

РИНОК ФІНАНСОВИХ ПОСЛУГ



Богдан ЛУЦІВ

ФОНДОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ: ПРАВОВІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ



Тетяна СТЕЧИШИН

Розглянуто передумови прийняття нової редакції Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок", наведено його порівняльну характеристику із попереднім Законом України "Про цінні папери і фондову біржу". Охарактеризовано сучасні тенденції розвитку фондового ринку. Проаналізовано, яким чином законодавчі зміни впливатимуть на подальший розвиток фондового ринку і економіки України.

The adoption reasons of a new Law of Ukraine "About Securities and Stock Market" are considered. The comparative analysis of a new law versus the old one "About Securities and Stock Exchange" is given. New trends of stock market development are determined. The possible impact of the legislative changes on the further stock market and economy of Ukraine development is analysed.

Однією із невід'ємних складових ринкової економіки є ринок цінних паперів (РЦП). У високонкурентному глобалізованому середовищі постійно виникають проблеми забезпечення економічного розвитку інвестиційними ресурсами, які переважно акумулюються і перерозподіляються саме на РЦП. На сьогодні проблема ефективного розвитку національного фондового ринку є досить актуальною. Слід зазначити, що реформування економіки – складний процес.

А оскільки РЦП – лише частина однієї з ланок економіки – фінансового ринку, що формується, то саме ринок цінних паперів приречений розвиватися синхронно з рухом, що здійснюється у всіх галузях економіки України.

Значний внесок у розвиток досліджень теоретичних та практичних засад функціонування фондового ринку України зробили вітчизняні вчені: А. М. Мороз, О. В. Мозговий, А. А. Пересада, М. І. Савлук та інші. Концептуальним пи-

танням становлення та функціонування національного РЦП присвячені праці О. Барановського, М. Бурмаки, С. Глуценка, М. Гольцберга, В. Євтушевського, В. Кудряшова, В. Кузьмінського, Д. Леонова, О. Оскальського, В. Суторміної, В. Федосова, В. Шелудька та інших вчених. Проте недостатня законодавча врегульованість та необхідність реформування правових засад функціонування фондового ринку України потребують подальших наукових досліджень.

РЦП є не тільки ключовим сегментом фінансового ринку, але й завдяки своїй інтегративній сутності відносно самостійним елементом сучасної ринкової інфраструктури. Рух цінних паперів у їх постійно змінюваному різноманітті динамізує інвестиційно-відтворювальні процеси, забезпечуючи при цьому саморегулювання національних економічних систем. Це потребує регулювання РЦП засобами, адекватними його масштабам та структурі.

Система регулювання РЦП є досить універсалізованою і, на сьогодні, має два рівні: саморегулювання професійних учасників і регулювання державою.

Показово, що історично першим виникло саморегулювання, яке здійснювалося фондовими біржами, а державне регулювання було запроваджене значно пізніше – наприкінці XIX – початку XX ст. Як чітка дієва система, державне регулювання виникає спочатку в США у 1930-ті роки, а згодом у більшості країн – фактично після Другої світової війни [1, 5].

Фондовий ринок в Україні починає свою історію з прийняттям одного із перших нормативних документів про фондовий ринок – Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" (1991 р.) В той час були спроби створити саме централізований фондовий ринок. Відповідно до цього Закону, була заснована Українська фондова біржа, з філіалами

практично в усіх областях України, яка тривалий час була єдиною в Україні. Положення Закону унеможливлювали виникнення та функціонування інших фондових інститутів в Україні. З перших днів свого існування РЦП України почав працювати як організований і біржовий, обминувши природну фазу свого розвитку – масовий неорганізований позабіржовий первинний ринок. Незважаючи на ряд очевидних позитивних результатів такого випередження (кістяк інфраструктури, кадри, перший досвід операцій з цінними паперами, основа інформаційної мережі й т. ін.), РЦП на першому етапі свого існування практично не вплинув на активізацію інвестиційного процесу [2, 3].

Однак варто зазначити, що прийняття саме Закону України "Про цінні папери і фондову біржу" було необхідним для взяття "старту" у процесі розвитку національної економіки. Адже комплекс перших ринкових законів, і зокрема, "Про цінні папери і фондову біржу" і "Про господарські товариства" зробили прорив у фондовий ринок, у нову для нас економіку. Закони, в основному, показують "що можна робити" бізнесу в контакті з державними органами, які збереглися з дореформених часів. Відповідь на закономірне запитання "як правильно це робити", на жаль, була відсутня. У 1995 році створюється Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Саме ця установа стала головним державним регулятором у сфері ринкової діяльності, а суб'єкти господарювання очікували на чітко прописані правила, підтримку і професійний контроль. За великим рахунком такі очікування виправдалися. Незважаючи на те, що згодом звучали певні нарікання на адресу Комісії, більшість фахівців і сьогодні усвідомлюють: без Комісії продовжувався б хаос зразка 1992–1995 років,

цивілізований фондовий ринок на довгі роки залишався би недосяжною перспективою.

У 1995 році Верховна рада України також схвалила концепцію функціонування і розвитку фондового ринку України. А рік по тому були сформовані центральний апарат і територіальні органи ДКЦПФР, прийнято Закон України "Про державне регулювання ринку цінних паперів України". У найкоротший термін ринок одержав великий пакет нормативних документів з відповідями на довгоочікуване "як?".

Ще одна проблема, що спостерігалась у той час – це безсистемність використання основних термінів у сфері професійної діяльності на РЦП України. Це мало місце через дві основні причини. Однією з них була недостатня обізнаність з ринковими механізмами, другою – законодавче оформлення здійснюваних у країні соціально-економічних ринкових перетворень. До певної міри ці причини взаємозалежні, а їхні наслідки взаємообумовлені.

Хоча потрібно відзначити, що дана проблематика має місце і сьогодні. Розмаїття нормативних документів, що регулюють економічні, правові й інші відносини у сфері обігу цінних паперів, виділяють РЦП в особливу галузь і спонукають до пошуку нових підходів до дослідження РЦП, розроблення нових механізмів впливу на РЦП. Законом України "Про цінні папери і фондову біржу" дано лише характеристику основних видів цінних паперів, які мали б здійснювати обіг на РЦП, однак теоретичного визначення ні поняття фондового ринку чи РЦП, ні загального поняття фінансових інструментів не було дано. Законом України "Про державне регулювання РЦП в Україні" визначено правові принципи здійснення державного регулювання РЦП і державного контролю за випуском й обігом цінних паперів та їх-

ніх похідних в Україні. Цей Закон також не тлумачить поняття "ринок цінних паперів", але виділяє учасників РЦП. Інші законодавчі акти України також не дають єдиного тлумачення термінів "ринок цінних паперів" та "фондовий ринок" [3, 113].

Донедавна, за словами юриста інвестиційно-фінансової групи "Сократ" Юрія Азарова, чи не головним чинником, що не сприяє розвитку вітчизняного фондового ринку, була недосконалість відповідного законодавства, яке приймалось ще у перші роки незалежності України. До того ж документи часто були взаємосуперечливі [4, 23].

Додатковою проблемою для учасників фондового ринку є специфіка роботи вітчизняної судової системи – адже для вдалого вирішення можливих корпоративних проблем необхідні послуги висококваліфікованих юристів. З нинішньою судовою системою важко стверджувати, що РЦП буде приваблювати інвесторів. Захищати свої права в суді досить важко. Професійні фахівці за багато років хоч і пристосувались до особливостей вітчизняного законодавства, однак не надто оптимістично сприймають його зміни, оскільки вони тільки ускладнюють роботу.

Незважаючи на негаразди, на фондовому ринку можна помітити успіхи. Серед головних досягнень за останній рік президент Першої фондової торговельної системи (ПФТС) Ірина Заря назвала такі:

- зростання обсягів угод (обсяги за 10 місяців 2005 року перевищили обсяги всього 2004 р. на 3,5 млрд. грн. і становлять 10,5 млрд. грн.);
- відбулася активізація діяльності на організованому фондовому ринку інвестиційних фондів (крім недержавних пенсійних фондів і страхових компаній);
- з кінця листопада 2005 року учасники ринку перейшли на електрон-

ний цифровий підпис договорів, що значно спростило роботу;

- з початку березня 2006 року 7 компаній та ПФТС почали пілотну експлуатацію зручної для невеликих інвесторів нової торговельної системи ДАТЕКС, коли угода здійснюється тільки за наявності у продавця цінних паперів, а у покупця – необхідної суми коштів на рахунок. Угода укладається автоматично при перехрещуванні умов заявок на купівлю/продаж. Це дозволяє протягом одного дня купувати/продавати одні й ті ж цінні папери [4, 23].

І, нарешті, найважливіше. Нині важливою подією для учасників фондового ринку є те, що 23 лютого 2006 року було прийнято новий Закон України "Про цінні папери і фондовий ринок". Його прийняття, наголошували парламентарі, давно назріло, оскільки попередній Закон, ухвалений у 1991 році, застарів. Загалом новий законодавчий акт передбачає приведення норм, що регулюють питання цінних паперів і фондового ринку, у відповідність до норм європейського законодавства та положення Цивільного й Господарського кодексів України. А також враховує сучасні тенденції розвитку фондового ринку, зокрема: поява нових видів цінних паперів та нових видів діяльності на фондовому ринку.

Зупинимось конкретніше на порівняльній характеристиці, "нового" і "старого" Законів. На нашу думку, те що вже у назві Закону внесено зміни, є явищем досить позитивним. Адже у попередній редакції Закону йшлося про цінні папери та фондову біржу, тобто, як вже зазначалось вище, враховувались інтереси лише біржового організованого РЦП. У новій редакції Закону вже йдеться про цінні папери і фондовий ринок. Дано конкретне визначення поняття "фондовий ринок (РЦП) – сукупність учасників

фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)" [8, 6]. Це, на погляд авторів, повинно було б стати базою, відправною точкою для подальшого дослідження питань фондового ринку, оскільки законодавчо встановлено, що РЦП і фондовий ринок є синонімами. Так само вважають і окремі провідні вчені-економісти, наприклад, російський Я. Міркін, український В. Шелудько [5]. Однак, деякі вчені не погоджуються із таким твердженням, вважаючи, що поняття фондового ринку є набагато ширшим від поняття ринку цінних паперів. Адже ринок цінних паперів – це ринок, на якому можуть здійснювати обіг інструменти ринку капіталів. Він носить переважно довгостроковий характер. Щодо фондового ринку, то він є складовою частиною фінансового ринку і саме на ньому мають право обігу й інші фінансові інструменти (зокрема інструменти грошового ринку), а не лише цінні папери [6]. Ми, частково, поділяємо саме цю думку.

Недоліком цього Закону можна вважати і те, що значна увага приділяється саме цінним паперам, а інші фінансові інструменти лише згадані. На нашу думку, варто було б прийняти Закон "Про ринки фінансових інструментів", в якому дати чітке розмежування суті як визначень щодо фондового ринку і ринку цінних паперів, так і різноманітних видів фінансових інструментів. До речі, такий законопроект готувався народними депутатами попереднього скликання.

Нова редакція Закону подає чітке визначення фінансових інструментів, до яких відносяться не лише цінні папери, але й ф'ючерси, форварди, інші строкові контракти, інструменти грошового обігу, що є важливим в удосконаленні правових засад випуску та обігу цінних паперів і деривативів.

Вище вже було зазначено, що нова редакція Закону, враховуючи сучасні тенденції розвитку фондового ринку, передбачає появу нових видів цінних паперів (див. табл. 1).

Аналізуючи особливості "нового" Закону, не викликає сумніву той факт, що всі поняття і теоретичні визначення є удосконаленими, більш чіткими й ґрунтовними, враховані ті прогалини, які виявилися на практиці в процесі користування певними цінними паперами.

Крім того, з'явилися нові поняття. Цільові облігації внутрішніх державних позик, кошти від залучення яких використовуються виключно для фінансування державних або регіональних програм і проектів. Статусу цінних паперів набули іпотечні облігації, іпотечні сертифікати, заставні, сертифікати фондів операцій з нерухомістю (сертифікати ФОН), що об'єднані у групу іпотечні цінні папери. Дискусійне питання щодо опціонів,

варрантів, ф'ючерсів, свопів набуло законодавчого вирішення. Деякі фахівці, зокрема доктор економічних наук О. М. Сохацька [7], схилились до думки, що ці інструменти варто віднести до контрактів, однак сьогодні, відповідно до законодавства, вони набули офіційного статусу похідних цінних паперів. І ще з'явилась одна новинка. Законотворці привели у відповідність до норми Цивільного кодексу України поняття товаророзпорядчих інструментів, які також набули статусу цінних паперів, і до яких можна віднести складські свідоцтва і коносаменти.

Особливо багато нарікань викликають і питання пов'язані із професійною діяльністю на РЦП, і особливо щодо фондової біржі. Стаття 20 повністю ігнорує не лише вітчизняну, але й міжнародну практику фондового ринку, на якому діють не тільки різноманітні, в тому числі спеціалізовані, види фондових бірж,

Таблиця 1

Порівняльна характеристика класифікації цінних паперів*

Цінні папери, що існували у "старому" Законі	Цінні папери, що існують у "новому" Законі
1. Акції	1. Акції
2. Облігації	2. Облігації
3. Державні облігації: а) облігації зовнішніх державних позик; б) облігації внутрішніх державних позик.	3. Державні облігації: а) облігації зовнішніх державних позик; б) облігації внутрішніх державних позик; в) цільові облігації внутрішніх державних позик.
4. Облігації місцевих позик	4. Облігації місцевих позик
5. Облігації підприємств	5. Облігації підприємств
6. Казначейські зобов'язання	6. Казначейські зобов'язання
7. Інвестиційні сертифікати	7. Інвестиційні сертифікати
8. Ощадні сертифікати	8. Ощадні (депозитні) сертифікати
9. Векселі	9. Векселі
10. Приватизаційні папери	10. Приватизаційні папери
	11. Іпотечні цінні папери: іпотечні облігації; іпотечні сертифікати; заставні; сертифікати ФОН
	12. Похідні цінні папери
	13. Товаророзпорядчі цінні папери

* Складено авторами за даними [8; 9].

але й і позабіржові електронні торгово-інформаційні системи (ТІС), які в сукупності складають організований сегмент ринку. Визначивши в п. 2 ст. 20, що організаторами торгівлі є лише фондові біржі, і не згадавши про інші види організаторів торгівлі, законодавець фактично вивів за межі правового поля ТІС. Стаття 21 фактично дискримінує фондові біржі, створені в організаційно-правових формах відкритих чи закритих акціонерних товариств, одночасно дозволивши створення фондової біржі у вигляді дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами. Адже, по-перше, ні Господарський, ні Цивільний кодекси України не регулюють діяльність дочірніх товариств взагалі. З другого боку, вказані вище законодавчо-правові акти пред'являють ряд суттєвих вимог до господарської діяльності акціонерних товариств, зокрема щодо їх чистих активів і розміру статутного капіталу, порядку його збільшення чи зменшення. По-друге, якщо учасники (члени, акціонери) фондової біржі, створеної у вигляді акціонерного товариства, можуть відповідно до законодавства безпосередньо впливати на її діяльність, то цієї можливості фактично позбавлені учасники фондової біржі, створеної у вигляді дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами [6, 19].

Підсумовуючи вищесказане, доходимо до таких висновків:

- по-перше, у 1991 році з'явилась об'єктивна необхідність прийняття Закону України "Про цінні папери та фондову біржу". Саме цей нормативно-правовий акт став відправною точкою у становленні і формуванні фондового ринку України. Адже він сприяв появі на ринку основних видів фінансових інструментів і інституційних учасників ринку цінних паперів;
- по-друге, створення ДКЦПФР та прийняття Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів" стало наступним етапом у розвитку фондового ринку. З'явилися нові правила і методи державного регулювання, що привело діяльність учасників ринку цінних паперів та обіг фінансових інструментів у нормоване законодавче русло;
- по-третє, існуючі недоліки і непорозуміння у функціонуванні ринку цінних паперів призвели до появи нової редакції Закону України "Про цінні папери та фондовий ринок". Завдяки цьому законодавчому акту було приведено у відповідність нормативно-правову базу, зокрема положення Господарського і Цивільного законодавства. Крім того, поява нових видів цінних паперів, на нашу думку, повинна дати поштовх щодо подальшого, більш активного розвитку фондового ринку;
- по-четверте, дослідження законодавства показало, що все ж таки правове регулювання потребує змін і удосконалення, враховуючи, що даний Закон обмежує обіг певних видів цінних паперів (насамперед, інструментів грошового ринку), та певних учасників фондового ринку (мова йде про ТІС, оскільки в даному нормативно-правовому акті йдеться лише про надання права діяльності фондовим біржам). Адже виконання принципу розвитку фондового ринку, а саме, рівного права доступу всіх його учасників, повинен бути забезпечений, на нашу думку, саме цим Законом.

У кінцевому підсумку варто зауважити, що Закон України "Про цінні папери і

фондовий ринок" регулює відносини, що виникають під час розміщення, обігу цінних паперів і провадження професійної діяльності на фондовому ринку, з метою забезпечення відкритості та ефективності функціонування фондового ринку [8, 5]. Однак, вважаємо, що головним завданням цього Закону має бути забезпечення фінансової безпеки держави, попередження можливих кризових явищ, створення умов для сталого і ефективного розвитку фондового ринку, зокрема, і економіки країни загалом.

Література

1. Мозговий О., Лук'яненко Д. Ринок цінних паперів: регуляторна структуризація в умовах глобалізації // Ринок цінних паперів України. – 2005. – № 9–10. – С. 3–11.
2. Новошинська Л., Стасюк Ф. Антологія українського ринку цінних паперів // Ринок цінних паперів України. – 2004. – № 5–6. – С. 3–16.
3. Кондрашихін А. Б. Фінансові аспекти відносин учасників ринку цінних паперів // Фінанси України. – 2003. – № 12. – С. 113–117.
4. На фондовому ринку... // Економіст. – 2005. – № 11. – С. 22–23.
5. Шелудько В. М. Фінансовий ринок: Навч. посібник. – К.: Знання-Прес, 2002. – 535 с. (Вища освіта XXI ст.).
6. Назарчук М. О некоторых недостатках нового Закона Украины "Про цінні папери та фондовий ринок" // Цінні папери України. – 2006. – № 37(429). – 21 вересня. – С. 19.
7. Сохацька О. М. Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти. Монографія. – Тернопіль: Карт-Бланш, 2002. – 454 с.
8. Закон України "Про цінні папери та фондовий ринок" від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Податки та бухгалтерський облік. – 2006. – № 35–36 (906–907). – С. 5–27.
9. Закон України "Про цінні папери і фондову біржу" від 18 червня 1991 р. № 1201-XII (відмінений в зв'язку з прийняттям нового закону).
10. www.ufln.com.ua