

## НАУКОВЕ ЖИТТЯ

### СТАНОВЛЕННЯ І РОЗВИТОК УКРАЇНСЬКОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ЙОГО ІНТЕГРАЦІЯ ДО СВІТОВОГО

(аналітична записка  
за матеріалами Тринадцятої міжнародної  
наукової конференції, Анталія-2008)

Найрезонанснішою подією 2008 року, яка сколихнула всю світову економіку, стала, безсумнівно, глобальна криза фінансової системи, зокрема її структурної компоненти – ринку цінних паперів. Почавшись у 2007 році на іпотечному ринку США, вона стрімко поширювалась і поглиблювалась, охоплюючи щораз нові й нові сектори, країни та регіони світу. Особливої небезпеки ця криза набуває сьогодні, коли з фінансового перекидається на реальний сектор економіки, реально загрожуючи небувалою з часів «великої депресії» 1929–1933 рр. світовою економічною рецесією.

Виявилось, по-перше, що абсолютно неспроможними є методи прогнозного оцінювання у передбаченнях кризи такого типу і глибини більшістю світових аналітичних центрів та економічних шкіл.

По-друге, не були почуті застереження тих небагатьох економістів (Дж. Тобін, Дж. Стігліц, Р. Гутман), які ще задовго до кризи попереджали, що вибухове зростання в останнє десятиріччя ринку деривативів, якщо не знайти ефективних методів його реформування, обов'язково призведе до розриву фінансового та реального секторів економіки, яке за умов здорожчання товарів ресурсної групи і викликаного ним зростання граничних витрат неминуче виявиться у формі глобальної фінансової кризи.

По-третє, не враховано було і те, що світова економіка у даний час перебуває на найнебезпечнішій спадній фазі «довгої хвилі» циклічних коливань, коли навіть просте відтворення суспільного продукту супроводжується наростаючим зростанням середніх валових та граничних витрат. За умов загострення дефіциту на ринках ефективних енергоносіїв це стало додатковим гальмівним чинником динаміки реального сектору і причиною поглиблення його розриву з фінансовим сектором економіки.

По-четверте, сучасна світова економіка перебуває на такій стадії свого розвитку, коли вже помітні перші вияви зміни світових лідерів. Найбільш динамічними і дедалі більш впливовими зараз стають країни групи БРІК (Бразилія, Росія, Індія, Китай).

Кожного разу, коли в історії світового господарства з'являвся наступний лідер (Великобританія, США, Німеччина, Японія), суттєво змінювались структура і пріоритети світового господарства та виникала потужна турбулентність у фінансовій,

кредитній, валютній системах, яка була спроможна викликати чергову фінансову кризу.

По-п'яте, становлення і розвиток українського ринку цінних паперів також перебувають під впливом глобальної фінансової кризи. Зокрема, вітчизняний фондовий ринок страждає як від того, що де-факто він вже тепер до певної міри є інтегрованим у світовий, так і ще більшою мірою від того, що інтеграція є вкрай слабкою, а сам ринок цінних паперів за ознаками та станом розвитку класифікується як «frontier market» (ринок з гранично низькими ознаками розвитку).

Усе це і визначило виняткову актуальність теми Тринадцятої міжнародної наукової конференції «Проблеми економічної інтеграції України в ЄС: становлення і розвиток українського ринку цінних паперів та його інтеграція до світового».

Організаторами конференції були: Міністерство освіти і науки України, Тернопільський національний економічний університет, Університет La Sapienza м. Риму (Італія), Університет м. Штутгарта (Німеччина), Технічний університет м. Дрездена (Німеччина), Технічний університет Західної Македонії, м. Козані (Греція), Київський міжнародний університет.

На адресу оргкомітету конференції було надіслано 75 заявок про участь та 53 наукові розробки 72 авторів, які представляли 9 регіонів України і 3 зарубіжні країни: Грецію, Естонію, Німеччину.

Крім науковців з різних вітчизняних та зарубіжних університетів, участь у конференції взяли спеціалісти Національного банку України, Інституту економіки і прогнозування НАН України (м. Київ), Інституту економіки промисловості НАН України (м. Донецьк), ряду промислових підприємств, страхових компаній і аудиторських фірм.

Наукові розробки учасників конференції публікуються у науковому фаховому журналі ТНЕУ «Вісник Тернопільського національного економічного університету» (№ 5 за 2008 р.).

Безпосереднє проведення дискусій з актуальних проблем становлення і розвитку українського ринку цінних паперів та його інтеграції до світового відбувалось 25 вересня – 2 жовтня 2008 р. у м. Анталія (Туреччина).

Дискутували за чотирма основними напрямками:

- закономірності та новітні тенденції розвитку світового ринку цінних паперів;
- ринки державних і муніципальних цінних паперів;
- ринки корпоративних цінних паперів і похідних фінансових інструментів;
- механізми та інструменти вітчизняного ринку цінних паперів у забезпеченні економічної інтеграції України в Європейський Союз.

Обговорення проблем становлення і розвитку українського ринку цінних паперів та його інтеграції до світового дало змогу учасникам конференції дійти таких висновків і пропозицій:

1. Зважаючи на те, що формування вітчизняної моделі ринку цінних паперів неможливе поза загальносвітовим глобалізаційним контекстом, необхідно було, перш за все, з'ясувати, якими ж є закономірності, суперечності та новітні тенденції розвитку світового ринку цінних паперів.

Рубіж XX–XXI ст. ознаменувався колосальним зростанням масштабів світового ринку цінних паперів, перманентними процесами його інституційної реструктуризації

та функціональної модифікації. Впродовж останніх років окреслилися такі основні тенденції розвитку світового ринку цінних паперів:

– глобалізація та інтернаціоналізація ринків, що в сукупності призводять до зростання міжнародної мережі фінансових інститутів і корпорацій, у структурі їхнього корпоративного управління і філософії менеджменту;

– загострення міжнародної конкуренції на світовому ринку цінних паперів між суб'єктами ринку, які є резидентами різних країн. Конкуренція значно підвищила вимоги до фінансових інститутів і корпорацій (перш за все, з точки зору їхньої економічної ефективності), а також до урядів (з точки зору покращення інвестиційного клімату, забезпечення політичної й економічної стабільності);

– лібералізація, інтеграція та конвергенція міжнародних ринків цінних паперів;

– концентрація міжнародних ринків цінних паперів;

– комп'ютеризація та інформатизація світового ринку цінних паперів.

У результаті окреслених тенденцій спостерігається процес значного зростання масштабів світового ринку цінних паперів, посилюється функціональна детермінованість його сегментарної структури. Глобалізація ринку, інтенсивний розвиток і зміна його інституційної структури суттєво впливають на економічний розвиток не лише окремих країн, а й цілих регіонів. Дедалі більш значущою стає роль світового ринку цінних паперів як перерозподільчого механізму світових грошових та фінансових потоків. Водночас масштабність переливу капіталу відображається на подальшому відокремленні сфери обігу від сфери виробництва. Відбуваються помітні потенційно небезпечні структурні трансформації складових цього ринку, їхнє глибоке переплетення і взаємодоповнення.

2. Учасники дискусії були одностайними у тому, що вибух кризи світової фінансової системи загалом і ринку цінних паперів, зокрема, був зумовлений різким та одномоментним посиленням розриву фінансового і реального секторів економіки у більшості розвинутих країн світу. Цей розрив був зумовлений, з одного боку, тим, що на світовому ринку цінних паперів відбулось вибухове зростання ринку похідних фінансових інструментів. Деривативи, основним призначенням яких мало би стати страхування ризиків, ці ризики не послабили, асилили.

За основу посилення ризиковості деривативів взято можливості використання позичкових ресурсів в обсягах, що значно перевищили обсяги власного капіталу учасників ринку.

Деривативи за умов такого розвитку створюють ілюзорний захист. Фактично зниження ризику не відбувається. Простежується лише переведення ризику від одного суб'єкта до іншого, який бажає ризик взяти на себе або на фінансову систему загалом. Це призводить до зростання рівня захищеності конкретних суб'єктів господарювання, але дестабілізує фінансову систему взагалі.

Складність і запутаність процедур використання деривативів призводить до шахрайства й фальсифікацій щодо ефективності угод, фінансового стану компаній. Ці шахрайства можуть набувати величезних розмірів.

Отже, вибухове зростання ринку деривативів посилює загрозу дестабілізації та розвалу світової фінансової системи, загострило боротьбу за фінансові ресурси у глобальному масштабі.

З іншого боку, розрив посилюється дією цілої низки таких чинників, які суттєво загальмували позитивну динаміку суспільного продукту в економічно розвинутих країнах. Серед них: значне здорожчання товарів ресурсної, енергетичної групи; особливості сучасної фази «довгої хвилі» циклічних коливань; поступова, але вкрай болюча для утримання сталого економічного зростання зміна світових економічних лідерів.

3. Однією з форм вияву і водночас причиною посилення розриву фінансового та реального секторів економіки є розгортання ефекту «цінової бульбашки». Як відомо, у країнах з «младоринковою» економікою «бульбашки» цін на активи стрімко зростають, коли мобільність короткострокового капіталовкладення та низький рівень організації ринку цінних паперів провокують кумулятивне зростання цін на акції порівняно з цінами пропозиції реальних капітальних активів.

Ризик появи ефекту «бульбашки» на ринку цінних паперів України пов'язаний зі стрімким нарощуванням кредитних портфелів комерційних банків, що за умов нестачі довгострокових коштів у національній валюті та порівняно низьких процентних ставок за кредитами в іноземній валюті стимулює залучення кредитних ресурсів з-за кордону. Така тенденція, на думку учасників дискусії, загрожує прискореним нарощуванням обсягів зовнішньої заборгованості приватного сектору, зростанням рівня доларизації економіки та посиленням ризиків фінансової нестабільності.

Для економіки України, зокрема для її ринків активів, на сучасному етапі характерні ті ознаки розвитку, що спостерігалися у країнах, котрі відчули наслідки ефекту цінової «бульбашки»:

- м'які монетарні умови, що характеризуються зниженням реальних процентних ставок та зміцненням реального обмінного курсу;
- розширення кредитування приватного сектору;
- дефіцит поточного рахунка, що покривається значною мірою за рахунок припливу короткострокового капіталу.

«Бульбашки» цін на активи – одне з проблемних питань монетарної політики, але, незважаючи на значну кількість дискусій, консенсусу щодо загальноприйнятої стратегії дій центрального банку при виникненні подібних «бульбашок» не досягнуто. Різноманітність думок з цього приводу не є наслідком розбіжностей у поглядах на цілі монетарної політики, що здебільшого зводяться до необхідності утримання низької інфляції, обмеження її волатильності та економічного зростання, а результатом розбіжності поглядів на оптимальний набір засобів досягнення цих цілей.

4. Ключовим питанням дискусії конференції стало об'рунтування шляхів і методів побудови ефективної, здатної до резистентності кризовим виявам конкурентоспроможної моделі вітчизняного ринку цінних паперів. Для цього, перш за все, необхідні науково об'рунтоване діагностування теперішнього стану розвитку українського ринку капіталів і вияв його слабкостей та недоліків. Адже саме відсутність скоординованої державної політики, спрямованої на перетворення ринків капіталу на один з головних механізмів реалізації інвестиційного потенціалу економіки України, призвела до:

4.1. Нерозвиненості ринків цінних паперів та інших фінансових інструментів, що позбавляє підприємства можливості для залучення фінансових ресурсів через ринкові механізми і змушує їх звертатися лише до системи банківського кредитування, тоді як обмежені сумарні кредитні активи усіх банків України і високий ризик неповернення кредитів дають змогу використовувати це джерело лише для короткострокового кредитування обігового капіталу.

4.2. Встановлення контролю нерезидентів над окремими групами підприємств і стратегічних галузей через концентрацію пакетів цінних паперів, експлуатацію природних монополій без вкладення капіталу, організацію штучних банкрутств чи поглинань для придбання прав власності на активи акціонерних товариств за мінімальною ціною при фактичному ігноруванні дрібних (міноритарних) акціонерів, інституційних інвесторів, корпоративних прав та інтересів держави.

4.3. Недосконалості системи розкриття інформації емітентами та професійними учасниками ринків, що тягне за собою відсутність належної інформаційної прозорості, перешкоджає оцінюванню інвестором реальної вартості і потенціалу українських підприємств, прийняттю ними відповідних інвестиційних рішень.

4.4. Відсутності належної концентрації торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами в системі біржової торгівлі, що ставить під сумнів наявність в Україні систем ціноутворення, здатних визначити справедливую ціну фінансового ресурсу.

4.5. Високої ризикованості фінансових інституцій, яка формує недовіру населення і підприємств до фінансових інструментів і, як наслідок, до переважаючого розміщення та використання національних заощаджень не через механізми ринків капіталу, а шляхом вкладення у стійку іноземну валюту і депозити банків.

4.6. Спорадичності операцій на ринках капіталу, домінування не портфельних, а великих стратегічних інвесторів та промислово-фінансових груп, яким належить (за даними Світового банку) 60% активів приватизованих підприємств.

4.7. Нездатності вітчизняних інституційних інвесторів – інвестиційних фондів, недержавних пенсійних фондів та компаній зі страхування життя – забезпечити домінуючий попит у системі біржової торгівлі цінними паперами та іншими фінансовими інструментами через мізерність активів, а фондових бірж – надати адекватну потенційно можливому попиту пропозицію.

4.8. Відсутності оптимального балансу між державним регулюванням і саморегулюванням, що призводить, з одного боку, до надмірного втручання держави в організацію ринкових процесів, а з іншого – позбавляє професійних учасників ринків капіталу стимулів до розбудови інститутів інфраструктури за власний кошт, оскільки не гарантує можливості встановлення постійно діючих правил самими учасниками ринків без ризику відміни або коригування цих правил державними регуляторами.

4.9. Розпорошеності системи державного регулювання і нагляду за ринками капіталу (наявність окремих регуляторів банківської діяльності на ринках цінних паперів і на ринках інших фінансових послуг), що створює перепони для впровадження консолідованого нагляду за усіма учасниками інвестиційного процесу (як прямими, так і опосередкованими), унеможливує вирішення проблеми

контролю за діяльністю фінансових конгломератів (фінансових і промислово-фінансових груп), сприяє неконтрольованому відпливу капіталу з України.

Основна складова ринків капіталу – ринки емісійних цінних паперів – характеризуються низькою капіталізацією, недостатньою прозорістю, обмеженою ліквідністю. Вітчизняні ринки вузькі за переліком інвестиційно привабливих об'єктів інвестування, дрібні за часткою випусків цінних паперів, які є у вільному обігу, «засмічені» цінними паперами з низькими інвестиційними якостями.

Регульовані ринки, представлені фондовими біржами, становлять мізерну частину національного ринку цінних паперів, є інституційно розпорощеними і значною мірою віртуальними, оскільки на них відбувається здебільшого формальна реєстрація угод з цінними паперами, а не їхнє реальне виконання.

Ситуація, що склалася, містить пряму загрозу національній безпеці і попри сприятливість політичної кон'юнктури вже призвела до втрати конкурентоспроможності ринків капіталу та гальмування інноваційного розвитку економіки. Будь-які кроки до інтеграції України в європейський економічний простір дуже швидко призведуть до поглинання інфраструктури ринків капіталу краще організованими і капіталізованими конкурентами, банкрутства професійних учасників ринку та необхідності отримання українськими підприємствами фінансових ресурсів на іноземних ринках за ціною, що склалася в умовах, відмінних від українських реалій.

5. Учасники дискусії були одностайними у тому, що для побудови дієвої, спроможної протистояти ризикам світової фінансової кризи моделі вітчизняного ринку цінних паперів необхідно вжити таких заходів:

У нормативно-правовому аспекті:

- ухвалити законодавчі акти і внести зміни до чинних з метою подальшої адаптації нормативного забезпечення функціонування фондового ринку і дієвої його взаємодії з фінансовими системами країн ЄС, зокрема з Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO), з Організацією економічного співробітництва та розвитку (OECD), Міжнародною фінансовою корпорацією IFS; привести законодавство у відповідність до директив ЄС, що регулюють фінансові ринки та інститути ринкової інфраструктури, зокрема Директиви 2004/39/ЄС про ринки фінансових інструментів;
- забезпечити спільно із зацікавленими країнами поступову лібералізацію законодавства щодо допуску на фондовий ринок зарубіжних інвесторів з метою розвитку міжнародної диверсифікації цього ринку;
- адаптувати законодавчу та іншу нормативну вітчизняну базу створення і функціонування акціонерних товариств до міжнародних стандартів з метою формування сприятливих умов для виходу вітчизняних підприємств на міжнародні торговельні майданчики, привести в дію ухвалений Верховною Радою України Закон «Про акціонерні товариства»;
- пришвидшити процедури ратифікації міжнародних конвенцій, які створять умови для подальшої міжнародної фінансової інтеграції на основі поширення норм міжнародного фінансового права в Україні (Конвенція Міжнародного інституту уніфікації приватного права про міжнародний факторинг, Конвенція цього ж інституту про міжнародний фінансовий лізинг та ін.);

- стимулювати портфельне інвестування шляхом законодавчого зрівняння прав вітчизняних і зарубіжних компаній, що сприятиме активізації інтеграційних процесів;
  - забезпечити законодавче вирішення проблеми формування пріоритетів розвитку фондового ринку з метою створення умов для зростання значущості організованого ринку в залученні інвестицій для вітчизняних компаній, для чого сформувані умови для залучення ліквідних цінних паперів і концентрації угод з цінними паперами на фондових біржах, законодавчо закріпити систему гарантій прав інвесторів і власників, а також запровадити дієву систему обліку прав власності;
  - мінімізувати домінування неорганізованого сегмента фондового ринку і розгорнути комплекс заходів щодо виведення значного сектору вітчизняної економіки з «тіні»; здійснити заходи щодо концентрації торгівлі на організованих ринках, діяльність яких відповідає міжнародним стандартам;
  - удосконалити біржову систему і біржову торгівлю щодо порядку визначення біржового курсу цінних паперів та стандартів розкриття інформації про результати торгів, що підлягають регулярному оприлюдненню;
  - врегулювати порядок відкриття рахунків у цінних паперах іноземних емітентів, придбаних за межами України, в депозитарних установах країн, де були придбані такі папери;
- У методологічному аспекті:
- розвивати методологію корпоративного управління, у т. ч. дивідендної політики і врегулювання корпоративних конфліктів, заохочувати підвищення ефективності управління та зміцнювати довіру до корпоративних цінних паперів, що забезпечить поліпшення інвестиційного клімату;
  - формувати механізми державної політики на основі гармонізації фінансово-кредитної політики з визначенням пріоритетів структурної та інноваційної політики; забезпечити розроблення методології підвищення рівня конкуренції між інститутами фінансового ринку на внутрішньому і зовнішньому його сегментах;
  - розвивати методологію та вдосконалювати методичний інструментарій аналізу й оцінювання фондового ринку з урахуванням зростаючої ролі інвестиційних фондів, недержавних пенсійних фондів та інших учасників ринку, збільшення вагомості процесів диверсифікації номенклатури цінних паперів, а також необхідності переходу на уніфіковану систему звітності;
  - забезпечити мінімізацію ризиків інвесторів шляхом удосконалення методології розрахунку очікуваної дохідності облігацій на основі виявлення способів її підвищення в процесі реалізації механізму залучення інвестицій через корпоративні облігації; забезпечити розвиток ринку іпотечних облігацій відповідно до Закону України «Про іпотечні цінні папери» і формування механізму залучення до нього страхових компаній і пенсійних фондів; розвивати методологію формування ринкових цін з використанням механізмів фіксації характеристик облігацій, обумовлених під час емісії, підвищення надійності емітентів і забезпеченості зобов'язань за облігаціями з використанням системи рейтингування;
  - розвивати методологію кредитно-рейтингового оцінювання підприємств-емітентів як засіб забезпечення відкритості та розвитку фондового ринку відповідно до Законів України «Про цінні папери та фондовий ринок» і «Про державне

регулювання ринку цінних паперів в Україні», що забезпечить моніторинг їхнього фінансового стану, оцінювання інвестиційної привабливості, а також самоаналіз та порівняння ефективності їхньої діяльності з конкурентами;

- переглянути статистичну звітність емітентів, заклавши до неї методологію, яка би передбачала прозоре дослідження взаємозв'язків курсових цін акцій та основних показників фінансово-господарської діяльності підприємств-емітентів;
- створити мотиваційне середовище для оволодіння всім арсеналом фінансових інструментів та досягнень інформаційного суспільства;
- на основі вивчення зарубіжного досвіду розробити механізми розширення ринку депозитарних розписок як універсального інструменту фондового ринку з метою розширення можливостей залучення іноземних інвесторів, реалізуючи заходи приведення до відповідності міжнародних стандартів фінансової звітності емітентів, зменшення частки не спонсорованих депозитарних розписок у загальній їхній кількості та ін.

У методичному аспекті:

- забезпечити чіткість і прозорість механізму котирувань цінних паперів, що створить передумови для об'єктивного визначення цін активів, побудованого за принципом відповідності очікуваної дохідності кожного активу поточному стану ринку – очікуваній дохідності альтернативних варіантів вкладень. Дієвість механізму котирування забезпечити об'єктивною і визнаною інвесторами методикою оцінювання ризиків вкладень у різні види цінних паперів та відповідною механізмом підвищення (зменшення) вимог до рівня дохідності;
- спростити процедури проведення розрахунків за угодами з цінними паперами за участю нерезидентів; забезпечити прозорість діяльності інститутів спільного інвестування;

В організаційно-інформаційному аспекті:

- забезпечити високий рівень прозорості фондового ринку за рахунок підвищення вимог до достовірності статистичної звітності його учасників; удосконалити систему розкриття інформації на ринку цінних паперів, випуску та обігу фінансових інструментів;
- розвивати засоби комунікацій, інформаційних і комп'ютерних технологій з метою активізації співпраці з вітчизняними й зарубіжними учасниками ринку та усунення бар'єрів інтегрування до світового господарства;
- створити умови для підвищення рівня капіталізації і ліквідності фондового ринку та для обігу цінних паперів вітчизняних емітентів на міжнародних фондових ринках, а також доступу цінних паперів іноземних емітентів на фондовий ринок України шляхом встановлення кореспондентських відносин за цінними паперами між центральним депозитарієм та іноземними депозитарними установами.

6. Грунтуючись на тому, що ринок цінних паперів та ринок кредитних ресурсів є хоч і суперечливими, але все ж взаємопов'язаними, органічно поєднаними формами ринку капіталу, успішно модернізувати фондовий ринок можна тільки за умов реформування банківської системи. На шляху реформування ключовими вважають проблеми ліквідності та капіталізації банків. В їхньому вирішенні необхідними стають як заходи термінового характеру («вливання» у банківську систему коштів з резервів НБУ і зовнішніх запозичень), так і заходи стратегічного характеру. Зокрема, учасники



конференції наголошували на необхідності створення загальнонаціонального потужного кредитно-інвестиційного центру. З цією метою вважається перспективним використання можливостей, закладених у системі УБРР (Українського банку реконструкції і розвитку).

Потребує реформування і система первинного публічного розміщення (IPO) банківських акцій на вітчизняному та міжнародному фондових ринках. У цьому аспекті необхідно:

- вдосконалити вітчизняне законодавство, забезпечивши чіткість вимог відповідно до міжнародних стандартів, щодо діяльності банків як публічних компаній, здійснити чітке термінологічне визначення сутності IPO і його видів, створити необхідну фондову інфраструктуру для здійснення первинного розміщення акцій та стимулювати вітчизняні банки до здійснення IPO в Україні;
- з метою розвитку національного фондового ринку нормативно обмежити кількість акцій, що можуть бути розміщені за кордоном у розмірі 70–80% від загального обсягу IPO;
- запровадити у вітчизняну практику здійснення «подвійних» IPO, тобто одночасного розміщення акцій на зарубіжній та українській фондових біржах;
- Національному банку України конкретизувати вимоги щодо розкриття реальних мажоритарних акціонерів банків.

В аспекті реформування операцій банків з деривативами:

- ухвалити профільний закон про похідні фінансові інструменти, в якому необхідно чітко визначити основні види деривативів, що можуть здійснювати обіг в Україні, порядок їхньої емісії та обігу, базові активи, які можуть бути в основі похідних фінансових інструментів, суть хеджевих та спекулятивних операцій, учасників ринку деривативів, організацію клірингових розрахунків, порядок регулювання обігу цих цінних паперів;
- створити ефективну інфраструктуру ринку деривативів (торговельний майданчик з відповідним програмним забезпеченням, клірингову палату тощо);
- Національному банку України підготувати інструктивні матеріали щодо здійснення банками операцій з деривативами, їхнього обліку відповідно до міжнародних стандартів фінансової звітності, особливостей врахування цих інструментів при розрахунку адекватності регулятивного капіталу;
- Національному банку України разом з Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку розробити ефективні механізми регулювання розвитку ринку деривативів з метою передбачення кризових явищ у фінансовій системі;
- впровадити у вітчизняну банківську практику здійснення операцій з кредитними деривативами (кредитних дефолтних свопів, кредитних нот), які можна застосовувати для захисту від кредитних ризиків банківськими установами України.

В аспекті сек'юритизації активів:

- ухвалити профільний Закон «Про сек'юритизацію» (такі закони вже діють у Франції, Італії, Іспанії, Португалії, Греції, Люксембурзі, Казахстані). Передусім закон має визначити сутність явища «сек'юритизація», його види, порядок створення спеціальної юридичної особи для здійснення сек'юритизації (SPU) та забезпечення її двох основних принципів – дійсного продажу активів і захисту від банкрутства;

– необхідно законодавчо змінити порядок застосування цесії та факторингу відповідно до міжнародних стандартів, оскільки саме ці юридичні процедури є основою при передачі активів SPV;

– у профільному Законі передбачити сек'юритизацію різних активів, що застосовуються на міжнародних ринках: автокредити, кредитні картки, лізингові активи, споживчі кредити, диверсифіковані платіжні права (Diversified Payment Rights – DPR), тобто поточні та майбутні вимоги банку до платників, які здійснюють платежі на його кореспондентські рахунки;

– Національному банку України нормативно передбачити можливість відкриття банківськими установами номінальних рахунків (escrow accounts), кошти з яких можна буде використовувати винятково на цілі, передбачені договором, наголошуючи, що кошти з цих рахунків не можна використовувати для погашення боргів у разі банкрутства банку;

– врегулювати питання оподаткування операцій сек'юритизації банківських активів. Це, перш за все, стосується механізму оподаткування ПДВ операцій передачі банківських активів спеціальної юридичній особі.

В аспекті вдосконалення конкурентного середовища:

– законодавчо врегулювати порядок функціонування фондів банківського управління в Україні як конкурентної альтернативи інститутів спільного інвестування;

– НБУ розробити чіткі регуляторні механізми щодо обмеження ризиків функціонування фондів банківського управління, оскільки більша універсалізація банківської діяльності викличе її вищу ризикованість;

– законодавчо передбачити функціонування в Україні фонду захисту інвесторів на фондовому ринку.

7. Побудова конкурентоспроможної, здатної протистояти викликам світової фінансової кризи, вітчизняної моделі ринку цінних паперів можлива тільки за умов, коли ринки корпоративних цінних паперів будуть тісно корелюватись та доповнюватись ефективно функціонуючими ринками державних і муніципальних цінних паперів. Учасники конференції були одностайними у тому, що становлення й розвиток дієвого ринку державних цінних паперів через узгоджені дії Міністерства фінансів України та НБУ потребують реалізації комплексу заходів за такими напрямками:

– запровадження інституту первинних дилерів, які здійснюватимуть викуп первинної емісії державних цінних паперів за власні кошти, проводитимуть регулярні торги та викуп державних цінних паперів на вторинному ринку;

– встановлення ринкових процентних ставок за державними цінними паперами і визначення їхньої дохідності з урахуванням темпів інфляції;

– розширення бази інституційних інвесторів для державних цінних паперів (пенсійні фонди, страхові компанії, інститути спільного інвестування);

– залучення фізичних осіб до ринку ОВДП шляхом диверсифікації фінансових інструментів і розширення доступу потенційних інвесторів до державних облігацій;

– випуск облігацій зовнішньої державної позики, у тому числі з фіксованими процентними ставками, для мінімізації валютних ризиків (оскільки на рівень дохідності національних боргових зобов'язань прямо впливає вартість облігацій казначейства США);

– ухвалення законодавчих актів, що регулюють фінансову поведінку уряду на боргових ринках – як внутрішніх, так і зовнішніх.

8. В аспекті вдосконалення механізмів здійснення місцевих запозичень необхідно забезпечити такі вимоги:

- прозорість і гласність діяльності, пов'язаної з випуском та погашенням місцевої позики, яка може бути забезпечена, зокрема, за допомогою засобів масової інформації;
- неупередженість при виборі виконавців проектів, тобто всім претендентам на виконання замовлення потрібно забезпечити рівні умови для участі в конкурсі;
- дієвість позики, яка передбачає акумулювання всієї запланованої суми коштів;
- ефективність позики, тобто відносно невеликий розмір додаткових витрат;
- кошти, одержані від випуску місцевої позики, слід вкладати лише у прибуткові проекти;
- джерела погашення боргу мають бути чітко визначеними і реальними;
- відносно невелика тривалість позики (не більше, ніж період активного використання об'єкта, який споруджується).

Вітчизняна система місцевих запозичень у даний час перебуває на стадії становлення, її подальший розвиток можливий за умови виконання багатьох завдань, які стосуються функціонування фінансового ринку загалом, зміцнення фінансової незалежності органів місцевого самоврядування, а також вдосконалення діючого механізму здійснення запозичень. З цією метою доцільно:

- сприяти розвитку ринку державних запозичень як базового орієнтиру дохідності для розвитку ринку місцевих запозичень;
- зміцнити власну дохідну базу місцевих бюджетів як основне джерело коштів для обслуговування і погашення боргу за місцевими позиками;
- надати можливість здійснювати запозичення до бюджету розвитку органам місцевого самоврядування всіх рівнів, у тому числі сільським і селищним радам, за умови одночасного вдосконалення існуючої системи обмежень та запровадження дієвої практики проведення експертизи інвестиційних проектів;
- оптимізувати діючу систему обмежень обсягу місцевих запозичень, встановивши ліміт щорічної величини сплати основної суми боргу на рівні 5–10% доходів загального фонду місцевого бюджету без урахування міжбюджетних трансфертів;
- замінити процедуру погодження місцевих запозичень Міністерством фінансів України на процедуру їхньої реєстрації;
- скасувати обов'язковість вимоги щодо присвоєння кредитних рейтингів для всіх позичальників;
- активно стимулювати здійснення проектних запозичень та інших перспективних видів муніципальних позик;
- чітко регламентувати процедуру дефолту органів місцевого самоврядування;
- передбачити можливість використання власних доходів місцевих бюджетів, насамперед доходів бюджету розвитку, для забезпечення муніципальних позик;
- реформувати існуючу систему обліку виконання бюджету, замінивши касовий метод обліку на метод нарахувань.

Удосконалення практики місцевих запозичень у нашій країні має стати невід'ємним чинником зміцнення матеріально-фінансової бази органів місцевого самоврядування та дасть їм змогу вийти на новий, якісно вищий рівень розвитку відповідно до кращих світових стандартів.

9. Учасники конференції були одноставними у тому, що успішний розвиток вітчизняного ринку цінних паперів може бути гарантованим лише за умов нагальних і глибоких змін у системі його регулювання та контролю з боку держави. Тільки на цій підставі можна забезпечити різке і так потрібне зараз підвищення ступеня резистентності викликам світової фінансової кризи. Ефективне державне втручання у механізми функціонування ринку цінних паперів має посилити антикризову імунність усієї економічної системи.

Світовий досвід не дає однозначних рецептів щодо побудови системи регулювання і контролю ринків цінних паперів. Водночас його аналіз свідчить, що відповідно до еволюції ринку цінних паперів від хаотичності й роздробленості до цілісності та централізації формувалась і вдосконалювалась система його регулювання. В національних та глобальній економічних системах діють чинники, які потребують модернізації цієї системи: зміна ступеня розвитку внутрішньої інфраструктури ринку; збільшення (зменшення) кількості професійних і непрофесійних учасників; динаміка угод, що укладаються; формування потенційних умов для зловживань, які зазіхають на інтереси широкого кола інвесторів; різкі коливання фондового ринку та ін.

У світовій практиці сформувались дві основні моделі регулювання ринку цінних паперів. Перша модель характеризується тим, що регулювання ринку цінних паперів є прерогативою державних органів, і лише невелика частина повноважень щодо нагляду, контролю, встановлення обов'язкових правил поведінки держава передає самоврядним організаціям професійних учасників ринку. Такий підхід, наприклад, застосовується у Франції. Друга модель передбачає передачу максимально можливого обсягу повноважень самоврядним організаціям. Значне місце в такій моделі займають переговорний процес та індивідуальні узгодження з професійними учасниками ринку. При цьому держава зберігає за собою основні контрольні функції. Відмовляючись від жорстких нормативних приписів, вона залишає можливість у будь-який момент втрутитись у процес самоврядування ринку. Найбільш наочним прикладом такої моделі є ринок цінних паперів Великобританії.

У реальній практиці розвинутих зарубіжних країн ступінь жорсткості державного регулювання ринку цінних паперів коливається між цими двома крайніми моделями.

Конструювання вітчизняної моделі також має враховувати цю двоїстість і виявитись в її змішаному характері.

Змішана (банківська і небанківська) форма української моделі ринку цінних паперів зумовлює складну багатосуб'єктну систему його регулювання і контролю. Суб'єкти регулювання ринку цінних паперів – це Верховна Рада, Президент України, Кабінет Міністрів України, Міністерство юстиції України (щодо нормативно-правового регулювання), Державна Комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР – щодо формування і забезпечення реалізації політики з розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їхніх похідних), Фонд державного майна України, Міністерство фінансів, НБУ, Антимонопольний комітет, Міністерство економіки,

Державна податкова адміністрація, Національне агентство з реконструкції і розвитку (щодо функції управління та контролю на ринку цінних паперів), Міністерство внутрішніх справ, Служба безпеки, Вищий арбітражний суд (щодо спеціального контролю ринку цінних паперів).

Багатовідомчість у регулюванні ринку цінних паперів зумовила необхідність координації діяльності міністерств, інших центральних органів державної виконавчої влади в цій сфері. За процесним підходом об'єкти державного регулювання ринку цінних паперів в Україні такі: торгівля цінними паперами; депозитна діяльність; розрахунково-клірингова діяльність; діяльність з управління цінними паперами; діяльність з ведення реєстру власників іменних цінних паперів; діяльність з організації торгівлі на ринку цінних паперів. Сформувалась функціональна складова національної системи ринку цінних паперів, що охоплює такі регулятивні функції, як видача дозволів та ліцензій на здійснення фінансовими посередниками представницької, комерційної й посередницької діяльності; контроль за економічною концентрацією; контроль за випуском та обігом цінних паперів та їхніх похідних; застосування санкцій за порушення законодавства на ринку цінних паперів, встановлення вимог до випуску (емісії) і обігу паперів та їхніх похідних, інформації про випуск цінних паперів, встановлення стандартів випуску (емісії) цінних паперів, інформації про випуск цінних паперів, що пропонуються для відкритого продажу; надання дозволів на обіг цінних паперів вітчизняних емітентів за межами території України, встановлення вимог щодо допуску цінних паперів іноземних емітентів та обігу їх на території України, реєстрація правил організаційно оформлених ринків цінних паперів, надання дозволів на здійснення депозитарної, реєстраційної, розрахунково-клірингової діяльності й інших видів підприємницької діяльності на ринку цінних паперів та їхнє анулювання, реєстрація і встановлення порядку діяльності саморегулятивних організацій та ін.

Напрацьована нормативно-правова база, яка об'єднує понад чотири десятки законів, положень і розпоряджень, неодноразово піддавалась уточненню, доповненню й перегляду. Певні кроки щодо вдосконалення нормативно-правового регулювання ринку цінних паперів були зроблені в межах заходів щодо детінізації національної економіки на 2006–2007 роки. Щодо ринків цінних паперів, то вони стосувалися: внесення змін до Законів України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності», «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг»; усунення перешкод для забезпечення операційної та фінансової незалежності ДКЦПФР з регулювання ринків фінансових послуг як фінансового регулятора; створення нормативно-правової бази для випуску й обігу деривативів та умов для підвищення ефективності перерозподілу ризиків на фінансовому і товарному ринках; запровадження принципів корпоративного управління у практичну діяльність акціонерних товариств, в яких держава володіє пакетом акцій; гармонізації положень (стандартів) бухгалтерського обігу з вимогами міжнародних стандартів для переходу на міжнародні стандарти фінансової звітності. Визначено порядок створення та діяльності саморегулятивних організацій.

10. Об'єктом дискусії стало питання глибини і меж державного втручання у механізми функціонування ринку цінних паперів. Учасники конференції були одностайними у тому, що розгортання кризи світової фінансової системи стало

реальним викликом пануванню неоліберальної ідеології економічного розвитку. Проте нова високорезистентна до криз концепція щодо ролі держави не має вдаватись до інших крайнощів. Зокрема, у новій моделі функціонування ринку цінних паперів необхідно зберегти принцип обмеженості державного втручання. Саме на таких засадах має ґрунтуватись вітчизняна концепція розвитку цінних паперів. Інакше він не буде спроможним інтегруватись до світового ринку.

Отже, **на часі реформа ринку цінних паперів, за якою він має стати повністю відкритим за світовими правилами.** Проте це твердження не можна розуміти як невідання необхідності державного регулювання ринку цінних паперів. З огляду на це зазначимо, що у США фінансовий ринок, з одного боку, найбільш вільний щодо введення інновацій, а з іншого – найбільш регульований у світі. Що стосується принципів, яких треба дотримуватись при здійсненні реформ ринку цінних паперів, то вони визначені Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (*International Organization of Securities Commissions – IOSCO*). Таких принципів є 30, вони згруповані за 8 категоріями, що визначають функції регулятора, самоуправління, здійснення процесів регулювання, співробітництва у системі регулювання, емісії, колективних інвестиційних схем, ролі посередників та організації вторинного ринку.

Більшість проблем, що заважають прискоренню процесів доступу українських інвесторів до цивілізованих фондових ринків, відома. Вони сформульовані у концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні за розпорядженням Кабінету Міністрів України № 976 р. від 08.11.2007 р. Це – недосконалість і безсистемність реформ, несумісність економічних методів управління та закономірностей розвитку ринкових структур, значні недоліки у правовому забезпеченні розвитку ринку цінних паперів й інших фінансових інструментів. Вони справляють негативний вплив на економічний стан держави, позначаються на формуванні економічної політики і фінансовій безпеці країни.

Розвиток економічних реформ має у найближчий час суттєво поліпшити інституційне середовище ринку цінних паперів. Найбільшої уваги в цьому аспекті потребують суспільні інститути: судова влада і законодавча база, вдосконалення яких має забезпечити вирішення проблем захисту прав власників і докорінне зниження бюрократизму та корупції. Суспільні інститути повинні забезпечити чітке розмежування прав власності для того, щоб стати дієвою запорукою фінансування економіки з метою інвестування. В умовах послаблення захисту прав кредиторів і власників відносини власності реалізуються на «тіньовій» основі й найбільш корумповані.

Багато проблем, пов'язаних з функціонуванням ринку цінних паперів, можуть бути вирішені шляхом **підвищення торговельної активності на ньому юридичних і особливо фізичних осіб.** Для цього треба змінити гіпертрофований стан вітчизняного ринку, де контрольні пакети акцій належать великим власникам, які не зацікавлені у додаткових їхніх випусках. З цією метою варто було би передбачити обов'язковість розміщення певної частини акцій приватизованих підприємств для реалізації серед широких мас населення при певних гарантіях отримання дивідендів на рівні, що не нижчий за середні банківські проценти за депозитними вкладками. Такий порядок може набувати чинності після отримання

рентабельності і прибутків, передбачених умовами приватизації. Він відповідав би загальносвітовим тенденціям, адже, наприклад, у США спостерігаються зменшення кількості одноосібних власників акціонерного капіталу та зниження обсягу контрольних пакетів акцій при одночасному зростанні кількості колективних пакетів переважно з числа працівників фірми.

**Якщо будувати довготермінову стратегію розвитку ринку цінних паперів, то за її основу варто брати концепцію народного капіталізму.** Не можна не помітити, що в українському суспільстві нині знову намічається посилення лівих настроїв, а це потребує розширення прошарку середнього класу. Як свідчить досвід багатьох країн, таке завдання успішно вирішується з використанням механізмів народного капіталізму.

Інтеграція вітчизняного ринку цінних паперів до світового потребує найшвидшої модернізації за всіма напрямками: правовим, інституційним та технологічним. При цьому необхідно буде адаптуватися до глобальних торговельних і розрахунково-клірингових систем для обслуговування світової торгівлі; перейти на використання новітніх інформаційних та фінансових технологій і впровадити фінансовий інжиніринг; забезпечити швидке й якісне надання фінансових послуг банківськими і небанківськими установами при мінімальній ризикованості. Найближчою перспективою є проведення інституційної реформи шляхом утворення нових фінансових інститутів (інвестиційних компаній та інвестиційних банків) і широкого залучення до діяльності на ринках капіталів пенсійних фондів та страхових компаній.

Інтеграція ринку цінних паперів України до світового може бути успішною за умови *пріоритетного виходу на ринки розвинутих країн*. Попри позитивні тенденції зростання дуже мало глобальних інвесторів цікавляться фондовими ринками Східної і Центральної Європи для збільшення капіталу. Типовим для відносно малих фондових бірж Європи є занепад брокерського бізнесу, що утворився навколо них. Тому недаремно експерти вважають, що через п'ять-сім років в Європі залишаться лише 3–4 біржі. Так, фондові біржі Парижа, Брюсселя й Амстердама утворили єдину біржу Euronex. До них приєднались португальські біржі. Тісне партнерство з ними розвиває і найкраща у Центральній Європі Варшавська біржа. До того ж на малі європейські біржі чинить тиск також Європейська Комісія, в якій розроблені єдині правила і стандарти емісії акцій та операцій на фондовому ринку. Згідно з ними компанії мають можливість емітувати акції де завгодно, тоді як інвестори – де завгодно здійснювати інвестиції. Зрештою глобальні інвестори торгуватимуть лише в кількох великих мережах.

Світові тенденції розвитку дають достатньо підстав стверджувати, що український фондовий ринок у найближчий час перетвориться на структурний елемент міжнародного фінансового ринку, а для здійснення успішних торгів і отримання довіри до акцій національних компаній треба буде здійснювати їхній лістинг на біржах, що мають визнаний у світі імідж. У цьому немало позитивів, тому що для вітчизняних компаній суттєво розширяться можливості для фінансування своєї діяльності шляхом залучення коштів на світовому ринку капіталу. Щодо зростання залежності українського фондового ринку від іноземного капіталу, то її також, швидше за все, потрібно розглядати у позитивному аспекті,

тому що за нових умов підприємці матимуть змогу краще контролювати конкурентоспроможність свого бізнесу.

Зовнішній аспект ринку цінних паперів можна і треба розглядати як такий, що залежить від інтеграції України в Європейський Союз. Чим більше входить країна у процеси європейського співробітництва, тим більше інтересу матиме її фондовий ринок для іноземних інвесторів. Беззаперечно, що інтеграції українського ринку цінних паперів до світового сприятиме створення зони вільної торгівлі (*free trade area*) з Європейським Союзом. Вона являє собою тип міжнародної інтеграції, в межах якої країни-учасники скасовують митні ставки та кількісні обмеження для взаємної торгівлі. Такі ЗВТ Європейський Союз має з країнами Середземномор'я, Норвегією, Чилі й Мексикою. У межах зони вільної торгівлі зростає ефективність функціонування національного ринку цінних паперів. Особливо це стосується великого і середнього бізнесу, вартість активів якого має великі можливості для зростання та продажу їх на більш вигідних умовах. Є також достатньо підстав розраховувати на збільшення інвестицій для модернізації застарілих основних фондів.

Дискусія щодо створення ЗВТ з ЄС ведеться з 1999 року, коли дослідження Європейської комісії виявили економічну недоцільність створення ЗВТ через слабкий економічний розвиток України. Більш оптимістичне підґрунтя отримала ця ідея у 2005 році, коли було зроблено висновок, що створення ЗВТ між Україною та ЄС буде економічно доцільним і матиме позитивні наслідки для обох сторін (зокрема, сприятиме зростанню добробуту населення України від 3% до 7%). Найбільш оптимістичні прогнози щодо створення ЗВТ звучали на початку 2008 року після вступу України у СОТ, коли керівники держави сподівалися завершити переговори з цього питання до кінця 2008 року або на початку 2009 року. Нині оптимізму поменшало, тому що на державному рівні називаються більші часові межі – від 2 до 5 років. Однак постало питання не про стандартну зону вільної торгівлі, а про економічне утворення нового типу, що у конкретному виразі залежатиме від того, наскільки далеко Україна готова йти у створенні поглибленої зони вільної торгівлі.

На жаль, у переговорах про створення ЗВТ йдеться переважно про торгівлю товарами. Що стосується торгівлі послугами, особливо фінансовими, то це питання не обговорюється, адже асоціації-гравці на ринку фінансових послуг вважають недоцільною лібералізацію фінансового ринку для банків і страхових компаній. Уявляється, що така позиція означає ні що інше як обмеження конкуренції. Навпаки, створення ЗВТ між Україною та ЄС потрібно використати для посилення конкуренції на ринку цінних паперів і його реальної інтеграції у світовий ринок.

При підготовці рекомендацій робочою групою оргкомітету конференції були використані висновки і пропозиції, що містились у надісланих наукових розробках учасників, та результати безпосередніх дискусій, які точились на пленарних і секційних засіданнях конференції. На формулювання підсумкових матеріалів конференції найбільший вплив мали наукові розробки та висновки, висловлені у виступах Адамик Вікторії (Львів), Алексеєнко Людмили (Тернопіль), Березюка Романа (Тернопіль), Боднара Валерія (Київ), Бражко Олени (Запоріжжя), Брича Василя (Тернопіль), Вишневського Валентина (Донецьк), Вовк Світлани (Тернопіль), Головкової Людмили (Запоріжжя), Гривківської Оксани (Київ), Длугопольського



Олександра (Тернопіль), Дорожка Григорія (Маріуполь), Жука Миколи (Київ), Зелінської Антоніни (Житомир), Ілляшенко Анфіси (Запоріжжя), Кириленко Ольги (Тернопіль), Кіндрацької Любомири (Київ), Кирич Наталії (Тернопіль), Кітури Андрія (Тернопіль), Козюка Віктора (Тернопіль), Кончина Вадима (Київ), Корієва Валентина (Запоріжжя), Корнєєва Володимира (Київ), Куриляк Віталіни (Тернопіль), Кравчук Наталії (Тернопіль), Кравчук Ірини (Житомир), Лапшиної Ірини (Львів), Луцишин Зоряни (Київ), Луціва Богдана (Тернопіль), Макогона Юрія (Донецьк), Масловської Людмили (Житомир), Матвіїва Миколи (Тернопіль), Медведкіної Євгенії (Донецьк), Мельник Алли (Тернопіль), Мельник Юлії (Тернопіль), Михальського Віктора (Київ), Нагари Марини (Тернопіль), Недільської Лариси (Житомир), Петрик Олени (Київ), Петрика Олександра (Київ), Пица Володимира (Тернопіль), Прушківської Емілії (Запоріжжя), Руд'яра Матті (Таллінн, Естонія), Романюка Миколи (Київ), Руденко Любові (Київ), Рудченко Ірини (Запоріжжя), Савельєва Євгена (Тернопіль), Савчука Володимира (Київ), Савченко Вікторії (Київ), Савича Василя (Івано-Франківськ), Сем'янчука Петра (Тернопіль), Сліпченко Тетяни (Тернопіль), Сльозко Олени (Київ), Смалюк Галини (Тернопіль), Софіщенко Ірини (Київ), Сохацької Олени (Тернопіль), Співак Інни (Київ), Тараса Василя (Тернопіль), Тарнавської Наталії (Тернопіль), Федоренка Анатолія (Київ), Шелудько Наталії (Київ), Юрія Сергія (Тернопіль), Янковського Миколи (Горлівка).

**Укладачі:**

**Сергій Юрій**, д. е. н., проф., Тернопільський національний економічний університет, голова оргкомітету конференції.

**Євген Савельєв**, д. е. н., проф., Тернопільський національний економічний університет, заступник голови оргкомітету конференції.

**Алла Мельник**, д. е. н., проф., Тернопільський національний економічний університет.

**Богдан Луців**, д. е. н., проф., Тернопільський національний економічний університет.

**Олена Сохацька**, д. е. н., проф., Тернопільський національний економічний університет.

**Роман Березюк**, к. е. н., доц., Тернопільський національний економічний університет.

**Наталія Тарнавська**, к. е. н., проф., Тернопільський національний економічний університет.

**Наталія Кравчук**, к. е. н., доц., Тернопільський національний економічний університет.