

## СТРАТЕГІЯ ВДОСКОНАЛЕННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

**Л. Г. МИХАЛЬЧИШИНА**, кандидат економічних наук,  
доцент кафедри аудиту та державного контролю  
*Вінницький національний аграрний університет*  
e-mail: Mykhalchyshyna.l.g@ukr.net

***Анотація.** Одним зі стратегічних напрямів залучення вільних грошових ресурсів в Україні є розвиток та подальше вдосконалення ринку цінних паперів. Прискорення розвитку ринку цінних паперів є передумовою залучення інвестицій та має стати одним із реальних шляхів подолання інвестиційного спаду. Вітчизняний ринок цінних паперів, як одна із визначальних складових економічної системи загалом, повинна розвиватися через призму європейських стандартів. Після остаточного визначення європейського напрямку руху України, обов'язковою умовою подальшого розвитку національної економіки та ринку цінних паперів є не тільки всебічне вивчення, а й застосування європейських принципів ведення бізнесу.*

*Водночас, зважимо на те, що процес приведення вітчизняного ринку цінних паперів до європейських стандартів може бути тривалим та складним, а також нестиме певні труднощі для учасників ринку. Першочерговими кроками до виконання стратегії вдосконалення ринку цінних паперів повинно стати визначення головних проблем як у міжнародному, та і внутрішньому середовищі. Подальшими діями має стати як вирішення цих проблем, так і вдосконалення вже наявних позитивних зрушень та нововведень.*

***Ключові слова:** цінні папери, ринок цінних паперів, фондовий ринок, удосконалення, стратегія розвитку*

**Актуальність.** Ринок цінних паперів характеризується певними проблемами, вирішення яких забезпечить подальший розвиток до рівня європейських стандартів. Характерною ознакою сучасного стану ринку цінних паперів у світі є розвиток альтернативних біржових майданчиків при основних фондових біржах, регулювання діяльності яких здійснюється не за національним законодавством, а безпосередньо біржею. Доцільно знизити ступінь жорсткості регулювання для професійних учасників ринку, зробити його більш диверсифікованим. Станом на сьогодні, на фондовому ринку України відсутня необхідна кількість фінансових інструментів, які існують на розвинених ринках капіталу. Європейський вектор політики України зумовлює необхідність детальнішого розгляду інтеграційних процесів, які мають місце у країнах ЄС та є пріоритетними для формування політики у сфері ринків цінних

паперів. Інтегрування у фінансовій сфері стимулює фінансовий розвиток, що закладає підвалини для економічного зростання.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Проблеми розвитку й удосконалення ринку цінних паперів розглядають такі науковці як О. П. Корнійчук, В. В. Корнеєв, В. І. Мінькова, О. М. Мозговий, А. І. Сухорукова, О. Г. Мендрул, В. В. Оскольський та інші. Проте з розвитком ринку цінних паперів зростає і потреба в здійсненні подальших досліджень.

**Мета дослідження** – визначення найвпливовіших проблем, які перешкоджають подальшому розвитку та європейській інтеграції ринку цінних паперів. Потребують дослідження як способи вирішення цих проблем, так і стратегічні шляхи вдосконалення.

**Матеріали і методи дослідження.** У дослідженні було використано загальнонаукові й спеціальні методи пізнання правових явищ. Формально-логічні та структурно-аналітичні методи було використано для виокремлення найважливіших перешкод розвитку ринку цінних паперів, виокремлено її загальну характеристику та зміст. Для вирішення поставлених у роботі задач також було застосовано діалектичний метод наукового пізнання, аналізу і синтезу та системного узагальнення.

**Результати дослідження та їх обговорення.** Рівень розвитку українського ринку цінних паперів знаходиться в початковій стадії, причинами чого є повільний темп приватизації та нормативного регулювання і недоліки в роботі українських фінансових установ. Незважаючи на це, спостерігається поступове переміщення вектора розвитку ринку цінних паперів у бік європейських стандартів. Розглянемо ключові тенденції, оскільки їх вплив може позначитися на характері функціонування ринку цінних паперів в Україні. Особливістю вітчизняного законодавства у сфері регулювання ринків цінних паперів є те, що воно формувалося на базі радянських правових норм, коли великої потреби у ринку капіталу не було. Сучасна законодавча база містить низку значних прогалин і суперечностей, що й зумовлює нагальну потребу в її вдосконаленні. Це визнають безпосередньо учасники ринку, регулярно висувуючи різного роду пропозиції та ініціативи.

Розпорошеність біржової торгівлі знижує ліквідність вітчизняного ринку та стимулює емітентів до пошуку більш ліквідних біржових майданчиків, серед яких вагоме місце займають розвинені іноземні фондові біржі. Зростають ризики того, що на внутрішньому ринку залишаться акції тільки компаній низького та середнього рівня інвестиційної привабливості, які не відповідають вимогам лістингу на міжнародних фондових біржах. Як результат, національний ринок може перетворитися на «другосортний» та втратити зацікавлення іноземних інвесторів [1, с. 82].

Обов'язковою умовою ефективного розвитку ринку цінних паперів є консолідація фондових бірж та інших організаторів торгівлі. Відмітимо, що протягом 2014 року вже спостерігалася консолідація торгівлі цінними паперами: близько 94,62 % біржових контрактів з цінними паперами було зосереджено на двох фондових біржах: «Перспективи» (79,15 %) та

«ПФТС» (15,47 %) [2].

До заходів, які стимулюватимуть консолідацію біржової діяльності можна віднести більш жорстку політику в сфері ліцензування організації торгівлі, що призведе до закриття невеликих бірж. Однак ініціативи НКЦПФР щодо підвищення технологічних та організаційних вимог до фондових бірж і поступової стандартизації біржової діяльності не можна назвати поступальними та рішучими, а лише такими, які дають змогу організаторам торгівлі дотримуватися мінімально дозволеного рівня розвитку.

Відповідно до діючого правового поля, фондові біржі та центральний депозитарій не можуть виступати в ролі саморегулятора. Однак у країнах Європи власне біржі та інші торгівельні системи трактуються як регульовані ринки з правами саморегулювних організацій. У Сполучених Штатах Америки фондові біржі також мають право встановлювати регулятивні норми та контролювати їх, іншими словами, вони також є саморегулювними утвореннями [3, с. 139]. Отже, за таких умов, з процесу регулювання виключається частина професійних учасників ринку цінних паперів.

Нині інститут СРО в Україні не можна порівнювати зі світовими аналогами, наприклад, з FINRA. Проте він уже пройшов стадію формування, а його історія доводить його ефективність. Тому на даному етапі недоцільно нехтувати цими напрацюваннями, особливо тоді, коли починаються процеси з приведення вітчизняного законодавства до європейських стандартів. Зауважимо, що процес підготовки до нових стандартів діяльності є серйозним викликом для всіх учасників ринку, а відсутність консультаційної та методологічної підтримки ускладнить вирішення складних завдань учасниками ринку [4].

Популярність альтернативних майданчиків для емітентів пояснюється можливістю лістингу на них навіть невеликих, проте економічно привабливих компаній. З 57 фондових бірж, що входять до складу Всесвітньої Федерації фондових бірж, 27 мають альтернативні майданчики.

Важливо розуміти, що сама процедура багато в чому залежить від того, наскільки діяльність компанії відповідає міжнародним стандартам – а саме: принципам публічності, міжнародним принципам ведення звітності, принципам прозорості та відкритого аудиту, принципам розробки та втілення чіткої стратегії розвитку. У випадку, якщо діяльність компанії відповідає цим засадам, процедура виходу на альтернативний майданчик може тривати не більше, ніж місяць.

Державний регулятор та широке коло учасників ринку вже впродовж тривалого часу обговорюють необхідність запровадження подвійного лістингу в Україні. Вихід на внутрішній ринок публічних і прозорих вітчизняних компаній, які вже здійснили емісію та котируються на іноземних ринках, дасть змогу збільшити капіталізацію внутрішнього ринку, поліпшити показники ліквідності, підвищити інтерес інвесторів тощо. Подвійний лістинг дозволить вийти на ринок новим емітентам, з уже усталеною культурою ведення бізнесу, яка відповідає міжнародним

стандартам. Необхідність адаптуватись до цих міжнародних норм, дасть змогу вітчизняним компаніям підвищити значною мірою ліквідність своїх цінних паперів, та збільшити обсяги торгів на міжнародному рівні.

Відзначимо, що НКЦПФР почала роботу у цьому напрямі, розробивши «Проект Концепції доступу на український фондовий ринок фінансових інструментів іноземних емітентів, активи яких розташовані в Україні». У цьому документі критерієм подвійного лістингу для компаній є факт отримання прибутку на території України, а власне розміщення головного офісу та/або місце реєстрації суб'єкта економічної діяльності не є визначальним [5]. Але для того, щоб іноземні компанії-емітенти розпочали свою діяльність в Україні, цього документа замало – вони повинні з власної ініціативи розмістити свої фінансові інструменти на вітчизняних фондових біржах.

Варто відзначити, що в ситуації, коли ліквідність цінних паперів не є однією з основних умов включення до лістингу, на ринку існують великі ризики для його учасників. Основними з таких ризиків є неможливість встановлення адекватної ціни цінних паперів та труднощі щодо підтримки високого рівня їх ліквідності. Умови включення до лістингу, які існують на сьогодні, не створюють жодних стимулів для вирішення цих взаємопов'язаних проблем.

Для вирішення означених вище проблем, та створення умов для входження на ринок іноземних емітентів, НКЦПФР розробила «Програму розвитку фондового ринку України» [6], де визначено основні підходи до формування лістингових вимог, а саме:

- розвиток корпоративної реформи, підвищення ефективності регулювання емітентів, розширення інструментарію на фондовому ринку;
- стимулювання інвестицій та розвитку інституційних інвесторів;
- забезпечення надійного та ефективного функціонування ринкової інфраструктури й фінансових посередників;
- забезпечення функціонування єдиної державної політики.

Відсутність захисту прав інвесторів та неналежний рівень менеджменту призводить до зниження якості основних видів цінних паперів та зменшення зацікавленості у придбанні цінних паперів. Іншими словами, на ринку бракує тих інструментів, які б сприяли підвищенню ліквідності, зростанню дохідності інвестиційної діяльності, зменшували ризики такої діяльності та гарантували захист для учасників ринку.

Розвиток цих інструментів повинен здійснюватись у двох напрямках:

1. Розробка та втілення нових інструментів.
2. Адаптація до світових стандартів і модернізація вже існуючих на сьогодні інструментів [7].

Вітчизняні науковці та експерти ринку дедалі частіше піднімають питання доцільності застосування інноваційних фінансових інструментів, які б мали якісно нові для внутрішнього ринку властивості [8, 9, 10]. Зокрема, іноземні дослідники Дж. Фіннерті та Ч. Лі говорять про фінансовий інжиніринг як механізм проектування, розроблення та реалізації інноваційних фінансових інструментів і процесів, а також творчий пошук

нових підходів до вирішення проблемних питань у фінансовій сфері [11, с. 459]. Ми вважаємо, що доцільно активізувати співпрацю СРО, регулятора та незалежних експертів у галузі фінансового інжинірингу, а саме: у сфері розроблення нових видів фінансових інструментів.

Профільному комітету Верховної Ради варто розробити законодавчі акти, які б спрощували процедуру реєстрації емісії цінних паперів та введення їх в обіг, а також встановлювали більш жорсткі вимоги до діяльності андеррайтерів та маркет-мейкерів, юридично визначали процедуру обігу державних цінних паперів на фондових біржах.

Доцільно було б здійснити такі кроки:

- підвищити вимоги щодо надання інформації емітентами, особливо до тих компаній, які вже офіційно зареєстровані та працюють на фондовому ринку;
- у практиці функціонування ринку дотримуватися принципів електронного документообігу;
- законодавчо врегулювати проблеми використання інсайдерської інформації, зокрема питання відповідальності за розголошення та/або незаконне використання інсайдерської інформації;
- підвищити вимоги до відповідальності за надання неправдивої інформації, або за невчасне надання необхідної інформації;
- забезпечити дотримання світових стандартів фінансової звітності, зокрема щодо результатів діяльності компаній-емітентів.

Водночас, необхідно також законодавчо врегулювати діяльність засобів масової інформації, незалежних інформаційних та аналітичних агентств, які висвітлюють інформацію про учасників ринку та їх діяльність.

Врахування та введення в дію наведених вище пропозицій дасть змогу суттєво підвищити ефективність функціонування ринку цінних паперів України, а саме: наситити ринок новими учасниками та фінансовими інструментами, збільшити капіталізацію ринку, залучити іноземний капітал, забезпечити високу ліквідність, підняти інвестиційну привабливість ринку тощо.

Європейська інтеграція вітчизняного ринку цінних паперів не може розглядатись окремо від судової реформи та інших заходів, які б сприяли підвищенню довіри до національної юрисдикції. Адже, як відомо, серед основних проблем на шляху ефективного розвитку ринку є відсутність довіри інвесторів до вітчизняної судової системи, наявність високого рівня корупції на всіх ланках законодавчої та виконавчої влади, нестабільність та недосконалість законодавства тощо.

Для ефективного функціонування ринку цінних паперів України, на законодавчому рівні повинні бути врегульовані проблеми маніпулювання та інсайдерської торгівлі. Зокрема необхідним є закон, який би чітко визначав категорію «маніпуляція на фондовому ринку», та визначав регулятивні заходи згідно з національними та міжнародними стандартами.

Важлива роль при цьому має бути покладена на НКЦПФР, яка б займалася виявленням ситуацій із маніпулювання та визначенням запобіжних заходів впливу. На сьогодні цю функцію виконують фондові

біржі, однак незрозуміло, хто саме є відповідальним за виявлення маніпулювання. НКЦПФР потрібно також розробити порядок здійснення нею перевірок фондових бірж задля виявлення маніпулювання.

**Висновки і перспективи.** Отже, до пріоритетних напрямів розвитку фондового ринку слід віднести: удосконалення законодавчої бази у сфері регулювання фінансового ринку, перегляд лістингових вимог для участі компаній в біржових торгах та створення альтернативних майданчиків для лістингу невеликих компаній, забезпечення ефективної співпраці між СРО та регулятором, реформа інфраструктури, консолідація організаторів торгівлі на ринку, збільшення кількості фінансових інструментів, організація ефективної аналітичної роботи та ін. Варто зазначити, що в Україні й досі відсутня комплексна стратегія, яка б забезпечила сталий розвиток фінансового ринку та його успішну інтеграцію у європейський простір. Основою для такої стратегії повинні стати концептуальні засади інтеграції ринків цінних паперів та інтеграційний досвід Європейських країн.

### Список літератури

1. Кіреєв О. І. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України : інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової та Н. І. Гребеника. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.
2. Річний звіт за 2014 рік НКЦПФР «Ринок цінних паперів. Європейський вибір: нові можливості та зростання» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1434454281.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf)
3. Полюхович В. Актуальні питання розвитку саморегулювання на фондовому ринку України в сучасних умовах / В. Полюхович // Вісник Академії правових наук України. – 2011. – № 3 (66) – С. 138–146.
4. Антонов С. Європейська перспектива та фінансові інститути [Електронний ресурс] / С. Антонов, С. Шишков. – Режим доступу : <http://gazeta.dt.ua/finances/evropeyska-perspektiva-ta-finansovi-instituti-.html>
5. Тарасюк Д. С. Особливості правового забезпечення функціонування ринку цінних паперів в Україні / Д. С. Тарасюк // Збірник наукових праць Таврійського державного агротехнологічного університету (економічні науки). – 2011. – № 3 (15). – С. 250–256.
6. Програма розвитку фондового ринку України на 2015–2017 роки «Європейський вибір – нові можливості для прогресу та зростання» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>
7. Стратегія розвитку фондового ринку на коротко- та довгострокову перспективу [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [www.aust.com.ua/docs/main/Sratagy2015.doc](http://www.aust.com.ua/docs/main/Sratagy2015.doc)
8. Пробоїв О. А. Формування та нарощування стратегічного потенціалу підприємств інструментами фінансового інжинірингу : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами (переробна промисловість)» / О. А. Пробоїв. – Донецьк, 2008. – 20 с.
9. Сохацька О. М. Фінансовий інжиніринг : навч. посіб. / за ред. О. М. Сохацької. – К. : Кондор, 2011. – 660 с.
10. Нікітін А. В. Перспективи використання інструментів фінансового інжинірингу на банківському ринку України / А. В. Нікітін // Фінанси, облік і аудит.

– 2012. – № 19 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : [http://ir.kneu.edu.ua:8080/bitstream/2010/3082/1/19\\_14.pdf](http://ir.kneu.edu.ua:8080/bitstream/2010/3082/1/19_14.pdf)

11. Ли Ч. Ф. Финансы корпораций: теория, методы и практика / Ч. Ф. Ли, Дж. И. Финнерти ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 686 с.

### References

1. Kireyev, A. I., Shapovalovoy, M. M., Grebenika, N. I (2005) Voprosy funktsionirovaniya i sovershenstvovaniya infrastruktury fondovogo rynku Ukrainy : Informatsionno-analiticheskiye materialy [Question operation and improvement of infrastructure of the stock market Ukraine: Information-analytical materials. Kyiv, Ukraine: Science, 132.

2. Annual Report 2014 SSMNC "Securities market. The European choice new opportunities and growth". Available at: [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1434454281.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1434454281.pdf).

3. Polyukhovich, V. (2011). Aktual'nyye voprosy razvitiya samoregulirovaniya na fondovom rynke Ukrainy v sovremennykh usloviyakh [Topical issues of self-regulation in the stock market of Ukraine in modern conditions]. Bulletin of the Academy of Sciences of Ukraine, 3 (66), 138–146.

4. Antonov, S. European perspective and financial institutions Available at: [http://gazeta.dt.ua/finances/yevropeyska-perspektiva-ta-finansovi-instituti-\\_.html](http://gazeta.dt.ua/finances/yevropeyska-perspektiva-ta-finansovi-instituti-_.html)

5. Tarasyuk, D. S. (2011). Osobennosti pravovogo obespecheniya funktsionirovaniya rynku tsennykh bumag v Ukraine [Features of the legal functioning of the securities market in Ukraine]. Proceedings of the Tauride Agrotechnological State University (economic sciences), 3 (15), 250–256.

6. Stock Market Development Program of Ukraine for 2015–2017 years "European choice – new opportunities for progress and growth" Available at: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>.

7. The development strategy of the stock market in the short and long term. Available at: [www.aust.com.ua/docs/main/Sratagy2015.doc](http://www.aust.com.ua/docs/main/Sratagy2015.doc).

8. Proboyiv, O. A. (2008). Formuvannya ta naroshchuvannya stratehichnoho potentsialu predpryyatyy instrumentami finansovoho inzhynirynhu [Formation and growth potential of enterprises of strategic financial engineering instruments]. Donetsk, 20.

9. Sokhats'ka, O. M. (2011). Finansovyy inzhynirynh [Financial engineering]. Kyiv: Kondor, 660.

10. Nikitin, A. V. (2012). Perspektyvy yspolzovanye instrumentiv finansovoho inzhynirynhu na bankivs'komu Sayty Vsyia Ukrayina [Prospects for the use of financial engineering instruments in the banking market Ukraine]. Finance, accounting and auditing, 19, 111–119.

11. Chy, CH.F. (2000). Finansy korporatsiy: teoriya, metody i praktyka [Finance corporations: Theory, Methods and Practice]: Moscow, YNFRA, 686.

## СТРАТЕГИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ В УКРАИНЕ

Л. Г. Михальчишина

*Аннотация.* Одним из стратегических направлений привлечения свободных денежных ресурсов в Украине является развитие и даль-

нейшее совершенствование рынка ценных бумаг. Ускорение его развития является предпосылкой привлечения инвестиций и должно стать одним из реальных путей преодоления инвестиционного спада. Отечественный рынок ценных бумаг, как одна из основных составляющих экономической системы в целом, должен развиваться через призму европейских стандартов. После окончательного определения европейского направления движения Украины, обязательным условием дальнейшего развития национальной экономики и рынка ценных бумаг является не только всестороннее изучение, но и применение европейских принципов ведения бизнеса.

В то же время, примем во внимание, что процесс приведения отечественного рынка ценных бумаг к европейским стандартам может быть длительным и сложным, а также нести определенные трудности для участников рынка. Первоочередными шагами к выполнению стратегии совершенствования рынка ценных бумаг должно стать определение главных проблем как в международном, да и внутренней среде. Дальнейшими действиями должно стать как решение этих проблем, так и совершенствование уже имеющихся положительных сдвигов и нововведений.

**Ключевые слова:** ценные бумаги, рынок ценных бумаг, фондовый рынок, совершенствование, стратегия развития

## STRATEGY FOR IMPROVEMENT OF THE SECURITIES MARKET IN UKRAINE

L. G. Mykhalchyshyna

**Abstract.** One of the strategic directions of attracting free money resources to Ukraine is developing and further improvement of the securities market. Acceleration of the development of the securities market is a precondition for attracting the investments and has to become one of the real ways of overcoming an investment slump. The domestic stock market as one of the main components of the economic system as a whole, should evolve in the light of European standards. After the final determination of the European direction of Ukraine, a prerequisite for further development of the national economy and the stock market is not only comprehensive study and application of European principles of conducting business.

However the process of bringing domestic securities market to European standards can be lengthy and complex, and bear certain difficulties for market participants. The primary steps to implementation of the improvement strategies in the securities market should be a definition of the main problems in both the international and domestic environment. Further actions should be these problems' solving and improving the existing improvements and innovations.

**Keywords:** securities, securities market, stock market, improvement, development strategy