередника – Комітету європейських регуляторів цінних паперів, який не мав постійної прописки і розташовувався у тому офісі національного регулятора цінних паперів, представник якого на той момент очолював Комітет. Голова ESMA обирається на термін 5 років, з правом продовження цього строку один раз. За правилами ESMA, кандидата на посаду його голови висуває Наглядова рада цього Управління, а затверджує його кандидатуру Європарламент. В січні 2019 року Головою ESMA був обраний Стівен Мейджор, який був директором Управління з фінансових ринків Нідерландів, а також очолював Міжнародний форум незалежних регуляторів аудиту (IFIAR).

Організаційна структура ESMA включає дві основні керівні одиниці – Наглядову раду та Правління. Наглядова рада складається з голів національних регуляторів ринку цінних паперів ЄС, яких на даний момент 27, а також з представників Європейського управління з банківського нагляду, Європейської організації зі страхування та пенсійного забезпечення та Європейської ради по

фінансовим ризикам. Наглядова рада має збиратись як мінімум двічі на рік. Її роль полягає в прийнятті ключових стратегічних рішень щодо діяльності Управління, нагляду за дотриманням національними регуляторами законодавства ЄС, інтерпретації законодавства, затвердженні проектів технічних стандартів, керівних принципів, а також затвердженні бюджету регулятора. Кожен член Наглядової ради має один голос і всі рішення приймаються простою більшістю голосів.

Що стосується Правління, то це є вищий виконавчий орган Управління, який складається з шести членів (і заступника для кожного), відібраних з Наглядової ради її членами. Загальне керівництво роботою ESMA здійснює його голова, який відповідає за організацію роботи Наглядової ради та Правління ESMA. І хоча за ідеєю свого створення ESMA є незалежним органом, який працює виключно на інтереси Євросоюзу в цілому, проте він є повністю підзвітним вищим органами ЄС – Європарламенту, Єврокомісії та Європейській Раді. Звітувати перед ними про роботу Управління має голова ESMA.

Якщо учасники ринку будуть незгодні з прийнятими ESMA рішеннями, так само як і з рішеннями, які прийняті двома іншими регуляторами ринку ЄС, то вони матимуть змогу подати касаційну скаргу до Апеляційної ради. Апеляційна рада складається з шести членів і їх шести заступників з поміж фізичних осіб, які є професіоналами високого рівня в галузі банківської справи, страхування, ринків цінних паперів або інших фінансових послуг. По скаргах, які не зможе розглядати Апеляційна рада, рішення будуть прийматись виключно через суд.

Таблиця 3.1

Порівняння загального бюджету вітчизняного регулятора фондового ринку та європейського надрегулятора на 2020 рік

Регулятор	Бюджет
ESMA	20.279 млн €
НКЦПФР	44,7 млн грн. або 4,22 млн €

Про фінансову залежність вітчизняного регулятора мова буде йти у наступних розділах, але одразу можна зазначити що в ЄС відмінна як система фінансування по своїй структурі, так і окремо фінансуються національні регулятори окремо від ESMA.

Бюджет Європейського управління з цінних паперів та ринків на 2019 рік оцінюється в близько €17 млн. євро в перший рік роботи, із зростанням до €24 мільйонів в 2021 році. Для порівняння, бюджет його попередника - Комітету європейських регуляторів цінних паперів в 2017 році був втричі меншим і складав лише близько €5 млн. Основним джерелом фінансування діяльності ESMA будуть внески з фондів всіх національних регуляторів країн ЄС, які входять до Спостережної ради Управління, а також кошти з бюджету ЄС. Принаймні, в перший рік свого існування 40% фінансування ESMA буде отримувати з бюджету Євросоюзу, і 60% - від відповідних регуляторів. Переважна частина витрат буде спрямована на заробітну плату, пенсійні програми, транспортні витрати та інші виплати, пов'язані з утриманням персоналу Управління, якого зараз налічується лише кілька десятків осіб.

Так, на кінець 2018 року в ESMA працювало лише 47 співробітників, до кінця 2019 року їх кількість збільшили до 70, а в 2014 році – до 120 осіб. При цьому склад працівників цього регулятора включає як осіб, які безпосередньо працюють в Управлінні в штаб-квартирі в Парижі, так і залучених експертів, які працюють в країнах ЄС на місцях.

Планується, що в 2014 році в самому Управлінні буде працювати лише 20 осіб, інші ж 100 співробітників будуть розкидані по всьому ЄС. Цікаво, що найбільшу питому вагу за кількістю персоналу буде займати підрозділ, який займатиметься регулюванням діяльності кредитних рейтингових агентств. Тут працюватиме 15 осіб, 9 з яких знаходитимуться в головному офісі Управління в Парижі.

Важливо, що ESMA має постійно співпрацювати з іншими учасниками Європейської системи фінансового нагляду, щоб регулювання європейського ринку трьома регуляторами не відбувалось, як у відомій байці Крилова. Зокрема, з

числа членів цих регуляторів сформовано Об'єднаний комітет. Цей Комітет має збиратись як мінімум раз на два місяці і виробляти скоординовану програму дій а також спільну позицію щодо регулювання діяльності фінансових конгломератів. Сподіваємось, що Об'єднаний комітет буде дійсно працювати і реалізовувати покладені на нього функції, на відміну від наприклад українських регуляторів фінансового ринку, які не можуть домовитись і виробити спільну стратегію навіть в національних масштабах[66].

За загальною оцінкою представників міжнародних фінансових організацій та національних органів регулювання і нагляду, зміни, що відбулися в інституційній структурі органів нагляду багатьох країн світу, у тому числі ЄС сприяли підвищенню ефективності роботи наглядових органів, покращенню комунікацій та співробітництва, вдосконаленню підзвітності, поліпшенню структури фінансування, а також забезпеченню ефективного моніторингу найбільших системоутворюючих фінансових установ. Розгалуженість мережі фінансових установ, розширення спектру наданих фінансових послуг, взаємопроникнення та інтеграція фінансових ринків сприяли підвищенню рівня консолідації фінансового сектору, посиленню ролі центральних банків у пруденційному нагляді, вдосконаленню форм і методів співпраці між органами нагляду та влади з метою забезпечення фінансової стабільності (Додаток F).

Відповідальність за прийняття остаточного рішення щодо вибору моделі регулювання і нагляду за фінансовим сектором покладається на уряд кожної країни, який має обрати модель, що найповніше відповідає політичній та фінансовій структурам країни, а також забезпечить максимальну дієвість і ефективність відповідної системи нагляду за діяльністю фінансового сектору.

3.2. Напрямки реформування системи регулювання фінансового ринку України

На сьогоднішній день фінансовий ринок України знаходиться в стані постійного розвитку, часто носить дискретний і непропорційний характер, а загальний його рівень не завжди відповідає зростаючим потребам національної економіки та істотно відстає від середньоєвропейських параметрів.

Фінансовий ринок України поки що не має дієвих механізмів реалізації інвестиційних проектів суб'єктів підприємницької діяльності та держави.

Провідні українські вчені пов'язують такий стан справ, в першу чергу з тим, що на рівні держави так і не була сформульована комплексна і зрозуміла парадигма його розвитку та регулювання. Поняття «фінансовий ринок» у нормативних актів поступово витісняється поняттям «ринки фінансових послуг», а його цілісна система управління замінена впровадженням інститутів-регуляторів окремих сегментів фінансового ринку.

Наявність формальних інститутів є найважливішою умовою існування ринку цінних паперів, на якому ризик порушення прав власності особливо великий. 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.

Регулятивна структура українського ринку цінних паперів сформувалася в 1990-ті роки, коли в умовах ринку, що зароджується активно використовувався досвід Німеччини у роботі біржі з одночасним впровадженням принципів роботи ринку цінних паперів в США. У цьому полягає головне інституційне протиріччя – спроба нав'язати економіці, що знаходилась в кризовому стані, механізми роботи ринку цінних паперів, які характеризувалася тривалим періодом трансформації, функціонували в умовах, принципово відмінних від української дійсності. Тому просте насадження чужих норм і законів зовсім не означає побудови системи ефективних економічних і правових інститутів, особливо в тому випадку, якщо

«трансплантовані» інститути заміщають собою усі без виключення внутрішні інститути, які мають принципово іншу організацію.

Аналогічним чином можна сформулювати проблему спроби 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.

Як бачимо, фінансовий ринок України представлений окремими сегментами - ринками фінансових послуг, в кожен з яких впроваджені власні інституційні регулятори. Так, зокрема:

1) Національний банк України (НБУ) визначає та проводить грошово-кредитну політику, здійснює нагляд і регулює діяльність комерційних банків, аналізує стан грошово-кредитних, фінансових, цінових та валютних відносин, розраховує облікову ставку НБУ і т.п. [26];

2) Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України (НКЦПФР) сприяє формуванню та забезпеченню реалізації єдиної державної політики щодо розвитку і функціонування ринку цінних паперів та їх похідних, а також адаптації фондового ринку України до міжнародних стандартів; здійснює захист прав інвесторів від порушень законодавства на ринку цінних паперів. Комісії підпорядковуються: організатори торгів на фондовому ринку та професійні учасники, інститути спільного інвестування, в тому числі пайові та корпоративні інвестиційні фонди [48];

3) Національна Комісія, яка здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (Нацкомфінпослуг). Основними завданнями Нацкомфінпослуг є: формування та забезпечення реалізації політики державного регулювання у сфері ринків фінансових послуг (крім ринку банківських послуг і ринків цінних паперів та похідних цінних паперів), розробка та реалізація стратегії розвитку ринків фінансових послуг та вирішення системних питань їх функціонування; здійснення в межах своїх повноважень державного регулювання та нагляду за наданням фінансових послуг і додержанням законодавства. До регульованих

Комісією інститутів фінансового ринку відносяться: страхові компанії, кредитні спілки, недержавні пенсійні фонди, ломбарди та інші кредитні установи [49].

Дієвим учасником фінансового ринку є і Міністерство фінансів України, яке, хоча і відає державними фінансами, проте має значний вплив на грошові потоки господарських суб'єктів за допомогою певних механізмів: реалізації державної фінансової, бюджетної, податкової, митної політики, політики у сфері державного фінансового контролю; забезпечення концентрації фінансових ресурсів на пріоритетних напрямках соціально-економічного розвитку; здійснення комплексних заходів щодо поліпшення кредитного рейтингу України. Міністерство координує і контролює діяльність: Головного контрольно-ревізійного управління України та Державного казначейства України [50].

На сьогоднішній день всі регулятори фінансового ринку підпорядковані різним відомствам: Міністерство - Кабінету Міністрів України, НКЦПФР та Нацкомфінпослуг - Президенту України, а Національний банк України є центральним органом державного управління з особливим статусом.

Оскільки Нацкомфінпослуг і НКЦПФР підпорядковуються Президенту України, який має право призначати та звільняти з посад голів цих Комісій, чинним законодавством допускається та створюється підґрунтя для зміни керівництва Нацкомфінпослуг і НКЦПФР.

Нажаль, доводиться констатувати, що нині органи регулювання та нагляду за фінансовим сектором не мають змоги контролювати й активно впливати на процес прийняття законодавчих актів з питань регулювання фінансових установ. Органам законодавчої влади бракує експертного розуміння питань регулювання банківського та небанківського фінансового секторів. Без консультацій з експертами фінансового сектору неможливо створити якісні підзаконні акти, які б відповідали потребам фінансових установ та були адекватними в умовах системної фінансової кризи.

Не налагоджено також співпрацю органів регулювання і нагляду з судовими органами в частині винесення експертного висновку з суперечливих питань, вирішення яких відбувається в судовому порядку.

Крім цих регуляторів, на фінансовий сектор в питаннях інвестування впливає і Міністерство економічного розвитку і торгівлі України, яке формує і реалізує державну інвестиційну політику; розробляє пропозиції щодо обсягів державних капітальних вкладень та здійснює контроль за ефективністю використання держінвестицій; організовує проведення експертизи та відбору інвестиційних проектів, потребують підтримки з боку держави і т.п. [13].

Міністерство економічного розвитку і торгівлі України підзвітне також Кабінету Міністрів України.

У той же час слід зазначити, що діюча модель регулювання фінансового ринку України класифікується як секторальна (або інституціональна). Вона характерна переважно для країн, що розвиваються. Подібні моделі регулювання функціонують на фінансових ринках Болгарії, Румунії, Словенії, практично всіх країн СНД (крім Казахстану та Латвії).

Проаналізувавши норми діючого законодавства ми бачимо, що повноваження щодо здійснення державного регулювання на ринку фінансових послуг в більшості розподіляються між такими трьома Регуляторами як НБУ (за банками), НКЦПФР та Нацкомфінпослуг (за небанківськими фінансовими установами).

Можна сказати, що 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. Велика кількість регуляторів ринку цінних паперів породила велику кількість конфліктів і розбіжностей.

Загальносвітова практика свідчить про те, що в основному мають місце дві тенденції – з одного боку, створюються самостійні відомства або комісії з цінних паперів, як це було в Україні до 2004 року, а з іншого – формуються багатофункціональні, єдині органи контролю, або мегарегулятори, наділені широким діапазоном повноважень. Практика створення мегарегуляторів постійно розширюється: Норвегія (1986), Канада (1987), Данія (1988), Південна Африка (1990), Швеція (1991), Великобританія (1997), Японія (1998) [9].

В Україні також планувалося створення мегарегулятора й це питання залишається предметом дискусії й на сьогодні. Згідно з розробленою Нацбанком, Нацкомфінпослуг і НКЦПФР стратегією розвитку фінансових ринків до 2015 р. планувалося уніфікувати підходи до інвестування та оподаткуванню схожих інститутів колективного інвестування, обмежити присутність іноземного капіталу на фінансовому ринку. Але головна ідея документа – створення мегарегулятора. Розробники стратегії розраховували, що вона буде прийнята до кінця 2016 р., але через економічну ситуацію її розгляд було перенесено.

У даному випадку чітко простежуються ознаки чергової спроби впровадження в українську практику стійких західних інститутів, спрямованих на консолідацію регулюючих структур у сфері фінансових ринків. На нашу думку, такий підхід до регулювання, який використовується на розвинених фінансових ринках, не має в Україні явно виражених економічних підстав.

Аналогічної думки дотримується й Голова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку Дмитро Тевелєв. В інтерв'ю щотижневому діловому аналітичному українському журналу «Експерт» він виразив сумнів щодо доцільності створення фінансового мегарегулятора зазначивши: „По-перше, немає жодної людини, яка може чітко пояснити, що таке мегарегулятор. По-друге, якщо створювати регуляторний орган, який об'єднає існуючі структури – Національний банк, Нацкомфінпослуг і НКЦПФР,– отримаємо те, що ринки цінних паперів і фінансових послуг будуть відставати від якості регулювання, яку демонструє НБУ.

Великобританія, наприклад, намагається знову розділити функції і повноваження регуляторів. До того ж і фондовий, і банківський, і небанківський фінансові ринку мають специфічні риси та умови роботи. Так що навряд чи можна говорити про те, що математичне об'єднання регуляторів забезпечить високу якість регулювання [34].

Досвід розвинених зарубіжних країн, у яких створено мегарегулятор, свідчить про те, що основними причинами їх формування стали універсалізація фінансових інститутів, створення фінансових конгломератів, які володіють

кількома фінансовими інститутами, які надають послуги на різних секторах фінансового ринку тощо. Для розвинених ринків ця тенденція стала вже характерною, що й викликало необхідність утворення мегарегуляторів.

Стає очевидним, що для України, в якій фінансові інститути мають порівняно невелику капіталізацію, відсутні великі й диверсифіковані фінансові інститути й групи, є передчасним перехід від секторального регулювання до єдиного регулятора. Більше того, автори, які виступають за створення мегарегулятора з посиланням на зарубіжний досвід, ігнорують той факт, що в кожній країні сформована своя модель мегарегулятора, причому таким його можна назвати далеко не завжди. Більша частина мегарегуляторів створена на компактних ринках територіально невеликих країн, що характеризуються відсутністю необхідності в розвиненій регіональній мережі. Крім того, в більшості випадків функції мегарегуляторів обмежені наглядовою діяльністю. Отже, використання зарубіжного досвіду в якості обґрунтування для створення мегарегулятора в Україні є не зовсім коректним.

Зрозуміло, реформа системи органів державного регулювання постала давно, але всі спроби реформи, по суті, зводилися до розподілу сфер впливу між різними державними інститутами, загострення бюрократичного суперництва, яке зводиться до боротьби за додаткові ресурси й владні повноваження [35]. Так і у випадку з мегарегулятором, усі спроби його створення спрямовані не на уніфікацію регулятивних процедур та зниження трансакційних витрат обслуговування державного регулювання, а на спробу перерозподілу влади між Нацбанком, Нацкомфінпослуг і НКЦПФР у частині регулювання діяльності кредитних організацій на ринку цінних паперів і обслуговування ринку державних цінних паперів. Тому всі спроби реформування системи органів регулювання у сфері ринку цінних паперів виявлялися малоефективними.

За результатами аналізу системи регулювання та нагляду за фінансовим сектором встановлено, що однією з причин низького рівня її ефективності є недофінансування регуляторів (крім Національного банку України), що, у свою чергу, спричинило:

– слабку технологічну забезпеченість органів регулювання та нагляду (відсутність сучасного програмного забезпечення, обладнання, необхідного для здійснення ефективного нагляду).

– недостатню кількість та неналежну кваліфікацію кадрів, які забезпечують процес регулювання та нагляду;

За повної відсутності або недостатнього рівня фінансової незалежності органи нагляду та регулювання не можуть забезпечити стабільність фінансового сектору.

Всупереч практиці багатьох економічно розвинутих країн, де діяльність органів регулювання та нагляду фінансується за рахунок платежів з фінансового ринку за послуги нагляду, єдиним джерелом фінансування діяльності Нацкомфінпослуг і НЦПФР є державний бюджет .

Отже, НЦПФР і Нацкомфінпослуг, на відміну від Національного банку України, не мають законодавчо визначеної фінансової незалежності, що негативно впливає на забезпеченість цих органів регулювання і нагляду кваліфікованими працівниками та загальне матеріально-технічне забезпечення.

За умов відсутності достатнього фінансування питання щодо створення сучасних інформаційних систем, баз даних, доступу до них і захисту інформації є проблемними. На відміну від інших органів регулювання та нагляду за фінансовим сектором, лише Національний банк України є економічно самостійним органом, який здійснює видатки за рахунок власних коштів у межах затвердженого кошторису, а в обумовлених випадках – за рахунок державного бюджету. Кошторис доходів та витрат повинен забезпечувати можливість виконання Національним банком України його функцій, визначених Конституцією України та Законом України «Про Національний банк України». Посилення незалежності органів регулювання та нагляду за фінансовим сектором вимагає відповідного забезпечення підзвітності та прозорості у його діяльності. Йдеться насамперед про підзвітність перед широкою громадськістю (суспільством), а також – перед демократично узаконеними інституціями, як правило, перед Верховною Радою України та урядом. Рівень підзвітності органів

регулювання та нагляду за фінансовим сектором можна підвищити двома шляхами: юридичним і фактичним.

Підвищення юридичної підзвітності вимагає накладення на регулятора правових вимог щодо звітності перед парламентом, а також надання парламенту інструментів для контролю над рішеннями регулятора. Проте можна значно поліпшити ситуацію без внесення змін до законодавчої бази. Підвищення фактичної підзвітності можна досягнути шляхом посилення фактичної прозорості.

Нині процедурі ухвалення рішень бракує транспарентності (недостатній рівень відкритості й прозорості схвалення рішень органами регулювання та нагляду). Всі органи регулювання та нагляду за фінансовим сектором в Україні використовують оптимальні канали комунікацій: офіційні сайти у мережі Інтернет, прямі контакти з представниками засобів масової інформації, засідання координаційних та громадських рад, опитування тощо. Однак є певні недоліки, пов'язані з розповсюдженням інформації. Основні з них:

- 1) відсутність у всіх наглядових органів стратегічного документа щодо побудови їх комунікаційної діяльності, мета якої полягає у створенні стабільності щодо очікувань;
- 2) недосконалий механізм роз'яснювальної роботи регуляторів щодо мотивів та наслідків ухвалених рішень, внаслідок чого у суспільстві формуються нечіткі уявлення про функції відповідних органів, негативні соціальні очікування і знижується довіра до фінансового сектору в цілому та фінансових установ зокрема;
- 3) відсутність чітких графіків проведення регулярних прес-конференцій, тематичних зустрічей із представниками засобів масової інформації тощо.

Наслідком цих недоліків є відсутність системного сприйняття діяльності органів регулювання та нагляду за фінансовим сектором, нерозуміння їх ролі у загальноекономічних процесах країни.

Вважаємо, що реформа системи регулювання ринку цінних паперів має бути спрямована на зміну підходу до регулювання. Необхідно здійснити перехід від регулювання за інституційною ознакою на регулювання за функціональною

ознакою. Подальші можливості вдосконалення інституційних основ функціонування учасників ринку цінних паперів та його інфраструктури практично вичерпані, тому принципово важливою є зміна системи органів регулювання не за структурою учасників різних ринків, а за функціями регуляторів. Така зміна дасть можливість, насамперед, виключити дублювання функцій між різними органами державної влади, чітко відокремити органи, що здійснюють встановлення норм, від органів, що забезпечують застосування контроль.

Перспективи розвитку ринку цінних паперів визначаються значною мірою ступенем оперативності його державного регулювання, виваженості і цілеспрямованості прийнятих рішень. Державне регулювання має забезпечити створення сприятливих і справедливих умов для здійснення діяльності на ринку цінних паперів. Якісною характеристикою ринку цінних паперів є правова нормативна база, що визначає його функціонування.

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.

Типова ситуація, коли відносно одного і того ж кола питань діють кілька актів, регламентація окремих питань страждає зайвою деталізацією, а інші питання, навпаки, не розкривають предмет регулювання. Для української практики характерно перманентне відставання законодавства й підзаконних актів від реальних потреб ринку і його учасників, від вимог міжнародних норм і рекомендацій. Тому професійне співтовариство часто впроваджує прогресивні методи й стандарти організації та здійснення діяльності, які знаходять відображення в законодавстві значно пізніше.

Щодо системи регуляторів на фондовому ринку України та їх взаємодії слід підняти ще одне дискусійне питання. У березні 2021 року Міндоходів і фінансові регулятори об'єднали зусилля для забезпечення прозорості фінансових ринків, підписавши меморандум про обмін інформацією.

Це має дозволити зробити ринок фінансових послуг прозорим та контрольованим, а відтак – цивілізованим та більш привабливим для інвесторів.

Фінансові регулятори отримуватимуть інформацію з баз даних Міндоходів для виявлення фіктивних емітентів, які лише імітують господарську діяльність. Міністерство, у свою чергу, матиме доступ до матеріалів ревізій та іншої звітної документації вказаних інстанцій.

Активізація такої співпраці відповідає не тільки і не стільки інтересам держави, як інтересам клієнтів тих компаній, що надають фінансові та страхові послуги. Завдяки оперативному обміну інформацією ми зможемо уникнути повторення таких ситуацій, які виникали останнім часом, коли окремі страхові компанії збирали значні суми премій, а потім зникали з ринку страхових послуг.

Завдяки такій оперативній співпраці стане можливим аналіз ризиків і негативних тенденцій у фінансових сферах на постійній основі.

Зокрема, за даними фахівців Міндоходів, зараз на ринку страхових послуг понад 20% сплачених податків припадає на 6 компаній. Це лише 0,5% від загальної кількості учасників ринку. При цьому 99% задекларованих надходжень до бюджету формують менше половини з працюючих на ринку страхових компаній – 220 з 448. Наприкінці 2020 року офіційно задекларовані доходи по операціях з цінними паперами зросли в 2 рази, або на 102 млрд. грн. Проте, велика кількість підприємств продовжує здійснювати торгівлю цінними паперами зі збитками. За 2020 рік загальна сума отриманих збитків від таких операцій склала майже аналогічну суму - 126,2 млрд. грн.

Нагадаємо, що Указом Президента України від 24.12.2020 №726/2020 утворено Міністерство доходів і зборів України шляхом реорганізації Державної податкової служби України та Державної митної служби України, поклавши на Міністерство, що утворюється, функцію з адміністрування єдиного внеску на загальнообов'язкове державне соціальне страхування.

З одного боку, таким чином вони планують запобігти податковим махінаціям та викрити вже існуючих неплатників податків, але з іншого, економісти попереджають, що ні в якому разі за рахунок новації не можна

посилювати контроль і збільшувати каральні функції. І хоча критики вважають що меморандум між державними органами це є нонсенс, але навіть вони вона припускають, що обмін інформацією дійсно може допомогти запобіганню махінацій з податками. Також на нашу думку тут прослідковується певний тиск з боку міністерства на регулятори, що підкреслює відсутність їх правової та політичної незалежності.

Місяцем пізніше (квітень, 2021 рік) НКЦПФР та Нацкомфінпослуг підготували та уклали Угоду про інформаційне співробітництво. З боку регулятора фондового ринку документ засвідчив Дмитро Тевелєв, Голова НКЦПФР, з боку регулятора ринків фінансових послуг – Борис Візіров, Голова Нацкомфінпослуг.

Сторони підписали угоду про обмін інформацією, яка дає можливість створення єдиного інформаційного поля для обміну даними. Це дасть змогу підвищити ефективність державного регулювання на фондовому ринку та ринку фінансових послуг, а також попередити можливість порушення чинного законодавства недобросовісними учасниками ринку. Сподіваємось, що співробітництво у підсумку дасть конкретні результати, а не виявиться лише формальним кроком. Об'єднавши зусилля, налагодивши обмін інформацією можливо вдасться зробити вітчизняний фінансовий сектор ефективнішим, надійнішим та ліквіднішим.

Таке співробітництво має бути дієвим інструментом підвищення ефективності регулювання ринків фінансових послуг і фондового ринку, зміцненню довіри їх учасників до органів влади та забезпечення захисту прав споживачів фінансових послуг.

Угода визначає обсяги, зміст, структуру, терміни та формат інформації, яку мають надавати регулятори один одному та способи її передавання. Одержана інформація не може бути оприлюднена та використовується сторонами виключно у службових цілях при здійсненні наглядової діяльності для виявлення порушень законодавства, їх запобігання та припинення, а також для захисту прав споживачів фінансових послуг.

Отже, виходячи з Європейського досвіду і політично-економічних особливостей, на нашу думку, замість запровадження в країні мегарегулятора, доречнішою стане системна розбудова існуючих регуляторів (Національного банку України, НКЦПФР та Нацкомфінпослуг):

- а) Внесення змін і доповнень до Закону України “Про Національний банк України” щодо порядку призначення і звільнення з посади члена Правління НБУ, відповідального за банківське регулювання та нагляд.
- б) Прийняття окремих законів про НКЦПФР та Нацкомфінпослуг щодо:
 - 1. визначення їх державними органами з особливим статусом, які не належать до системи центральних органів виконавчої влади;
 - 2. порядку призначення та звільнення керівника (голови) комісії;
 - 3. запровадження ефективних механізмів підзвітності перед Верховною Радою та урядом.
- в) Забезпечення прозорості у діяльності регуляторів, насамперед через розроблення загальної Стратегії комунікацій та її реалізації.

Така політика має ряд переваг:

- а) Відсутність змін у нормативно-правовій базі в частині перерозподілу повноважень(адже не можна постійно змінювати законодавство, необхідна певна стабільність)
- б) Відсутність необхідності фінансування змін в організаційній структурі органів регулювання та нагляду
- в) Відсутність ризику перехідного періоду(зважаючи на макроекономічні показники нашої країни та економіко-політичну нестабільність, перехідний період у сфері фінансового ринку негативно вплине на його розвиток та довіру населення).

3.3. Проблемні питання регулювання фондового ринку України та шляхи їх розв’язання

У будь-якій конкурентній економіці є розвинений фондовий ринок. Це аксіома. Країна з 45-мільйонним населенням, мільярдами доларів під подушками, безліччю структурних макроекономічних проблем, відсталою промисловістю та сільським господарством буде приречена, якщо не зможе створити відкритий, прозорий фондовий ринок. Можливо, це звучить категорично, але це об'єктивна реальність.

Більшість держав бореться за свій фондовий шматок пирога. Плюси очевидні: інвестиції, ліквідність, робочі місця. Світ знає тільки два приклади мобілізації коштів з метою здійснення якихось масштабних, в тому числі інфраструктурних, проектів: акціонерний капітал і планова економіка.

З нашої роботи видно що Комісія завжди виступала за стимулюючі заходи на ринку цінних паперів, і працює згідно реалізації «Програми розвитку фондового ринку України 2020-2024 рр.», показуючи досягнення більшості запланованих показників.

Але всупереч зусиллям регулятора і певних учасників, впродовж усього 2020 року фондовий ринок України демонструє стабільне падіння. В даний час навіть професійні учасники фондового ринку перестали говорити про швидке завершення кризи і відновленні зростання цін на акції українських емітентів.

Відсутність інтересу до ІСІ з боку населення, зменшення кількості надійних фінансових інструментів і конкуренція з банківськими депозитами зумовлюють непростий період для КУА. ІСІ непросто формувати інвестиційні стратегії в силу певних законодавчих обмежень та дефіциту надійних фінансових інструментів. Акції українських підприємств неухильно знижуються в ціні. Ринок корпоративних облігацій підірвав до себе довіру численними дефолтами, а суперечливі судові рішення, які прощають «борги» емітентам таких паперів, лише погіршують ситуацію.

Причини втрати ліквідності ринку наступні:

за 2-а останні роки індекс UX втратив більше 60%.

підвищення депозитних ставок банків.

вибори спровокували відтік грошей з ринку.

Зрозуміло, багато хто віддає перевагу зберігати гроші, а не намагатися заробити на фондових спекуляціях.

Надії з відновлення ринку пов'язують з впровадженням нових фінансових інструментів - ф'ючерсів на такі активи, як валюта, золото, товарна група. В іншому випадку дефіцит цікавих інструментів інвестування відкладе райдужний сценарій ще на невизначений час. І хоча нібито є повне розуміння у Національній комісії з цінних паперів та фондового ринку, але немає ніякого бажання з боку Нацбанку України. Простіше кажучи, на пульті управління НБУ - тільки одна кнопка з написом "кредитний ринок», а через цей канал грошові кошти йдуть виключно через банки, які як посередники самі вирішують, як спрямувати потоки, і при цьому часто спираються на комерційну логіку. Для того щоб монетарна стабільність не була в збиток економічному зростанню, як це відбувається зараз, в інтересах монетарної влади забезпечити наявність прямого каналу, через який ресурси будуть надходити в реальний сектор, а таким каналом є тільки фондовий ринок. Мало кого в нашій країні не бентежить той факт, що при обліковій ставці 7,5%, кредити в реальний сектор видаються під 30-35. Така велика різниця якраз і пояснюється відсутністю інструменту, що зв'язує державні фінанси прямо з приватним сектором

І якщо вже немає сумнівів, що фондовий ринок це добре і потрібно, то чому до теперішнього моменту весь український фондовий ринок, включаючи реальних інвесторів, емітентів та професійних учасників, - це не більше півтора десятка тисяч учасників, і з них активно торгуються акцій - це близько 20 компаній; ринок облігацій, включаючи ОВДП, взагалі частково знаходиться поза ринкових механізмів.

Перше, досить розповсюджене твердження—причина в слабкому законодавстві, що регулює питання інвестицій та їх захисту. Однак, з аналізу видно це не так. Законодавство у сфері обігу цінних паперів постійно змінюється і ці зміни, як правило, в кращу сторону. Принаймні, у справі захисту інвесторів.

Так, наприклад 04 Липня 2020р. були прийняті зміни в цілий ряд Законів України, які вводять відразу додаткові вимоги до всіх учасників українського

ринку. Введені більш жорсткі вимоги до реклами на ринку, вимоги до власників професійних учасників та керівникам фондових бірж і депозитаріїв. А головне, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку отримала функції пруденційного контролю. Беручи до уваги, аналіз, зроблений у другому розділі, бачимо що регулятор у своїх діях жорстко дотримується затвердженої концепції розвитку фондового ринку, і можна припустити, що такі зміни не останні.

Важливо зазначити, що спочатку наш фондовий ринок існував для того, щоб обслуговувати розпродаж майна, яке приватизується. Потім ринок піднімався на зарубіжних грошах з "лімітів" на emergency markets, що виділяються міжнародними гравцями. Проте криза вивела всі ці гроші назад за кордон. І зараз ринок дрейфує на невеликих внутрішніх коштах.

Ще одна важлива проблема українського фондового ринку в тому, що в обігу на ньому знаходиться дуже незначна частина акцій кожного емітента.

Але чи будуть ці законодавчі зміни стимулом до розвитку. І ми маємо декілька причин для сумніву в результативності.

Перша, але не головна: регулятор у своїх змінах вдосконалює інфраструктуру, але не може вплинути на деякі ключові нормативні акти. Наприклад ті, які присвячені валютному регулюванню. Це як мати досконалий автобан, але на всьому шляху проходження розвісити заборонні знаки. Ми живемо в глобальному світі, а тому вільний рух капіталу потрібно приймати як даність. Завдання держави цей капітал не просто залучити, а переконати залишитися.

Якщо подивитися на нинішній ринок акцій, то в такому вигляді він не потрібен нікому, крім групи наполегливих ентузіастів. Якщо говорити термінами теорії інституціоналізму, то занадто багато інститутів (власності, правоохоронні, судові та ін) потребують удосконалення. Держава живе не духом закону, а його буквою, а думки висловлюємо ми погано.

Ще однією з причин може бути факт, що останні дії податкової служби стосовно фондового ринку та його учасникам можуть надовго зупинити розвиток ринку і завдати серйозної шкоди його інвестиційному потенціалу.

Те, що зараз відбувається з боку податкової служби стосовно фондового ринку, його інструментів і його учасників, викликає у НКЦПФР та учасників ринку дуже серйозну тривогу.

Коментуючи звинувачення податківців на адресу ринку, голова Комісії визнав, що фондові інструменти все ж можуть використовуватися в непристойних цілях недобросовісними, а іноді і злочинними особами або групами і для несанкціонованого виведення капіталу, і для ухилення від сплати податків.

Комісія неодноразово наголошувала недосконалість оподаткування на фондовому ринку і останні два роки (2018-2020рр.) працювала над тим, щоб ринок став чистішим і прозорішим, в тому числі і в частині оподаткування операцій, здійснюваних на ньому. Обсяги ринку збільшилися в два рази, а питома вага обсягу торгів на біржі в загальному обсязі операцій з цінними паперами за два роки зріс з 2,7% до 15%. Крім того, число торговців скоротилося приблизно на 100 переважно за рахунок відходу «схемщиків», з ринку масово усуваються технічні папери.

Біржові обороти збільшилися без якихось податкових преференцій і сторонньої допомоги, цього вдалося добитися виключно нормативними та послідовними контрольними діями НКЦПФР.

Насправді, буде дуже шкода, якщо за допомогою податкової служби фондовий ринок України втрачає або може повністю втратити свою інвестиційну складову.

Держрегулятор довго працював для того, щоб фондовий ринок України був не так спекулятивним, скільки інвестиційним, що акумулює і перерозподіляє фінансові ресурси. Але все це нівелюється одним листом податкової інспекції, за яким учасники ринку зобов'язані купувати і продавати акції в одному податковому періоді. Про які довгострокових інвестиції можна говорити, про які інвестиції в розвиток.

В якості інших прикладів можна навести облік податківцями внесків до ІСІ як доходу компанії з управління активами, невжиття біржових звітів як первинних

документів, хоча це чітко, прямо, прописано в Податковому кодексі, і виставляння претензій при розрахунках через депозитарій.

Однією з нагальних проблем, виявленою практикою державного регулювання фондового ринку, особливо в кризовий період, є неможливість регулятора фондового ринку оперативного приймати власні нормативно-правові акти та відповідно змінювати умови провадження діяльності. Вимоги чинного законодавства передбачають, що мінімальний строк необхідний для внесення змін до нормативного документу становить щонайменше три місяці. Наслідком цього є неможливість оперативного врегулювання проблемних питань та забезпечення належного рівня захисту інвесторів на фондовому ринку. Нemoжливiсть оперативного регулювання є проблемою, однак на нашу думку не існує вирішення цієї проблеми через те, що будь-який нормативний акт потребує певної апробації, а поспішне необдумане прийняття закону може негативно відобразитися на функціонуванні суб'єктів фондового ринку.

Відсутній ефективний нагляд за професійними учасниками на основі оцінки ризиків (пруденційного нагляду). На законодавчому рівні відсутні механізми протидії маніпулюванню на ринку цінних паперів. Повноваження державного регулятора та механізми, які використовуються для нагляду на сучасному етапі є недостатніми для оперативного виявлення та попередження правопорушень на ринку цінних паперів.

Крім того, згідно зі звітами ще одна проблема полягає в тому, що НКЦПФР не вистачає кваліфікованого персоналу, а системи регулятора лише частково автоматизовані. Працівники не захищені на законодавчому рівні з метою діяти чесно під час виконання своїх обов'язків. Бракує ІТ систем та програмного забезпечення для полегшення відповідного виконання своїх функцій в ситуації, коли розміри технічного персоналу є дуже невеликими відносно розміру галузі, яку вона регулює. На нашу думку, вирішення цієї проблеми вимагає підвищення функціональної спроможності регулятора та його фінансового забезпечення, що сприятиме підвищенню якості операційного, технологічного та кадрового потенціалу.

З огляду на присутність у сфері спільного інвестування кількох державних регуляторів постає цілком логічне питання щодо адекватності державного регулювання цього сектору економіки. Проблеми не нові, давно відомі. Як наслідок, на українському фондовому ринку неможливо провести жодне успішне IPO, а виправдання, що у нас просто немає великих довгострокових інвесторів - наслідок згаданих проблем. У компаній немає інтересу до дрібним інвесторам, останні платять взаємністю. З 1992 року Україна в очах іноземних інвесторів все так само залишається країною з потенціалом, але не більше.

Згадаємо, що саме після певних кроків регулятора ринку цінних паперів (НКЦПФР) був значно полегшений доступ до біржі приватним інвесторам. Мабуть, це одне з найбільших досягнення регулятора з часів незалежності, за яким уже більш-менш чітко проглядалася стратегія того, як поставити національний ринок акцій на службу українській економіці. Критики НКЦПФР щось дуже швидко забули, як на зорі розвитку ПФТС приватному інвестору можна було зайти до брокера мінімум з 10 000 у.о. в кишені, і тому нинішні пропозиції Інтернет-брокерів почати торгівлю з суми від 5000 грн і незрівнянно низьких комісійних вже сприймаються як належне. По суті, держава виконала тоді свою головну функцію - полегшило доступ на ключовий сегмент ринку його потенційним учасникам.

За злагодженими діями бірж та НКЦПФР проглядався сценарій становлення в країні ринку, орієнтованого на те, щоб забезпечити реальний сектор інвестиціями. Причому проглядається сценарій вже давно довів свою практичність на інших ринках, що розвиваються. Ідея в тому, що б навіть на ринок з низькою якістю паперів залучити роздрібно інвестора. Ліквідність від роздробу зробила б цей ринок придатним для залучення капіталу бізнесом. Після кількох розміщень, регулятор і біржі могли почати посилювати вимоги до компаній, що приваблює капітал, втягуючи в цей процес і той непотріб, який дістався ринку в спадок від процесів приватизації. Так, протягом 2-3 років можна було розраховувати на появу на біржі паперів високої якості від емітентів, які орієнтовані на роботу з міноритаріями. І тільки після цього можна буде проводити

пенсійну реформу і зміцнювати ліквідність ринку пенсійними грошима, на вже працюючому біржовому движку, з адекватною системою розкриття інформації та відпрацьованих механізмах регулятора щодо притягнення до відповідальності емітентів, які порушують права міноритаріїв.