

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки (Категорія «Б», Наказ Міністерства освіти і науки України від 11.07.2019 № 975) [www. economy.nayka.com.ua](http://www.economy.nayka.com.ua) | № 11, 2020 | 26.11.2020 р.

DOI: [10.32702/2307-2105-2020.11.103](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2020.11.103)

УДК 336.717.8

С. Г. Хоружий,
к. е. н. доцент, ДВНЗ "Університет банківської справи",
ORCID ID: 0000-0002-0171-0253

РОЗВИТОК РЕГУЛЯТОРНИХ НОВАЦІЙ ЩОДО РИНКІВ ФІНАНСОВИХ ІНСТРУМЕНТІВ

S. Khoruzhyi
PhD in Economics, Associate Professor, SHEI "Banking University"

DEVELOPMENT REGULATORY INNOVATIONS OF FINANCIAL INSTRUMENT MARKETS

Мета дослідження полягає у оцінці впливу регуляторних новацій на розвиток ринків фінансових інструментів. Проаналізована динаміка розвитку ринків фінансових інструментів, що формувалася під впливом післякризових регуляторних новацій. Констатовано, що незважаючи на посилення регуляторних норм щодо торгівлі фінансовими інструментами, негативна динаміка після фінансової кризи 2007 року у переважній більшості країн була подолана. Оцінено стан ринків фінансових інструментів в Україні та вплив економічних і регуляторних факторів на скорочення інтересу інвесторів до біржової торгівлі і торгівлі акціями. Встановлено суттєве зростання інвестицій у державні облігації інвестування та переорієнтація ринків цінних паперів на фінансування дефіциту державного бюджету. Виявлена необхідність суттєвого удосконалення підходів до регулювання ринків фінансових інструментів та необхідність прискорення темпів гармонізації української законодавчої бази із міжнародними нормами та законодавством ЄС.

The purpose of the study is to assess the impact of regulatory innovations on the development of financial instruments markets. The dynamics of development of financial instruments markets, which was formed under the influence of post-crisis regulatory innovations, was analyzed. The article establishes that the rapid development of new technologies for circulation of financial instruments and complications of the corresponding financial services caused the improvement of interaction between the authorized bodies of different countries and consolidation of their efforts in terms of formation of the agreed norms and rules for regulation and supervision of the activities of financial institutions at the financial instruments markets. Author states that despite the strengthening of regulatory norms on trade in financial instruments, the negative dynamics after the financial crisis of 2007 has been overcome in most countries.

The estimation of the state of financial instruments markets in Ukraine and the influence of economic and regulatory factors on the reduction of investors' interest in stock trading and stock trading. Significant growth of investments in government investment bonds and reorientation of securities markets to finance the state budget deficit were established. The article proves that Ukrainian financial instruments markets are in a depressive state due to the regulatory problems and monetary

policy, and shows that recently have appeared some quite threatening tendencies, namely: noncompliance with international norms of regulation of financial institutions' activities at financial instruments markets, loss of investor's interest in stock exchange trading, change in the structure of trade volume with securities at stock exchanges in favor of government bonds, lack of integration of domestic market. Author has identified the need for significant improvement of approaches to the regulation of financial instruments markets and the need to accelerate the pace of harmonization of Ukrainian legislation with international norms and EU legislation. In order to ensure stable development of investment activities, further improvement of the existing Ukrainian practices of regulating activities in the financial instruments markets should be based on implementation of best practices and adaptation of norms and rules of international organizations into the Ukrainian legal framework.

Ключові слова: *ринки фінансових інструментів; акції; державні облигації; регулювання і нагляд; біржі; ринок цінних паперів.*

Key words: *markets of financial instruments; shares; government bonds; regulation and supervision; exchanges; securities market.*

Постановка проблеми. Стратегічний напрям розвитку ринку фінансових інструментів в країні потребує гармонізації основних принципів системи регулювання і нагляду щодо обігу фінансових інструментів із принципами організації і функціонування розвинутих ринків. Доцільно проаналізувати вплив регуляторних новацій на динаміку розвитку ринків фінансових інструментів.

Аналіз досліджень і публікацій. Проблеми формування необхідного регуляторного поля щодо розвитку ринків фінансових інструментів приділено належну увагу зарубіжних та вітчизняних науковців, як М.Агарков, О.Барановський, Р.Блек, Н.Внукова, А.Краус, Б.Койлі, Д.Леонов, В.Мищенко, Я.Міркін, О.Мозговий, Д.Лук'яненко, С.Науменкова, Р.Лукас, А.Пересада, А.Поважний, В.Посполітак, Л.Савченко, О.Сохацька, В.Ходаківська та ін. У той же час, вплив нормативно-правових актів, особливо в Україні, на розвиток ринків фінансових інструментів не є однозначним. Оцінка впливу післякризових регуляторних новацій на динаміку розвитку ринків фінансових інструментів є метою цього дослідження.

Виклад основного матеріалу. Характеризуючи сучасні тенденції розвитку ринків фінансових інструментів, доцільно зазначити, що докорінна зміна у їх функціонуванні відбулась завдяки впровадженню інноваційних технологій. Технологія віддаленого доступу до біржової торгівлі надала учасникам торгів можливість обирати біржу. Зняття технологічних і юридичних бар'єрів дозволили для залучення інвестиції компаніям розміщувати свої фінансові інструменти як на біржі власної держави так і на біржах інших країн, які пропонують кращі умови і де зосереджено більше учасників торгів.

Оскільки глобалізаційні процеси обумовлюють тісну взаємодію різних сегментів ринку фінансових послуг та елементів його інфраструктури, з метою задоволення економічних інтересів своїх учасників біржові ринки поступово запровадили торгівлю різними фінансовими інструментами, що дозволило зменшити для учасників як ризики, так і транзакційні витрати.

Аналіз досліджень Світового банку, здійснених по 87 країнах, засвідчує стійку залежність між рівнем доходу на душу населення і ринковою капіталізацією акцій та обсягами кредитування [1]. Результати досліджень Світового банку, проведених за даними 48 країн, виявили стійкий зв'язок між показниками фінансової системи і темпами економічного зростання [2].

Відповідно до статистики World Federation of Exchanges (WFE) загальна внутрішня ринкова капіталізація наприкінці 2018 р. досягнула рекордного показника у 89,8 трільйона доларів США, що є найвищим рейтингом на п'ятирічний період. Динаміку внутрішньої капіталізації лістингових компаній на найбільших біржах світу наведено в табл. 1.

Таблиця 1.
Внутрішня капіталізація лістингових компаній на найбільших біржах світу

<i>Біржі, станом 31 грудня 2019</i>	<i>Внутрішня капіталізація (у млрд дол. США)</i>	<i>Кількість лістингових компаній</i>	<i>Обсяг торгів акціями (млрд. дол США)</i>
<i>Загалом у світі</i>	<i>89 831</i>	<i>52 147</i>	<i>8 933</i>
<i>Загалом у регіоні Америка, зокрема:</i>	<i>38 203</i>	<i>9 895</i>	<i>4 214</i>
<i>NYSE</i>	<i>22 755</i>	<i>2 291</i>	<i>1 557</i>
<i>Nasdaq – US</i>	<i>10 823</i>	<i>2 957</i>	<i>1 180</i>
<i>TMX Group</i>	<i>2 388</i>	<i>3 344</i>	<i>138</i>
<i>Загалом у Азіатсько-Тихоокеанському регіоні,</i>	<i>30 749</i>	<i>27 543</i>	<i>3 458</i>

<i>Біржі, станом 31 грудня 2019</i>	<i>Внутрішня капіталізація (у млрд дол. США)</i>	<i>Кількість лістингових компаній</i>	<i>Обсяг торгів акціями (млрд. дол США)</i>
зокрема:			
Japan Exchange Group Inc.	6 520	3 603	569
Shanghai Stock Exchange	5 568	1 403	918
Hong Kong Exchanges and Clearing	4 756	2 145	304
<i>Загалом у регіоні Європа - Африка - Близький Схід, зокрема:</i>	<i>20 877</i>	<i>14 709</i>	<i>1 260</i>
Euronext	4 693	1 252	195
Deutsche Boerse AG	2 398	498	172
SIX Swiss Exchange	1 739	264	96

Джерело: складено автором на основі даних World Federation of Exchanges [3]

Таке зростання було досягнуто завдяки подоланню кризових явищ на тлі синхронізованого глобального відновлення темпів зростання ВВП країн, продовженню сприятливої монетарної політики у багатьох регіонах, низькому рівню інфляції, відновленню цін на сировинні товари та інтересу до корпоративних прибутків.

Для оцінки інтересу інвесторів до торгівлі цінними паперами доцільно використовувати такий узагальнюючий показник, як індекси цін на акції, що розраховуються за цінами звичайних акцій компаній, що торгуються на національних та іноземних біржах із встановленням бази для обрахування у певному році. Для оцінювання зміни динаміки торгівлі цінними паперами було обрано 2015 рік, в якому загальний обсяг торгівлі акціями в країні прийнято за 100% (табл. 2).

Таблиця 2.
Індекси цін на акції (у % до 2015 року) (станом на кінець року)

<i>Країни</i>	<i>2007</i>	<i>2009</i>	<i>2011</i>	<i>2013</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>	<i>2017</i>	<i>2018</i>	<i>2019</i>
Канада	95.0	70.9	90.4	88.9	100.0	97.9	108.4	109.7	113.8
Китай	114.0	74.0	72.2	59.5	100.0	81.2	87.9	79.7	78.9
Велика Британія	97.1	69.2	86.3	98.1	100.0	98.1	111.9	111.5	110.4
США	90.4	57.1	73.7	88.3	100.0	97.2	110.9	118.4	120.5
Японія	107.1	56.0	53.0	72.4	100.0	87.4	104.6	111.5	102.8
Єврозона	116.9	65.7	72.0	79.1	100.0	90.3	105.8	105.3	104.9
Австрія	185.9	84.5	102.7	100.3	100.0	97.0	129.8	139.4	130.1
Чехія	178.0	96.5	111.4	97.6	100.0	88.5	101.2	109.1	106.0
Естонія	103.0	39.1	75.6	94.5	100.0	113.8	135.7	144.2	144.3
Фінляндія	130.9	66.8	76.5	76.2	100.0	96.5	111.2	115.1	111.2
Франція	109.5	63.7	71.5	80.2	100.0	92.4	108.9	111.8	113.7
Німеччина	87.5	52.4	66.5	79.0	100.0	91.9	109.5	107.9	102.5
Угорщина	124.1	76.3	97.7	88.7	100.0	128.9	169.6	179.0	197.1
Італія	164.1	81.5	79.0	76.5	100.0	83.3	101.3	103.9	104.0
Латвія	144.5	54.4	85.4	90.6	100.0	137.5	189.2	211.1	213.0
Нідерланди	112.3	59.7	72.2	78.2	100.0	94.8	110.5	112.7	115.1
Польща	113.3	61.5	85.7	92.8	100.0	90.2	117.2	114.1	112.3

Джерело: складено автором на основі даних OECD [4]

За наслідками фінансової кризи 2007-2008 років на ринках цінних паперів відбувалися кардинальні зміни, пов'язані із падінням інтересу інвесторів до діяльності на цих ринках та необхідністю спрямування капіталів для подолання кризових явищ. Однак, починаючи із 2010 року інтенсивність торгівлі цінними паперами почала поступово зростати і у більшості країн вже перевищила докризові показники.

Інтеграція біржових ринків спричиняє об'єднувальні процеси у функціонуванні післяторгових систем. Для надання конкурентних послуг інвесторам і емітентам із різних країн центральні депозитарії у кожній країні уніфікують і стандартизують свою діяльність з обслуговування обігу цінних паперів відповідно до міжнародних норм.

Універсалізація біржі вигідна також органам державної влади, що регулюють і контролюють діяльність на біржових ринках, оскільки зосередження всіх видів біржової торгівлі в одній організації дозволяє сконцентрувати увагу контролюючих органів на діяльності такої біржі, а також ретельніше відстежувати підозрілі операції та маніпулювання цінами.

Заінтересованість у залученні іноземних фінансових інвестицій в національну економіку, створення умов для роботи інвесторів із різних країн для ефективного залучення капіталу, ми вважаємо, зумовили необхідність універсалізації біржової торгівлі різними фінансовими інструментами та здійснення заходів, спрямованих на підвищення її ефективності. У свою чергу це сприяло здійсненню уніфікації законодавства, що регулює біржовий обіг цінних паперів, і зумовило удосконалення і технологічну інтеграцію інфраструктури для обігу цінних паперів.

Показники розвитку фінансової системи корелюють з довгостроковими темпами економічного зростання держави, що можна підтвердити даними динаміки індикатора відношення вартості акцій, що торгуються на біржі, до обсягу ВВП (табл. 3), хоча ця динаміка показує певне зниження інтересу інвесторів до торгівлі акціями.

Таблиця 3
Динаміка індикатора відношення вартості акцій, що торгуються на біржі, до обсягу ВВП (у %)
(станом на кінець року)

Країни	2007	2009	2011	2013	2015	2017	2019
Світ	161,7	120,3	106,7	90,2	162,9	117,0	87,6
США	161,7	237,4	264,1	198,0	227,1	204,2	108,5
Китай	177,6	153,5	88,4	80,4	355,4	139,5	132,8
Японія	145,9	73,9	70,0	118,0	126,7	118,9	100,3
Канада	119,1	97,2	82,4	71,6	70,5	77,5	82,5
Австралія	160,9	90,7	80,8	50,0	55,5	60,8	59,9
Євросона (19 країн)	102,6	50,0	43,4	37,7	н/д	н/д	н/д
Іспанія	154,8	86,0	76,3	67,5	81,9	56,5	43,9
Німеччина	95,1	52,6	42,0	35,2	43,0	42,5	35,1
Швейцарія	262,4	142,3	118,3	101,6	140,6	139,5	137,4
Туреччина	48,1	48,5	43,3	39,	40,7	44,3	46,1
Австрія	33,2	12,9	9,0	6,2	8,3	9,6	7,5
Угорщина	33,8	20,8	11,1	8,0	6,0	7,3	5,4
Польща	21,0	12,9	13,8	13,8	11,0	12,9	8,5
Словенія	6,1	2,1	1,0	0,9	0,9	0,8	0,3
Україна		1,4	5,1	3,0	0,2	0,1	0,0

Джерело: складено автором на основі даних World Bank [5], НКЦПФР [6]

Доцільно зазначити, що для переважної більшості країн негативна динаміка після фінансової кризи була подолана та повернуто інтерес інвестора, хоча і у меншому обсязі. Однак це не стосувалося ситуації в Україні, оскільки причини втрати інтересу інвестора до біржових торгів акціями полягали у специфіці українського ринку.

Зазначений вище досвід, на наш погляд, є важливим для оптимізації української біржової торгівлі, яка представлена багатьма біржами, кожна з яких має свою «унікальну» технологію торгівлі, що заплуते інвесторів та емітентів. Для цього доцільно уніфікувати регуляторні норми з біржової торгівлі фінансовими інструментами та запровадити систему інформування інвесторів, яка буде відповідати позитивній міжнародній практиці та законодавству ЄС.

Для дослідження динаміки інтенсивності торгів акціями на ринках цінних паперів доцільно використати коефіцієнт оборотності внутрішніх акцій (%), як обсяг торгів емітованими в країні акціями, що знаходяться в обігу на біржі, поділена на загальну вартість акцій (табл.4), який свідчить про суттєве падіння в Україні інтересу інвесторів до торгівлі акціями.

Таблиця 4.
Динаміки коефіцієнту оборотності внутрішніх акцій
(у %, станом на кінець року)

Країна	2008	2009	2011	2013	2015	2017	2019
Загалом у світі	250,3	145,9	155,6	102,3	162,7	100,4	86,9
Китай	219,5	219,1	195,5	194,8	480,2	197,7	223,7
Туреччина	188,1	134,9	183,2	191,1	185,1	165,7	187,9
США	407,6	227,5	262,4	138,3	165,1	116,0	108,5
Німеччина	377,2	138,3	132,8	67,7	84,1	63,5	56,1
Канада	145,4	79,4	77,0	62,6	68,8	54,0	59,5
Швейцарія	160,4	72,3	75,9	45,4	62,8	55,3	52,6
Австралія	122,8	66,6	94,1	57,6	63,2	53,6	56,1
Індія	142,9	83,4	64,0	47,2	50,9	50,8	28,9
Норвегія	186,2	91,4	83,6	36,3	49,5	35,0	34,4
Польща	56,9	37,5	52,8	35,5	38,1	33,6	33,2
Угорщина	149,2	90,5	83,3	54,6	42,0	32,9	26,4
Сінгапур	95,4	52,7	45,9	37,4	30,9	27,8	16,4
Австрія	128,6	45,1	45,4	22,5	33,0	26,2	25,2
Кіпр	22,4	17,1	15,7	1,9	4,8	2,4	1,3
Україна	3,4	10,1	4,5	8,6	0,6	0,1	0,0

Джерело: складено автором на основі даних World Bank [5], НКЦПФР [6]

Стрімкий розвиток нових технологій обігу фінансових інструментів та ускладнення пов'язаних з цінними паперами фінансових послуг зумовили удосконалення взаємодії між уповноваженими органами різних країн та консолідацію їхніх зусиль в частині формування узгоджених норм і правил щодо регулювання і нагляду за діяльністю фінансових установ на ринках фінансових інструментів. Це призвело до впровадження низки рекомендаційних регуляторних і наглядових норм.

Для подолання кризових явищ Радою з фінансової стабільності (FSB), Банком міжнародних розрахунків та IOSCO було прийнято ряд важливих рекомендацій, які спричинили необхідність удосконалення законодавства країн. Для країн ЄС було запроваджено ряд нових нормативно-правових актів щодо діяльності фінансових установ на регульованих ринках, діяльності інвестиційних і пенсійних фондів. Крім удосконалення Директивою 2013/36/ЄС та Регламентом (ЄС) № 575/2013 вимог до капіталу та платоспроможності інвестиційних компаній і кредитних установ, Директивою 2014/65/ЄС Європейського Парламенту та Ради від 15 травня 2014 року щодо ринків фінансових інструментів були удосконалені регуляторні норми щодо регулювання діяльності на ринках фінансових інструментів. Законодавство ЄС щодо інвестиційних фондів також трансформовано у декілька законодавчих актів, які врегулювали діяльність інститутів колективного інвестування, фондів альтернативних інвестицій, фондів венчурного капіталу та фондів соціального підприємництва. Суттєвих змін зазнало також регулювання діяльності пенсійних фондів (Директива 2016/2341).

Нові регуляторні норми удосконалили вимоги до ліцензування інвестиційних фірм, інвестиційних і пенсійних фондів та регульованих ринків, конкретизували перелік видів діяльності на ринках фінансових інструментів та перелік фінансових інструментів, встановили вимоги до капіталу фінансових установ, до їх органів управління, до управління ризиками та організації внутрішнього контролю.

Доцільно зазначити, що прийняті в ЄС законодавчі новації були також спрямовані на консолідацію регулювання і нагляду за діяльністю фінансових установ і груп шляхом конвергенції наглядових інструментів, складу та обсягу інформації, що використовується у наглядовому процесі для можливості обміну інформацією між уповноваженими органами країн та координації примусових заходів щодо діяльності фінансових установ та фінансових груп. Для розширення співпраці з уповноваженими органами країн IOSCO були започатковані міжнародні багатосторонні договори.

Були також посилені вимоги до емітентів цінних паперів в частині розкриття регульованої інформації (Директива 2017/1132 /ЄС), публікації проспекту емісії цінних паперів (Регламент (ЄС) 2017/1129, а також щодо винагороди директорів лістингових компаній (Рекомендація Комісії 2009/385/ЄС). Крім того Регламентом ЄС №1060/2009 суттєво удосконалений нагляд за діяльністю рейтингових агентств.

Для подальшого розвитку ринків фінансових інструментів у законодавстві багатьох держав була закріплена незалежність та інституційна спроможність уповноваженого органу, що позитивно впливає на реалізацію такими уповноваженими органами своїх наглядових повноважень. Непоодинокую є практика співпраці уповноважених органів із фахівцями органів країн для виявлення порушень фінансовими установами вимог законодавства, фактів маніпулювання ринком, шахрайських дій, укладання інсайдерських угод і неправомірного розкриття внутрішньої інформації

Крім того у багатьох країнах було впроваджено низку технічних стандартів, зокрема, ISO 20022 (схеми повідомлення для фінансової промисловості) та 10962 – CFI (класифікація фінансових інструментів), які сприяли подальшому розвитку трансграничного руху капіталу.

Розвиток ринку цінних паперів є одним з пріоритетних завдань державної економічної політики України в рамках євроінтеграції. Важливою умовою успішної діяльності фінансових установ на ринках фінансових інструментів є створення ефективної системи регулювання і нагляду за їх діяльністю. На ринках фінансових інструментів суб'єктом державного регулювання і нагляду є Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (далі - НКЦПФР).

Окрім нагляду за дотриманням учасниками ринків фінансових інструментів норм законів, НКЦПФР має значні повноваження з регулювання діяльності на цих ринках. Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку, затверджене Указом Президента України від 23.11.2011, встановило 199 повноважень НКЦПФР, більшість з яких стосується встановлення норм.

Інститут саморегулювання і самоконтролю було запроваджено в Україні шляхом встановлення вимог до саморегулювних організацій (СРО). Станом на 31.12.2019 в Україні здійснювали діяльність такі саморегулювні організації: Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів, Українська асоціація інвестиційного бізнесу та Асоціація «Українські фондові торговці». Незважаючи на законодавчу можливість передачі певних наглядових повноважень СРО, НКЦПФР не тільки не здійснила такої передачі, а й самі СРО не дуже у цьому зацікавлені. Лише для діяльності з управління активами передбачено законодавчу норму надання ліцензії за поданням відповідної СРО.

Надання статусу СРО виключно неприбутковому об'єднанню учасників ринку контрастує із поширеною світовою практикою, коли оператори торгових (біржі) і післяторгових (депозитарії) систем, які є прибутковими організаціями, через членство учасників і договірні відносини з ними здійснюють функції саморегулювання і самоконтролю.

Українські ринки фінансових інструментів, нажаль, перебувають у перманентному депресивно-кризовому стані, у якому останнім часом проявилися досить загрозливі тенденції. Для дослідження процесів, що відбуваються на ринках цінних паперів України, сформовано основні показники розвитку ринків цінних паперів (табл.5).

Таблиця 5.

Динаміка основних показників розвитку ринків цінних паперів в Україні (станом на кінець року)

Показники	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ВВП трлн. грн)	0,99	0,95	1,12	1,35	1,46	1,52	1,59	1,99	2,38	2,98	3,55
Загальний обсяг торгівлі ЦП (трлн. грн)	0,88	1,07	1,54	2,17	2,53	1,68	2,33	2,17	2,12	0,48	0,59
Відношення загального обсягу торгівлі ЦП до ВВП (%)	89	112	137	161	173	110	147	109	89	16	17
Частка біржової торгівлі ЦП (у %)	4,3	3,4	8,5	12,1	10,4	27,6	26,6	13,2	11,1	43,8	44,2
Обсяг торгівлі ЦП на біржах (%) з них: акцій	31,3	37,6	40,1	33,6	8,9	9,7	4,1	2,1	1,0	2,4	0,5
державних облігацій (%)	22,6	22,7	46,3	42,1	67,8	74,6	88,1	90,1	93,7	92,1	94,2
Обсяг зареєстрованих цінних паперів (трлн. грн)	0,57	0,74	0,83	1,01	1,12	1,26	1,47	1,62	1,84	2,20	2,25
Загальний обсяг зареєстрованих акцій (трлн. грн)	0,29	0,39	0,43	0,49	0,51	0,57	0,71	0,84	1,04	1,36	1,38

Джерело: складено автором на основі даних НКЦПФР [6]

Значна кількість зареєстрованих в Україні акцій пов'язана із проведенням приватизації, коли всі підприємства приватизувалися шляхом акціонування. За результатами проведення приватизації ринок цінних паперів слугував лише подальшим процесам приватизації. Подальша скупка цінних паперів стратегічними інвесторами призвела до поступового падіння інтересу до акцій. Майже дворазове збільшення обсягу зареєстрованих випусків акцій пов'язане в першу чергу із необхідністю докапіталізації банків (зокрема, Приватбанку).

Відношення загального обсягу торгівлі цінними паперами до ВВП досягло максимуму у 2012 році та у 2016 році знизилося до рівня 2008 року.

Досить негативною тенденцією, на наш погляд, є докорінна зміна структури обсягу торгівлі з цінними паперами на біржах. Ринок корпоративних цінних паперів в Україні значно скоротився. У 2018 році частка біржової торгівлі облігаціями підприємств знизилася до 3,2%, а акцій - до 0,5%, натомість частка торгівлі державними облігаціями становила понад 94%.

Зосередження вторинного обігу ОВДП на біржовому ринку зумовило створення нового високоліквідного біржового інструменту, інвестиційно привабливого як для вітчизняних, так і для іноземних інвесторів. Однак, переключення інтересу інвесторів від інвестування у розвиток підприємств до інвестування у державні облігації свідчить про те, що ринки цінних паперів переорієнтувалися на інвестування дефіциту державного бюджету. Високі ставки за державними облігаціями не залишають іншим фінансовим інструментам можливостей стати об'єктами для інвестування.

Низький рівень інтеграції вітчизняного ринку фінансових інструментів до міжнародних фінансових ринків обумовлений також відсутністю регуляторних умов для діяльності іноземних інвесторів через прямий доступ на біржі та практики встановлення кореспондентських відносин між депозитаріями.

Недосконале законодавство не дозволяє завершити побудову розвиненої та прозорої централізованої депозитарної системи України, здатної забезпечити надійне обслуговування обігу цінних паперів, уніфікацію здійснення діяльності учасниками депозитарної системи України та взаємодію між ними та інтеграцію національної депозитарної системи у світові післяторгові системи.

Особливу актуальність набула проблема лістингових вимог, що було зумовлено масштабними перетвореннями сотень компаній у публічні акціонерні товариства, акції яких підлягають обов'язковому проходженню процедури лістингу хоча б на одній біржі. Підвищення лістингових вимог до емітентів, які впроваджені НКЦПФР, нажалі, не наближають вітчизняний ринок ЦП до стандартів інвестиційно привабливих ринків, оскільки не відповідають стану розвитку української економіки. Внесення цінних паперів у лістинг бірж маркет-мейкерами могло би протидіяти штучному обмеженню їх кількості в обігу на біржах, однак відсутність такого інституту актуалізує необхідність його законодавчого запровадження. В біржових реєстрах залишилися лише акції 15 компаній, тоді як кількість таких компаній в минулому становила більше 180. Зменшення даних показників пов'язане з набранням чинності нових правил лістингу та делістингу. Прийняття НКЦПФР низки рішень щодо зупинення торгівлі цінними паперами лістингових компаній на біржах призвело наприкінці 2016 року до різкого зменшення капіталізації лістингових компаній. Співвідношення капіталізації лістингових компаній до ВВП знизилося до 0,82%.

Для формування науково обґрунтованих вимог до лістингу цінних паперів так і не було запроваджено інтегрального коефіцієнту біржового обігу цінних паперів, що дозволив би забезпечити поживлення біржової

торгівлі цінними паперами. Не було також запроваджено інших показників для регуляторного забезпечення діяльності біржових ринків.

Відсутність регуляторних норм щодо запровадження біржової торгівлі призвело до поширення торгівлі цінними паперами на біржах без дотримання базових принципів біржової торгівлі. Немоżliвість регуляторними засобами організувати біржову торгівлю та відсутність інтересу інвесторів до такої торгівлі призводить до поширеної практики маніпулювання цінами на цінні папери. За даними НКЦПФР серед цін на позабіржовому ринку може перевищувати 1000%, тобто ціна на акцію відрізняється в 10 та більше разів. Неврегульованість цих процесів протягом тривалого часу наводить думку про значну заінтересованість у такому стані справ.

Регуляторні новації щодо примусового викупу акцій у міноритарних акціонерів (Squeeze out) були запроваджені на фоні системно низького обсягу біржової торгівлі акціями. Відповідно така скупка акцій відбувалася за суттєво заниженими цінами, які фактично знецінюють вартість інвестицій і заощаджень міноритаріїв.

Важливо зазначити, що такий стан біржових ринків цінних паперів негативно впливає на розвиток таких інституційних інвесторів, як пенсійні та інвестиційні фонди і страховики. Регуляторні новації призвели до суттєво обмеження переліку ліквідних цінних паперів, і фактично, обумовили єдиний напрям для інвестицій – державні облигації.

Регулювання ІСІ в Україні має істотні відмінності від європейського законодавства, що стосуються класифікації ІСІ, вимог до їх діяльності та внутрішньої організації, вимог до обліку та зберігання їх активів, а також відмінності у деяких концептуальних поняттях. Застосоване у міжнародній практиці поняття «інститути колективного інвестування» (UCITS) в законодавстві України мають узагальнюючу назву «інститути спільного інвестування» (далі - ІСІ). Управлінським компаніям (management companies) відповідають компанії з управління активами (КУА). В Україні станом на 30.06.19 зареєстровано 293 КУА та 1326 фондів, з яких усього 19 – відкритих. Пояснити зниження інтересу до діяльності відкритих ІСІ можна тим, що їх функціонування передбачає наявність ринку ліквідних цінних паперів. Важливо зазначити, що аналогом інвестиційних фондів групи UCITS в Україні є відкриті ІСІ, а аналогом фондів альтернативних інвестицій - інтервальні, закриті та венчурні ІСІ. У разі прямої імплементації європейських правил щодо UCITS, яким в Україні відповідає менше 2% ІСІ, норми регулювання діяльності переважної більшості ІСІ можуть суттєво відрізнитися від практики ЄС.

Пенсійна реформа в Україні, що розпочалася у 2004 році, була спрямована на створення трирівневої системи пенсійного забезпечення, яка включає солідарне пенсійне забезпечення, накопичувальне та добровільне пенсійного забезпечення. Реалізація останнього виду пенсійного забезпечення передбачала участь недержавних пенсійних фондів. На жаль, розвитку передбаченого реформою інституту пенсійного забезпечення заважає недосконалість українських законодавчих норм, які впровадили досить складу та витратну систему обслуговування пенсійних фондів, а також суттєво обмежили інвестиційну діяльність пенсійних фондів. Чинне законодавство суттєво обмежує діяльність пенсійних фондів, за яких, фактично, всі функції здійснюють адміністратори пенсійних фондів, що не відповідає ані позитивній міжнародній практиці, ані законодавству ЄС.

Важливим завданням НКЦПФР є удосконалення законодавства в сфері ринків фінансових інструментів для забезпечення їх розвитку. В цьому напрямі НКЦПФР має здійснити комплекс заходів з метою виконання зобов'язань, взятих Україною відповідно до Угоди про асоціацію між Україною і Європейським Союзом, що передбачає поступове приведення норм українських нормативно-правових актів у відповідність до *acquis* ЄС.

Враховуючи наведене вище, можна констатувати невідповідність параметрів розвитку вітчизняного ринку цінних паперів світовим тенденціям. Серед найбільш різючих проблем варто виділити:

- домінування неорганізованого ринку над біржовою торгівлею та недостатньо розвинений біржовий ринок корпоративних облигацій та акцій;

- відсутність єдиного центру ліквідності біржової торгівлі та поширеність маніпулювання цінами на біржах;

- складність та витратність механізмів реєстрації та допуску на ринок цінних паперів емітентів;

- домінування обігу державних облигацій та низьку ліквідність інших фінансових інструментів;

- відсутність регуляторного поля щодо ринку деривативів;

- низький рівень інтеграції вітчизняного ринку фінансових інструментів до міжнародних фінансових ринків;

- відсутність практики діяльності іноземних інвесторів через прямий доступ на біржі та кореспондентські відносини між депозитаріями;

- відсутність практики обігу іноземних цінних паперів на території України, а також обігу на території України цінних паперів українських емітентів, емісія яких здійснена відповідно до законодавства іноземної держави та які розміщені за кордоном;

- низькі темпи гармонізації законодавчої бази із міжнародними нормами та законодавством ЄС.

Подальше удосконалення сформованої в Україні практики регулювання і нагляду за діяльністю на ринках фінансових інструментів має базуватися на дотриманні норм і правил, що вироблені міжнародними організаціями для забезпечення стабільного розвитку інвестиційної діяльності. Ринки фінансових інструментів України значною мірою є відображенням характерних рис національної економіки, її структури, макроекономічного середовища та сформованої системи державного регулювання і нагляду, що суттєво відрізняється від європейських і північноамериканських аналогів.

Для формування ефективних норм регулювання і нагляду, спрямованих на посилення захисту інвесторів та зменшення системного ризику у діяльності фінансових установ, Міжнародна організація комісій з цінних паперів (далі - IOSCO) об'єднала уповноважені органи, що забезпечують регулювання і нагляд на ринках цінних паперів і

деривативів. IOSCO розроблено та запроваджено низку важливих вимог щодо формування в країнах- членах IOSCO потужної нормативно-правової бази для ринків фінансових інструментів, зокрема: Цілі та принципи регулювання цінних паперів; Принципи для інфраструктури ринку фінансових інструментів; Принципи регулювання і нагляду за ринками товарних деривативів; Принципи нагляду за операторами схем колективного інвестування; Стандарти достатності капіталу для торговців цінними паперами; Модель для ефективного саморегулювання.

Висновки. Встановлено, що стрімкий розвиток нових технологій обігу фінансових інструментів та ускладнення відповідних фінансових послуг зумовили удосконалення взаємодії між уповноваженими органами різних країн та консолідацію їхніх зусиль в частині формування узгоджених норм і правил щодо регулювання і нагляду за діяльністю фінансових установ на ринках фінансових інструментів. Констатовано, що незважаючи на посилення регуляторних норм щодо торгівлі фінансовими інструментами, негативна динаміка після фінансової кризи 2007 року у переважній більшості країн була подолана.

Констатована невідповідність параметрів розвитку вітчизняного ринку фінансових інструментів світовим тенденціям. Доведено, що українські ринки фінансових інструментів через регуляторні проблеми і монетарну політику перебувають у перманентному депресивно-кризовому стані, а останнім часом проявилися досить загрозливі тенденції. Встановлена необхідність прискорення темпів гармонізації української законодавчої бази із міжнародними нормами та законодавством ЄС, що передбачає дослідження шляхів адаптації в українське правове поле норм і правил, що вироблені міжнародними організаціями.

Література.

1. Caprio G., Honohan P. Finance for growth: policy choices in a volatile world. A World Bank policy research report. Washington. The World Bank. 2001. 232 p.
2. Beck T., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., Financing Patterns Around the World. The Role of Institutions, World Bank Policy Research Working Paper №2905, October 2002. 60 p.
3. The Year-To-Date monthly statistic. WFE database. World Federation of Exchanges. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/monthly-reports-tool> (дата звернення 19.05.2020).
4. Share prices (indicator). OECD. 2018. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://data.oecd.org/price/share-prices.htm> doi: 10.1787/6ad82f42-en (Accessed on 29.05.2020)
5. Stocks traded, total value (% of GDP). World bank. 2018. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS?view=chart> (дата звернення 19.05.2020).
6. Офіційний сайт НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/08/zvit_2018.pdf (дата звернення 19.05.19).

References.

1. Caprio, G. and Honohan, P. (2001), Finance for growth: policy choices in a volatile world. A World Bank policy research report, The World Bank, Washington, DC, USA.
2. Beck, T., Demirguc-Kunt, A. and Maksimovic, V. (2002), “Financing Patterns Around the World. The Role of Institutions”, World Bank Policy Research Working Paper, vol.2905, October.
3. World Federation of Exchanges (2020), “The Year-To-Date monthly statistic. WFE database”, available at: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/monthly-reports-tool> (Accessed 19.05.2020).
4. OECD (2018), “Share prices (indicator)”, available at: <https://data.oecd.org/price/share-prices.htm> doi: 10.1787/6ad82f42-en (Accessed 29.05.2020).
5. World bank (2018), “Stocks traded, total value (% of GDP)”, available at: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS?view=chart> (Accessed 19.05.2020).
6. The official site of NCSSM (2020), available at: https://www.nssmc.gov.ua/wp-content/uploads/2019/08/zvit_2018.pdf (Accessed 19.05.19).

Стаття надійшла до редакції 20.11.2020 р.