

УДК 336.763(100)

Марія Лизун
Ігор ЛіщинськийMaria Lizun
Igor Lischynskiy**РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В РОЗВИНУТИХ КРАЇНАХ СВІТУ:
ДОСВІД ДЛЯ УКРАЇНИ****REGULATION OF SECURITIES MARKET IN DEVELOPED COUNTRIES OF THE WORLD:
EXPERIENCE FOR UKRAINE**

У статті досліджується світовий досвід формування та регулювання ринку цінних паперів в розвинутих країнах світу. Розглянуто світові моделі регулювання ринку цінних паперів, виокремлено їх характерні ознаки. Наведено основні напрями розвитку регулятивних процесів на українському ринку цінних паперів.

Ключові слова: ринок цінних паперів, державне регулювання, інфраструктура фондового ринку, економічна політика, цінні папери.

В статье исследуется мировой опыт формирования и регулирования рынка ценных бумаг в развитых странах мира. Рассмотрены мировые модели регулирования рынка ценных бумаг, выделены их характерные признаки. Приведены основные направления развития регулятивных процессов на украинском рынке ценных бумаг.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, государственное регулирование, инфраструктура фондового рынка, экономическая политика, ценные бумаги.

The world experience of forming and regulation of world securities market in developed countries is considered. The models of securities market regulations are determined and their specific features are systemized. The main directions of regulative processes at the securities market of Ukraine are proposed.

Keywords: securities market, state regulation, infrastructure of the securities market, economic policy, securities.

Прискорені глобалізаційні процеси, які відбуваються в сферах світової торгівлі, інвестицій, валютно-кредитних відносин спричиняють появу нових викликів та змінюють економічну політику держав. Для ефективного функціонування держави необхідний безперервний процес мобілізації, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів між її галузями. В таких умовах ключовим елементом ефективного функціонування кожної національної економіки виступає розвинений ринок цінних паперів. Саме ринок цінних паперів з відповідною йому системою інститутів являє собою сферу відносин, у якій формуються основні джерела економічного зростання, а також концентруються і розподіляються інвестиційні ресурси.

Необхідність інтеграції України до світової спільноти зумовлюють об'єктивну потребу всебічного вивчення досвіду становлення, розвитку, регулювання ринку цінних паперів в провідних країнах світу та його трансформації із врахуванням національних особливостей.

Дослідженням проблем розвитку та регулювання ринку цінних паперів займалися такі зарубіжні і вітчизняні науковці, як: М. Гольдцберг, Е. Бредлі, Р. Тьюлз, В. Колесник, О. Кузьмін, Г. Марковітц, С. Мочерний, А. Бабенко, О. Мозговий, А. Павленко, А. Войчак, В. Миловидов, В. Одинцов, Р. Фрідман, К. Хартлі, Б. Рубцов, А. Шлейфер, С. Котлярова та багато інших науковців.

Метою даної статті є вивчення досвіду регулювання ринку цінних паперів в зарубіжних країнах та визначення напрямів його імплементації в умовах української економіки.

Впродовж останніх десятиліть на світовому ринку цінних паперів відбулися значні структурні зрушення, які значною мірою трансформували специфіку та умови його функціонування. При цьому визначено нові напрями, за якими буде розвиватися світовий ринок цінних паперів. До основних тенденцій, що визначають особливості функціонування ринку цінних паперів, слід віднести: інтернаціоналізацію, глобалізацію та регіоналізацію ринку; підвищення рівня організованості та посилення державного контролю; комп'ютеризацію ринку цінних паперів; нові інструменти торгівлі; посилення заходів безпеки функціонування ринку.

Інтернаціоналізація та глобалізація на ринку цінних паперів приводить до того, що національний капітал виходить за межі географічних кордонів держав, формуючи світовий ринок цінних папе-

рів, відносно якого національні ринки стають вторинними. Це дає змогу інвестору з будь-якої держави інвестувати вільні кошти в цінні папери випущені суб'єктами інших держав. Національні ринки стають складовими глобального ринку цінних паперів.

Поряд з цим важливим елементом ефективного функціонування ринку цінних паперів є його державне регулювання, метою якого є створення сприятливих умов функціонування ринку цінних паперів, забезпечення нормального ціноутворення на основі вільного формування попиту і пропозиції фінансових інструментів; захист учасників ринку від несумлінних дій, шахрайства, злочинів з боку окремих осіб.

Провідні країни світу з досить розвиненими ринками цінних паперів ефективно використовують останні для досягнення низки суспільних та економічних цілей, таких як підвищення темпів зростання економічного розвитку, зниження рівня безробіття, перерозподілу грошових ресурсів між галузями, стимулювання припливу інвестицій в економіку. Однак, не зважаючи на розвиненість ринку цінних паперів, держава все ж таки залишає за собою регулятивні функції. Таке державне регулювання даного ринку може бути або рестрикційним (використання методів упорядкування процесів укладення угод на основі обов'язкових правил і вимог), або стимулюючим (використання методів активації певних процесів на ринку).

У світовій практиці виділяють різні моделі регулювання ринку цінних паперів в залежності від суб'єкта регулювання, ступеня жорсткості регулювання, моделі ринку цінних паперів. Систематизацію моделей регулювання ринку цінних паперів за організацією та характером регулювання подано на рис. 1.



Рис. 1. Світові моделі регулювання ринку цінних паперів [1]

Таким чином, у провідних країнах світу успішно функціонують два типи моделей регулювання ринку цінних паперів:

- моделі із сформованою системою регулювання ринку цінних паперів державними органами;
- моделі, що базуються на передачі максимальних повноважень саморегулюючим організаціям.

Американська національна система регулювання ринку цінних паперів, яка базується на рестрикційному підході до державного регулювання, є найбільш розвинутою у світі. В основу цієї систе-

ми покладено жорстке регулювання, нагляд і контроль за поведінкою учасників операцій з цінними паперами з боку держави та зроблено акцент на самоорганізацію ринку.

Система регулювання ринку цінних паперів США є трирівневою та складається з таких елементів:

1. Законодавча влада – Конгрес (контроль за обігом цінних паперів здійснюють Комітет по нагляду за банками Сенату та Комісія з торгівлі Палати Представників).

2. Державні виконавчі органи (Комісія з цінних паперів і фондових бірж, Комісія по товарних ф'ючерсах).

3. Саморегулюючі організації (Національна асоціація фондових бірж, біржі, Законодавча рада з муніципальних цінних паперів, клірингові агентства, Корпорація захисту інвесторів).

Саме з діючою моделлю державного регулювання США пов'язують успіх сучасного функціонування найбільшого та найактивнішого у світі національного ринку цінних паперів, який забезпечує фінансування інвестицій потужної економіки.

Щодо європейської моделі, то для неї характерні ряд особливостей, набутих в процесі еволюції ринку цінних паперів, зокрема банкам дозволяється поєднувати звичайні банківські операції з операціями на фондовому ринку, а саме здійснювати кастодіальну діяльність. При реалізації даної моделі спостерігається низький рівень централізації нагляду і контролю, наглядові функції виконує і держава, і суб'єкти федерації, однак таке регулювання є не жорстким, а участь держави є мінімальною. Європейська специфіка полягає також у тому, що в усіх країнах Європи становлення державного регулювання ринку цінних паперів відбувалося повільно, поступово, еволюційним шляхом, залежно від практичних потреб різних суспільних груп.

Типовим прикладом європейської моделі є система організації та регулювання ринку цінних паперів Німеччини, яка має 4 рівні:

1. Федеральні органи.

2. Органи біржового нагляду федеральних земель.

3. Комітети з контролю на фондових біржах.

4. Управління внутрішнього контролю комерційних банків та інших учасників ринку.

Регулювання ринку цінних паперів у Німеччині є децентралізованим і здійснюється спеціальними земельними органами. Загалом нормативна база регулювання фондового ринку Німеччини ґрунтується на трьох основних законах: Закон про біржі, Закон про кредитні операції, Закон про торгівлю цінними паперами [2].

Характеризуючи загалом організацію регулювання ринку цінних паперів зарубіжних країн, необхідно відмітити, що серед більш ніж 30 країн з розвинутими ринками цінних паперів, більше 50 % країн мають самостійні відомства з цінних паперів (модель США), приблизно в 15 % країн за фондовий ринок відповідає Міністерство фінансів, ще в 15 % країн – змішане управління [3].

Вітчизняний ж ринок цінних паперів знаходиться на початковій фазі свого становлення. Ключовим показником розвитку ринку цінних паперів та фінансової системи держави в цілому є частка капіталізації лістингових компаній у ВВП держави. Як свідчать дані, які наведені у табл. 1, акціонерний капітал найбільш розвинений у США та Великій Британії, тоді як в Україні ця цифра поки що невелика.

Таблиця 1

Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП, % [4]

Назва країни		2009	2010	2011	2012
<i>США</i>		108,5	108,9	104,3	114,9
<i>БРІК</i>	<i>Бразилія</i>	72	72,1	49,6	54,6
	<i>Росія</i>	70,5	67,5	42,9	43,4
	<i>Індія</i>	86,6	95,9	54,9	68,6
	<i>Китай</i>	100,3	80,3	46,3	44,9
<i>Європа</i>	<i>Франція</i>	75,3	75,6	56,6	69,8
	<i>Німеччина</i>	39,3	43,5	32,9	43,4
	<i>Італія</i>	15	15,6	19,7	23,8
	<i>Великобританія</i>	128,1	137,7	118,7	122,2
	<i>Польща</i>	31,4	40,5	29,9	36,3
<i>СНД</i>	<i>Вірменія</i>	1,6	0,3	0,4	1,3
	<i>Казахстан</i>	50	41	23	11,5
	<i>Україна</i>	12,6	15,9	13,7	19,7

Згідно даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку показник обсягу залучених інвестицій в економіку України через інструменти ринку цінних паперів у 2014 р. становив 217,25 млрд. грн. Порівняно з 2013 р. обсяг залучених інвестицій в економіку України через інструменти фондового ринку збільшився на 76,06 млрд. грн.

У 2013 р. обсяг торгів на ринку цінних паперів становив 1 676,97 млрд. грн. (рис. 2), тоді як у 2012 р. цей показник дорівнював 2 530,87 млрд. грн. Зниження обсягу торгів у 2013 р. відбулося за рахунок зменшення операцій з цінними паперами на позабіржовому ринку до 1 213,54 млрд. грн. внаслідок запровадження з 1 січня 2013 року особливого податку на операції з відчуження цінних паперів та операцій з деривативами.

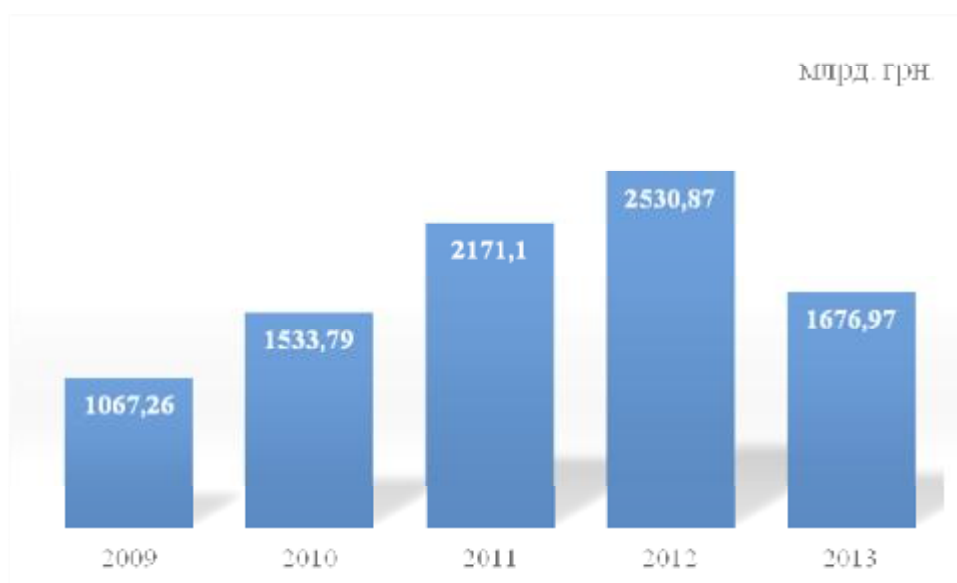


Рис. 2. Обсяг торгів на ринку цінних паперів України, млрд. грн. [4]

Найбільші обсяги торгів за фінансовими інструментами на організаторах торгівлі відбувалися з [4]:

- державними облігаціями України – 553,29 млрд. грн. (87,90 % від загального обсягу біржових контрактів на організаторах торгівлі у 2014 році);
- облігаціями підприємств – 33,80 млрд. грн. (5,37 % від загального обсягу біржових контрактів на організаторах торгівлі у 2014 році) (рис. 3).

33 804,38

Рис. 3. Обсяг біржових контрактів на організаторах торгівлі за фінансовими інструментами в 2014 р., млн. грн. [4]

Обсяг біржових контрактів з цінними паперами у 2014 р. на організаторах торгівлі на вторинному ринку становив 96,71 % від загального обсягу біржових контрактів протягом даного періоду (табл. 2).

Таблиця 2

**Обсяг біржових контрактів на організаторах торгівлі
за видами ринку протягом 2014 року, млн грн. [4]**

Організа- тор торгівлі	Первинний ринок			Усього на пер- винному ринку	Вторинний ринок					Усього на вто- ринному ринку	Усього
	Строковий ринок	Ринок приватизації	Спотовий ринок		Ринок РЕПО	Строковий ринок	Спотовий ринок	Ринок приватизації	Ринок цінних паперів, на які звернено стягнення		
УФБ	0,00	0,00	225,46	225,46	0,00	0,00	237,23	0,00	0,39	237,62	463,08
КМФБ	0,00	0,00	2 531,91	2 531,91	0,00	0,00	7 423,57	0,13	0,00	7 423,71	9 955,61
ІННЕКС	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	27,32	0,00	0,00	27,32	27,32
ПФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,28	0,00	12 739,01	0,00	0,00	12 739,29	12 739,29
УМВБ	2,52	255,07	0,00	257,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	257,59
УМФБ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	118,66	0,10	0,00	118,76	118,76
СЄФБ	0,00	112,73	1 085,35	1 198,08	0,00	0,00	51,31	0,00	0,00	51,31	1 249,38
ПФТС	0,00	0,00	15 173,45	15 173,45	675,03	0,00	84 025,32	36,44	0,00	84 736,78	99 910,23
Перспекти- ва	0,00	0,00	1 090,09	1 090,09	75 975,48	8 200,62	410 837,76	0,00	0,00	495 013,87	496 103,96
УБ	0,00	0,00	208,21	208,21	4 593,31	1 404,84	2 397,53	0,00	0,26	8 395,94	8 604,15
Усього	2,52	367,79	20 314,46	20 684,77	81 244,10	9 605,46	517 857,71	36,67	0,66	608 744,60	629 429,38

Формування ринку цінних паперів в Україні відбувалося в умовах відсутності необхідного досвіду і характеризувалось періодичною зміною його моделі. В зв'язку з цим сучасний ринок цінних паперів України має елементи як європейської, так і американської моделей. Виділяють два етапи формування ринку цінних паперів України:

1. Домінування політики державного «невтручання», відсутність на протязі тривалого часу єдиної концепції формування ринку цінних паперів.

2. Посилення участі держави, яка спрямована на розвиток інфраструктури ринку, формування правового забезпечення і системи регулювання. На даному етапі створено спеціальний орган державного регулювання – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (теперішня назва – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, НКЦПФР).

До законодавчих актів, за допомогою яких здійснюється правове регулювання ринку цінних паперів в Україні, належить ряд кодексів і законів України, Указів Президента України, постанов Кабінету Міністрів України, нормативних актів НКЦПФР, НБУ, міністерств і відомств, які в рамках своїх повноважень, визначених чинним законодавством, здійснюють регулювання, контроль і правозастосування на ринку цінних паперів.

Як і в інших країнах, в Україні державне регулювання фондового ринку доповнюється саморегулюванням, яке презентоване саморегулювними організаціями, ціллю яких є захист інтересів професійних учасників фондового ринку.

В Україні система регулювання фондового ринку фактично ґрунтується на поєднанні саморегулювання та державного регулювання, але пріоритет належить державі.

Поряд з цим подальший розвиток національного ринку цінних паперів гальмується рядом факторів. Найбільш важливими з них є [5]:

- недостатній рівень розвитку вітчизняної економіки, високий рівень інфляції;

- відставання існуючої нормативно-правової та законодавчої бази функціонування ринку цінних паперів від розвитку реальних процесів на ньому;
- низька ефективність державного регулювання вітчизняного ринку цінних паперів;
- недостатність гарантій держави щодо захисту грошових заощаджень населення.

Глобалізація економічного розвитку усіх сторін сучасної господарської діяльності ставить відповідні вимоги, якісні та кількісні параметри для української економіки. Відповідність вітчизняної економіки світовим стандартам потребує створення сприятливого інвестиційного клімату для українських і закордонних інвесторів. Таким чином, створення такого інвестиційного клімату передбачає законодавчу і політичну стабільність, формування економічно обґрунтованої податкової політики, включення економіки у світові господарські комунікації, розвиток в Україні повного комплексу інфраструктури ринку цінних паперів [5].

Варто відмітити, що для інвесторів в Україні найбільш привабливими є державні цінні папери, оскільки вони є найменш ризиковими. Тому для залучення більшої кількості іноземних інвесторів важливим є створення для них надійного захисту, а саме: створення ряду необхідних умов (економічних, соціально-політичних, правових) для реалізації інтересів суб'єктів ринку цінних паперів та забезпечення захисту їх майнових прав. На даний час учасники фондового ринку докладають зусиль для виходу цінних паперів вітчизняних емітентів на іноземні фондові ринки, бо саме це забезпечить надходження інвестицій в українську економіку.

Подальший розвиток українського ринку цінних паперів має ґрунтуватися на принципах ліквідності, надійності та прозорості, а це в свою чергу збільшить кількість учасників на ринку, зокрема іноземних. Ринок цінних паперів спричинює значний вплив на зростання виробництва через залучення інвестиційних ресурсів, що дозволяє прискорити його модернізацію та підвищити конкурентоспроможність вітчизняної продукції. Отже, збільшення інвестицій в реальний сектор економіки за допомогою ринку цінних паперів має стати найважливішим джерелом економічного зростання в найближчій перспективі.

Список використаної літератури

1. Мезенцева О. О. Міжнародні моделі державного регулювання ринку цінних паперів [Електронний ресурс] / О. О. Мезенцева. – Режим доступу : http://www.rusnauka.com/ONG/Economics/15_mezenceva%20o.o..doc.htm.
2. Ліщинський І. О. Основні індикатори розвитку інноваційної діяльності в Східній Німеччині / І. О. Ліщинський, А. В. Уніат // Ефективна економіка. – 2012. – № 8.
3. Іванова К. В. Регулювання фондового ринку на прикладі країн із розвинутою економікою / К. В. Іванова // Актуальні проблеми економіки. – 2008. – № 11. – С. 36–40.
4. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/development>.
5. Лизун М. В. Особливості розвитку ринку цінних паперів в Україні та світі / М. В. Лизун, А. В. Лизун // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2008. – С. 120–122.

References

1. Mezenceva, O. O. International model of state regulation of securities market [Internet]. Available from : <http://www.rusnauka.com/ONG/Economics/15_mezenceva%20o.o..doc.htm>.
2. Lishhy`ns`ky`j, I. O., Uniat, A. V. (2012) Key indicators of innovation in eastern Germany. *Efektyn`na ekonomika*, 8.
3. Ivanova, K. V. (2008) Regulation of the stock market by the example of countries with developed economies. *Aktual`ni problemy` ekonomiky*, 11, pp. 36–40.
4. The official site of the National Commission on Securities and Stock Market [Internet]. Available from : <<http://www.nssmc.gov.ua/fund/development>>.
5. Ly`zun, M. V., Ly`zun, A. V. (2008) Features of the securities market in Ukraine and the world. *Visny`k Ternopil`s`kogo nacional`nogo ekonomichnogo universy`tetu*, pp. 120–122.

Стаття надійшла до редакції 14.11.2014.

Рецензенти: Л. О. Петкова, д.е.н., професор, зав. кафедри міжнародної економіки Черкаського державного технологічного університету; Р. В. Манн, д.е.н., професор Черкаського державного технологічного університету.