



CASE Україна

# Міжнародна експертна група



Україна

CASE Україна,  
вул. Старокиївська, 10, оф. 15  
Тел.: +380 (44) 483-2614,  
+380 (44) 483-2468  
<http://www.case-ukraine.kiev.ua/>

Аналітично-дорадчий центр  
Блакитної Стрічки,  
UNDP Україна, Кловський спуск, 1  
Тел.: + 380 (44) 279-2995,  
+380 (44) 253-9363  
<http://www.un.org.ua/brc>

## Розвиток ринку фінансових послуг в Україні: сучасний стан, проблеми та перспективи

**Інна Голоднюк  
Павел Данейко  
Марек Домбровські  
Микита Михайличенко**

- Автори висловлюють щире подяку пп. Анатолію Головко, Ірині Зарі, Михайлові Ройку, Ann Wallace за обговорення з нами основних напрямків, викладених у цій статті. Ми вдячні учасникам круглого столу "Стійкий розвиток ринків капіталу: пріоритетні кроки та можливості їх запровадження" за коментарі, зауваження та пропозиції. Всі помилки та упущення залишаються на відповідальності авторів
- Висновки і пропозиції, висловлені в роботі, є виключно позицією авторів і не обов'язково співпадають з позиціями Спеціальної робочої групи з економічних реформ аналітично-дорадчого центру Блакитної стрічки ПРООН, Проекту Розвитку ООН, чи CASE Україна

## I. Вступ

Протягом останніх декількох років фінансовий ринок України динамічно розвивається. Сукупні активи фінансових посередників збільшилися за останні 5 років у 5 разів приблизно до 50% від ВВП, а обсяги торгів на організованому фондовому ринку – більше ніж вдвічі і складають 4.2% від ВВП.

Проте, загальний рівень розвитку фінансового ринку залишається досить низьким. Найрозвинутішою складовою ринку залишаються комерційні банки при тому, що інші інститути та ринки дуже сильно відстають у своєму розвитку. Така ситуація типова для країн із перехідною економікою і є результатом незавершеності законодавчого регулювання діяльності фінансових інститутів та ринків, а також непродуманості економічної політики, щодо приватизації, валютного регулювання, підтримання низької інфляції тощо.

Як наслідок, невеликий та фрагментований фінансовий ринок не виконує притаманних йому функцій, зокрема мобілізації капіталу для розвитку реального сектору, ефективного розподілу ресурсів, диверсифікації інвестиційного портфелю, хеджування ризиків та ін.. Саме через виконання цих функцій фінансовий ринок сприяє реальному зростанню економіки в країнах з розвинутою економікою..

Дотепер фінансовий ринок відігравав мізерну роль у реальному зростанні вітчизняної економіки. Проте, із подальшою лібералізацією економічної політики та глибшою світовою інтеграцією потреба у розвинутому фінансовому ринку ставатиме все більш відчутною. За таких умов низький рівень фінансового сектору може стати на заваді довгостроковому економічному зростанню.

Очевидно, що майбутній розвиток фінансового сектору України фактично неможливий без реформування більшості складових ринку. Це мають бути суттєві кроки, спрямовані на розвиток інституційної структури ринку, збільшення його прозорості та впровадження ефективної та відкритої регуляторної політики та нагляду.

Відповідно, основними ініціативами влади щодо забезпечення розвитку ринку фінансових послуг в Україні є такі. Було підписано Указ Президента України від 24 листопада 2005 року №1648/2005, яким визначено „План заходів щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні” та „Основні напрями розвитку фондового ринку України на 2005-2010 роки.”

Крім того, самі учасники ринку пропонують можливі стратегії та основні напрямки подальшого розвитку фінансового ринку в Україні. Так, фінансова компанія „Автоальянс” розмістила на своєму Інтернет-сайті „Пропозиції щодо покращення функціонування фондового ринку України”. Українська асоціація інвестиційного бізнесу за підсумками роботи конференції „Управління активами: стратегії та ризики” затвердила рішення, в якому наводяться основні завдання щодо вдосконалення функціонування ринку фінансових послуг в Україні. Проект Розвитку ООН в рамках Комісії „Блакитної стрічки – Україна” також визначає основні завдання щодо розвитку фінансових ринків в Україні.

Всі ці документи та дослідницькі роботи визначають основні напрямки розвитку та пріоритетні завдання щодо реформування ринку фінансових послуг в Україні.

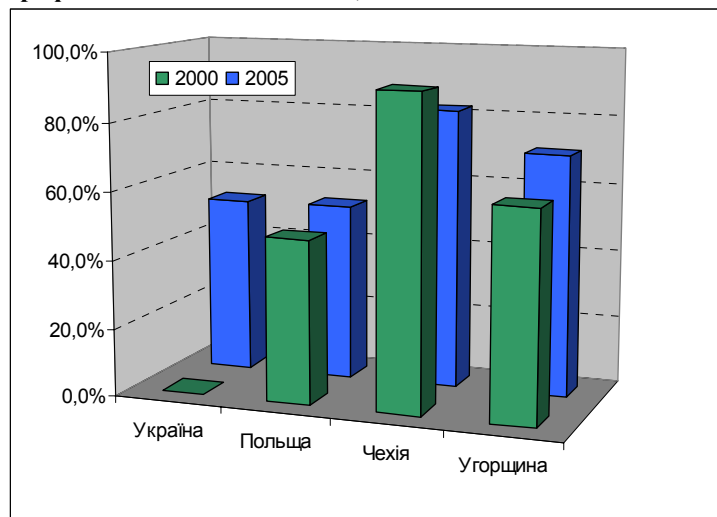
В рамках цієї роботи ми аналізуємо поточну ситуації на фінансовому ринку України, що склалася на кінець 2005 року (розділ II) та основних факторів, що перешкоджають подальшому розвитку фінансового ринку. Виходячи з аналізу та досвіду країн центральної та східної Європи, де фінансовий і фондовий ринок успішно розвиваються (розділ III), представлено власне бачення авторів на проблему реформування ринку фінансових послуг України (розділ IV) та обговорення пріоритетних кроків що уже в найближчі рік-два можуть дати поштовх до швидкого зростання ринку.

## II. Аналіз сучасного стану фінансового ринку України

### 1. Банківський сектор

Банківський сектор є найбільшою складовою фінансового ринку України з активами, що складають майже 90% активів усіх фінансових посередників. Протягом останніх п'яти років загальні банківський сектор збільшилися в п'ять разів<sup>1</sup> і став співрозмірними з банківськими секторами більш успішних перехідних економік.

Графік 1. Банківські активи, % ВВП



Джерело: веб-сторінки центральних банків

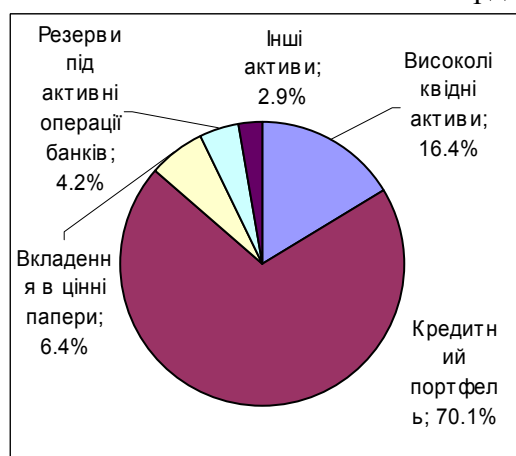
Основною зміною в структурі активів банківської системи за останні п'ять років стало збільшення долі кредитів в економіку в основному за рахунок звуження високоліквідних активів. При цьому обсяги наданих в економіку кредитів збільшилися за п'ять років в 6.2 рази і сягнули 145.7 млрд. грн. (36.8% від ВВП).

Вкладення банків в цінні папери протягом 2001-2005 рр. зростали співрозмірно до росту активів, а основні цінні папери в портфелях банків - ОВДП

Графік 2. Структура активів банківської системи на 01.01.2001 та 01.01.2006 відповідно

01.01.2001: Загальні активи: 39.9 млрд. грн.

01.01.2006: Загальні активи: 223.0 млрд. грн.



Джерело: НБУ

<sup>1</sup> За розмірами активів

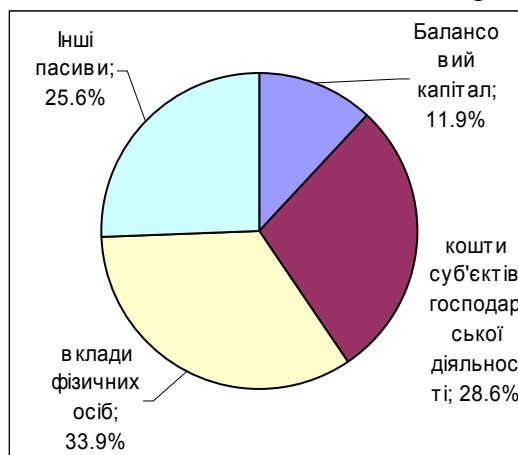
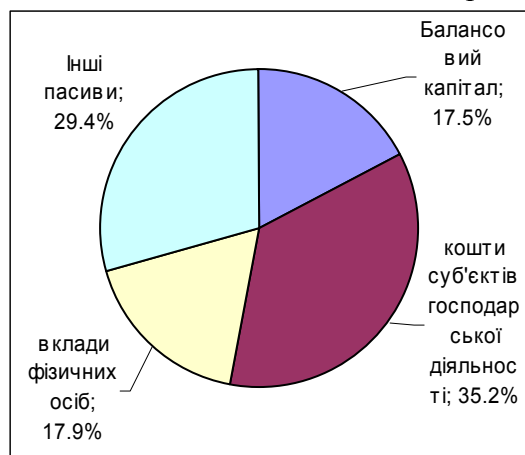
За останні п'ять років зросла також і доля депозитів у зобов'язаннях банків, при цьому суттєво зросла доля вкладів фізичних осіб. Це є позитивним моментом, оскільки більшість депозитів фізичних осіб є строковими (до 77%<sup>2</sup>), на відміну від депозитів юридичних осіб (47% є строковими).

Іншою досить помітною тенденцією є зменшення капіталізації системи. Доля балансового капіталу у пасивах зменшилася із 17.5% до 11.9% (відношення регуляторного капіталу до активів зважених на ризик зменшилося із 20.7% на початок 2002 року до 15.0% на початок 2006 року). Хоча таке співвідношення капітал/активи і відповідає міжнародним стандартам<sup>3</sup> зменшення капіталізації є суттєвим обмеженням на розширення кредитування банками і може стати фактором, що перешкоджатиме пониженню відсоткових ставок.

**Графік 3. Структура пасивів банківської системи на 01.01.2001 та 01.01.2006 відповідно**

01.01.2001: Загальні пасиви: 37.1 млрд. грн.

01.01.2006: Загальні пасиви: 213.9 млрд. грн.



Джерело: НБУ

Попри стрімке зростання банківського сектору, залишаються ряд проблеми. Так, тільки 14% всіх кредитів спрямовуються на інвестиційну діяльність. Хоча ця доля продовжує зростати (із 5.6% на кінець 2002 року), вона поки залишається на дуже низькому рівні. Це свідчить, що банки поки що не мають технологій кредитування інвестицій та інновацій.

Окрім згаданого вище ризику зменшення капіталізації, факторами ризику є високий рівень доларизації банківської системи. При відсутності на ринку дієвих інструментів для хеджування валютних ризиків доля доларових депозитів складає 34.3%, а кредитів – 43.3% від їх загальної кількості (кінець 2005 року). Суттєвим виглядає і кредитний ризик-за даними МВФ доля суб-стандартних кредитів (nonperforming loans) на середину 2005 року становила 23%<sup>4</sup> загального кредитного портфелю.

Серед інших особливостей вітчизняної банківської системи можна відмітити її значну фрагментацію: із 185 банків на найбільші 10 припадає 53.8% всіх активів (на 01.10.2005). Тобто, на ринку присутня велика кількість малих банків, що збільшує загальну чутливість системи до зовнішніх шоків.

Особливістю ж останніх років розвитку банківської системи стало суттєве залучення іноземного капіталу, що пов'язано із нестачею внутрішніх ресурсів та нерозвиненістю українського фондового ринку. Процес залучення відбувається як шляхом запозичень (через

<sup>2</sup> За даними АУБ

<sup>3</sup> Відповідно до принципів Базель 1 значення цього показника для великих банків розвинутих країн має бути не меншим 8%. Проте варто зазначити, що прийнята в Україні методологія класифікації банківських активів за їх ризикованістю лише частково відповідає базельським принципам

<sup>4</sup> До визначення „сумнівний” МВФ включає субстандартні, сумнівні та прострочені кредити за класифікацією НБУ

субординовані кредити та випуски єврооблігацій) так і через прямі інвестиції. Протягом 2005 – початку 2006 років три із шести найбільших банків України і два середні банки були викуплені іноземними інвесторами.

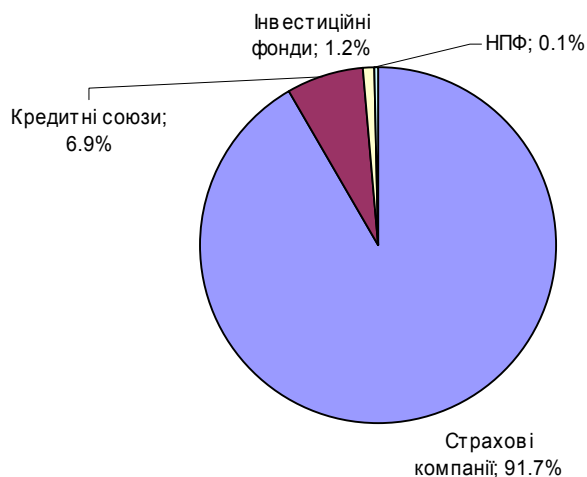
В цілому, банківський сектор України розвивається співрозмірно до банківських секторів країн центральної і східної Європи. Більшість проблем, що обговорювалися вище, пов'язані скоріше з невизначеністю економічного середовища та нерозвиненістю фондового ринку. Два найголовніші наслідки малого фондового ринку для банківської системи – обмежені можливості для залучення капіталу та дефіцит інструментів для хеджування ризиків.

Набагато більше структурних і інституційних проблем існує в діяльності небанківських фінансових посередників і в функціонуванні фондового ринку.

## 2. Небанківські фінансові посередники

Небанківські фінансові посередники займають значно меншу частину ринку. Найбільш розвинуті - **страхові компанії**, займають 7% від всього ринку фінансових послуг та 89% від небанківського ринку фінансових посередників.

Графік 4. Структура активів небанківських фінансових посередників України на 01.07.2005



Джерело: ДКРРФПУ, ДКЦПФР

Протягом останніх кілька років страхові компанії розвиваються стрімкими темпами (Таблиця 1), проте про якість цього розвитку важко робити висновки, бо значна частина страхових угод укладаються підприємствами для уникнення оподаткування прибутку. Свідченням цього може бути, наприклад, дуже низьке співвідношення страхових виплат до зібраних страхових премій, що зараз складає близько 20,75% (14,08% - I кв.2003). Окрім того поширеними були і схеми виведення коштів за кордон через операції перестраховування. Після введення вимог до компанії-перестраховувальника практикування таких схем зменшилося, хоча таке рішення не є вирішувальним фундаментальних проблем, що породжують стимули використовувати страхові компанії для транзакцій, що по суті не є страховими.

Такими проблемами є:

- Обтяжливість норм і високі ставки податку на прибуток підприємств, що створюють стимули укладати псевдо-страхові угоди з афілійованими страховими компаніями і зменшувати податкові зобов'язання
- Проблеми в оподаткуванні самих страхових компаній – ефективна ставка оподаткування є низькою, порівнюючи, наприклад з оподаткуванням прибутку підприємства. Знову ж таки, стимул для угод з псевдо-страхування

- Низькі стандарти розкриття інформації страховими компаніями, нерозвиненість системи пруденційного нагляду за страховими компаніями

Тенденції останнього року - скорочення активів страхових компаній може бути наслідком більш суворих вимог до страхових компаній. Скорочення активів відбулося за рахунок зменшення отриманих страхових премій: обсяг отриманих страхових премій скоротився майже на третину порівняно з попереднім роком. Це відбулося, в основному, за рахунок суттєвого скорочення страхування фінансових ризиків (більше, ніж вдвічі) та відповідальності (більше, ніж втричі).

**Кредитні союзи** є наступними за розмірами небанківськими посередникам, проте їх загальні активи є досить малими - 0.3% від ВВП

**Недержавні пенсійні фонди**, хоча і представлені на ринку, проте також є дуже малими із загальною кількістю учасників близько 69 тисяч - 0.3% працездатного населення України. Недержавні пенсійні фонди, схоже, протягом найближчого часу будуть розвиватися повільно через відсутність послідовної пенсійної реформи та низьку довіру населення до системи пенсійного накопичення в цілому

Скромні розміри страхового ринку і рудиментарність пенсійних фондів є суттєвою перешкодою для розвитку фондового ринку – у всіх країнах з розвинутою економікою попит з боку інституційних інвесторів є основним джерелом попиту на фондових ринках.

**Таблиця 5. Активи фінансових посередників**

	01.01.2003		01.01.2004		01.01.2005		01.01.2006	
	Млрд. грн.	% від ВВП	Млрд. грн.	% від ВВП	Млрд. грн.	% від ВВП	Млрд. грн.	% від ВВП
<b>Комерційні банки</b>								
Загальні активи	67.7	30%	105.5	40%	141.5	41%	223.0	54%*
Темпи зростання	+33%		+56%		+34%			
<b>Страхові компанії</b>							<b>01.10.2005</b>	
Загальні активи	5.3	2.4%	10.5	4.0%	20.0	5.8%	20.2	5.1%
Темпи зростання	+77%		+98%		+90%		+1%	
<b>Кредитні союзи</b>							<b>01.07.2005</b>	
Загальні активи			0.75	0.3%	0.87	0.3%	1.39	0.4%
Темпи зростання					+16%		+60%	

\* Попередні оцінки CASE Україна

Джерело: НБУ, ДКРРФПУ, розрахунки CASE Україна

### **3. Фондовий ринок**

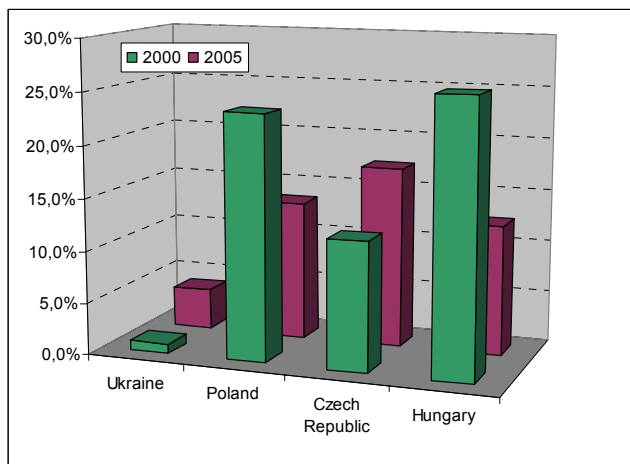
Протягом останніх декількох років фондовий ринок України постійно зростає, проте все ще залишається невеликим за своїми розмірами та неефективним з точки зору виконання притаманних йому функцій (детальніше див. Розділ V).

На кінець 2005 року в Україні функціонує 8 бірж та 2 ТІС. Основна торгівля сконцентрована на Першій Фондовій Торговельній Системі (ПФТС) – близько 90% всіх торгів на організованому ринку.

Найбільше на ПФТС торгуються корпоративні облигації (45% від загального обсягу торгів у 2005 році), ОВДП (27%) та акції (23%). Значно меншу долю у торгах займають муніципальні облигації та інвестиційні сертифікати.

Проте, переважна більшість угод з купівлі/продажу цінних паперів укладається на неорганізованому ринку - за даними ДКЦПФР лише 4% (на кінець 2004 року).

Графік 6. Обсяги торгів (% of GDP)



Джерело: ПФТС, веб-сторінки бірж

акцій.

Також зростання капіталізації не супроводжується відповідним нарощенням обсягів торгівлі на ринку: обсяги торгів на ПФТС за останні 4 роки збільшилися у 2.4 рази. В результаті, відношення торгового обороту системи до капіталізації зараз складає приблизно 10%, що є дуже низьким значенням порівняно із фондовими ринками країн центральної і східної Європи, для яких відповідний показник знаходиться в межах від 50% (Чехія) до вище 100% (Угорщина).

Найбільшими системними вадами для розвитку фондового ринку ми вважаємо **відсутність закону про акціонерні товариства та значні обмеження на рух капіталу.**

Відсутність закону про акціонерні товариства паралізує попит на цінні папери через неврегульованість прав акціонерів та корпоративного управління. При відсутності ще і жорстких вимог до розкриття інформації емітентами, ризикованість та потенційну доходність акцій оцінити майже неможливо, придбання акцій є досить ризикованою інвестицією або здійснюється, виходячи з інсайдерської інформації. Для прикладу, корпоративні облигації, де проблема розкриття інформації більш-менш вирішена є більш привабливим інструментом і торгівля корпоративними облигаціями дає найбільший оборот торгівлі на організованому ринку.

Значна частина платоспроможного попиту на цінні папери не задовольняється через значні обмеження на вільний рух капіталу, встановлені законодавством про валютне регулювання. Перелік обмежень включає повний список зовнішньоекономічних операцій фінансового ринку, в тому числі купівлю-продаж цінних паперів (акцій облигацій, інструментів інвестиційних фондів), операції на валютному ринку, прямі іноземні інвестиції, розміщення активів інвестиційних фондів на зовнішніх ринках тощо. Більшість обмежень базується на адміністративних заборонах і їх можна обходити, використовуючи легальні шляхи, тобто присутність цих обмежень значно збільшує транзакційні витрати українських фінансових

посередників, робить внутрішній ринок неконкурентоздатним і відсікає значну частину іноземного попиту на українські цінні папери.

Окрім врегулювання діяльності акціонерних товариств та зняття обмежень на рух капіталу, необхідні регулювання і цілеспрямована державна політика для розвитку інституційних інвесторів та розвитку інфраструктури ринку.

Питання розвитку інфраструктури фондового ринку, зокрема депозитарної системи, останні кілька років стало предметом гострої дискусії і суперечок між учасниками ринку і державою. Враховуючи гостроту і політичну суперечливість питання, нижче ми наводимо хронологію основних подій навколо депозитарної системи.

### **Національна депозитарна система: хронологія розвитку**

Активний розвиток депозитарної системи України розпочався в кінці 1997 року з прийняттям Закону №710/97-ВР „Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів України”. Відповідно до цього закону Національна депозитарна система складається із двох рівнів: верхній рівень, що складається із Національного депозитарію України та інших депозитаріїв; нижній рівень – зберігачі та реєстратори.

Зараз в Україні функціонує два депозитарії: Національний депозитарій України (НДУ) та Міжрегіональний фондовий союз (МФС). НДУ було створено відповідно до Закону, а його державна реєстрація відбулася 1999 року. Основний акціонер НДУ – держава, що володіє 86% акцій. МФС було створено у червні 1996 року, а дозвіл на проведення депозитарної діяльності отримано у листопаді 1997 (основні акціонери: комерційні банки (51%), торговці цінними паперами (26%), ПФТС (11%)).

Наступною важливою подією щодо розвитку верхнього рівня депозитарної системи стало підписання Указу Президента „Про загальні засади функціонування НДУ” від 22 червня 1999 року №703/99 та „Меморандуму про взаєморозуміння між Урядом України, Міжнародним банком реконструкції та розвитку та Урядом США стосовно створення клірингового депозитарію, що належить галузі цінних паперів” від 25 січня 1999 року. Відповідно до цих документів функціональні можливості НДУ обмежуються операціями по стандартизації депозитарного обліку та документообігу та встановленням відносин із депозитаріями інших країн.

Проте, протягом всього періоду із 1999 року відбувалися спроби розширити повноваження НДУ, основним акціонером якого є держава:

- Постановою Кабінету Міністрів України від 21 грудня 2004 року №1707 було затверджено „Державну програму розвитку Національної депозитарної системи України”, яка передбачає перетворення НДУ в центральний депозитарій.
- Було підписано Указ Президента від 24 листопада 2005 року №1648/2005 „Основні напрями розвитку фондового ринку України на 2005-2010 роки”, відповідно до якого планується створення на основі НДУ центрального депозитарію, контрольованого державою.
- 23 грудня 2005 року на загальних зборах акціонерів НДУ було вирішено збільшити його статутний фонд із 5 до 30 млн. грн. (при цьому в бюджеті на 2006 рік не передбачено коштів на придбання акцій цієї додаткової емісії, що може привести до зменшення долі держави до 25%).
- 18 січня 2006 року Кабінет Міністрів України прийняв Постанову №31 „Про припинення дії меморандуму ...”, а вже 2 лютого учасники ринку оприлюднили відкритий лист, в якому висловили протест проти цього рішення

Зараз питання про подальший розвиток депозитарної системи України активно обговорюється усіма сторонами. Потенційне розв'язання проблеми, на нашу думку, повинно виходити, насамперед, з інтересів учасників ринку та гарантувати стабільний розвиток та функціонування депозитарної системи.



### **III. Досвід реформування фінансових ринків в інших перехідних економіках**

Ми проаналізували досвід країн центральної та східної Європи щодо різних аспектів розвитку та реформування ринків капіталу. Країни з перехідною економікою, де фондовий ринок швидко зростає, є відносно ліквідним і інформаційно прозорим мають ряд спільних рис, що стосуються організації ринку та економічної політики. Такими вважають Польщу, Словенію, Угорщину, Хорватію, країни Балтії<sup>5</sup>. Такими рисами є наявність регульованого ринку, що зосереджений навколо певної торгової площадки; висока концентрація обсягів торгівлі; активна участь держави, як учасника ринку, і як регулятора, спрямована на підвищення ліквідності ринку, зростання пропозиції цінних паперів, свідомо підтримка попиту на ресурси фондового ринку через врегулювання діяльності інституційних інвесторів і створення умов для участі домогосподарств на ринку.

#### ***Висока концентрація організованого ринку***

У більшості країн східної та центральної Європи функціонує фондовий ринок, серцем якого є єдина торгова площадка (напр., Варшавська фондова біржа, Празька фондова біржа), на яких укладається переважна більшість угод із цінними паперами. При цьому, обсяги торгів на організованому ринку є значно більшими, ніж неорганізованому. Варто відмітити, що держава відіграла важливу роль у становленні такої моделі ринку. Зокрема, це відбувалося за рахунок приватизації саме через ці фондові майданчики, участі держави у розробленні їх структури та правил функціонування, ефективного регулювання, що забезпечувало прозорість та надійність роботи бірж та посилювало ліквідність ринку.

Слід зазначити, що висока концентрація торгів на певному торговому майданчику властива, як для вищезгаданих країн з успішними фондовими ринками, так і для решти, де ще залишаються фундаментальні перешкоди для його розвитку. Очевидно, інформаційна перевага і ліквідність концентрованого ринку є суттєвим фактором у перехідних економіках, яким притаманні загальна низька інформаційна прозорість та високі транзакційні ризики

Окремо можна виділити досвід Росії, розвиток фондового ринку якої розпочинався із американської моделі, що передбачала функціонування багатьох бірж та конкуренцію між ними. Проте, вже вкінці 1990-х років розпочався процес консолідації організаторів торгівлі, який суттєво пришвидшився після кризи 1998 року. Основними біржами стали Російська торгова система (РТС), біржа „Санкт-Петербург” та фондовий відділ ММВБ.

Відзначимо дві характерні особливості розвитку російського фондового ринку. По-перше, власники крупних пакетів акцій найбільших компаній не бажають допускати великі пакети акцій до вільної торгівлі (ця ж особливість притаманна зараз і українському ринку). По-друге, суттєва частина акцій російських емітентів торгуються на західних біржах, на українському ринку подібні тенденції тільки починаються. Це дозволяє емітентам дешевше залучати кошти та мінімізувати ризики, пов'язані із недосконалою структурою внутрішнього фондового ринку. Таким чином, можна спрогнозувати, що у випадку збереження слабкої функціональної структури внутрішнього фондового ринку України та одночасному посиленні підприємств реального та іншого секторів можна очікувати залучення коштів українських емітентів через західні фондові майданчики в обхід вітчизняного.

#### ***Розвинена депозитарна система та інші елементи ринкової інфраструктури***

Разом із централізацією фондового ринку спостерігається централізація депозитарної та клірингових систем. Так, у Польщі та країнах Прибалтики функціонують централізовані депозитарії, які відповідають за депозитарні та розрахунково-клірингові операції для всіх цінних паперів, включаючи казначейські. Відмітимо, що такі центральні депозитарії функціонують у формі акціонерних товариств, і держава має право бути одним із акціонерів.

---

<sup>5</sup> Див., наприклад, Claessens S. et al, Stock Markets in Transition Economies, Financial Sector Discussion Paper no. 5, the World Bank, September 2000.

Відмітимо, що відсутність централізованої депозитарної системи, насамперед уніфікованих правил обліку цінних паперів створюють суттєві проблеми для російського фондового ринку та збільшують ризики для його учасників.

### *Держава, як учасник організованого ринку*

Для групи країн із розвиненими фондовими ринками на початкових етапах становлення організованого ринку домінувало два типи цінних паперів: державні облігації та акції компаній, що приватизувалися (яскравими прикладами є ринки Польщі та Прибалтійських країн). Таким чином, поряд із розвитком інфраструктури ринку та забезпечення його надійності та прозорості, держава сприяла розвитку організованого ринку шляхом активної політики управління внутрішнім боргом. Відповідно, на ринку з'явилися високоліквідні, надійні інструменти – казначейські облігації. Іншим аспектом стало проведення приватизації через первинне розміщення частини акцій (ІРО) підприємств, що продавались, на організованому фондовому ринку. Така поведінка держави, як учасника фондового ринку, була суттєвим фактором появи пропозиції на привабливих інструментів на ринку та зростання його ліквідності ринку.

В Україні держава, як учасник організованого ринку, досі не проводила цілеспрямованої і зрозумілої політики в жодному із цих двох напрямків. Внутрішній ринок ОВДП є недостатньо ліквідним, оскільки не створено ефективного механізму первинної та вторинної торгівлі цих облігацій. Відсутня також визначеність щодо політики управління внутрішнім боргом - на ринку досі відсутні довгострокові ОВДП, наприклад, держава розміщує свої боргові папери через європейські фондові ринки.

З іншої сторони тільки у 2005 році в указі Президента з'явилася ініціатива щодо продажу частини акцій підприємств, що приватизуються, на організованому фондовому ринку. Однак, по-перше, значна частина підприємств вже приватизована, тобто це втрачені можливості щодо стимулювання розвитку фондового ринку в минулому. А, по-друге, остання ініціатива теж містить суттєві недоліки, які можуть привести до того, що акції підприємств, що будуть приватизовані найближчим часом, будуть також втрачені для ринку (детальніше див. розділ 5).

### *Держава, як регулятор ринку*

У економіках, де фондовий ринок є успішним, існує послідовне і жорстке регулювання, а регулюючі органи мають суттєві повноваження і ресурси. Загальна модель регулювання є спільною для більшості країн: відсутній єдиний регулятор консолідованого нагляду за ринком фінансових послуг. Натомість, як правило, всі повноваження щодо регулювання та нагляду за фондовим ринком сконцентровані в комісіях по цінним паперам та фондовому ринку або їх аналогах. При цьому, в різних країнах ці повноваження можуть бути дещо різними.

Для прикладу, в Польщі окрім стандартних функцій регулювання фондового ринку, суттєва увага регулятора приділяється нагляду за національними інститутами спільного інвестування, що є одною із найважливіших груп інвесторів. У Чехії до функцій комісії по цінних паперах належить в тому числі і нагляд за недержавними пенсійними фондами, платіжними системами, обігом акцій, що пройшли лістинг та ін. Нагляд за банками-учасниками фондового ринку здійснюється, як правило, спільно комісіями із цінних паперів та центральними банками.

Такі відмінності у розподілі повноважень між регуляторами виглядають менш важливим фактором розвитку ринків капіталу, ніж принципи та підходи самого регулювання. Найчастіше цитують<sup>6</sup>, знову ж таки, два полярні підходи, що були обрані Польщею та

---

<sup>6</sup> Наприклад, Glaeser, E., Johnson S., and Shleifer A., 2001, Coase versus the Coasians, Quarterly Journal of Economics, 853-899

Чехією. На етапі становлення капіталізація (по відношенню до ВВП) чеського фондового ринку у п'ять разів перевищувала капіталізацію польського<sup>7</sup>, а кількість компаній у лістингу – майже у два рази. Проте Польща почала проводити послідовну політику захисту прав акціонерів, жорстких вимог розкриття інформації емітентами і учасниками ринку, встановила строгі стандарти лістингу. Чехія, на противагу, дотримувалась принципу мінімального втручання держави в торгівлю цінними паперами. Окрім того, створена у Польщі Комісія з цінних паперів отримала значні повноваження, і могла, наприклад, відкликати в порушників ліцензії на операції з цінними паперами без судового розгляду. У Чехії такий нагляд було делеговано невеликому підрозділу у Міністерстві фінансів, що не одержав адекватних повноважень і ресурсів. В результаті, польська Комісія з цінних паперів проводила досить ретельний нагляд і корпоративних скандалів у Польщі було небагато. Чеська політика невтручання у поєднанні з низькою якістю судової системи призвели до розкрадання корпоративних ресурсів, дискримінації міноритарних акціонерів та втрати довіри до фондового ринку.

До кінця 90-х торги акціями на Празькій фондовій біржі майже припинилися, а більшість компаній анулювали свою реєстрацію. Протягом 1994-98 капіталізація польського ринку виросла у вісім разів, а чеського – у два рази.

Очевидним є висновок, що держава, як регулятор, має забезпечувати інформаційну прозорість та додержання регулятивних вимог учасниками ринку, зокрема, вимагати від емітентів та інших учасників ринку дотримуватись суворих стандартів обліку і звітності, вчасно і повно розкривати інформацію про компанію і результати діяльності, захищати права акціонерів.

### ***Правові основи захисту прав інвесторів***

В перехідних економіках, де фондовий ринок успішно розвивається законодавче закріплення та гарантування прав інвесторів відбулося при самому зародженні фондового ринку (наприклад, в Польщі та Прибалтійських країнах). Серед іншого, визначено права акціонерів, що володіють різними за величиною пакетами акцій, в т.ч. міноритарних акціонерів. Детальне визначення останнього робилося з метою стимулювання інвестицій домогосподарств у фондовий ринок. Також забезпечувалися права іноземних інвесторів, обумовлювалися правила та порядок розкриття інформації емітентами цінних паперів та ін.. Пізніше на законодавчому рівні врегульовувалися питання функціонування окремих учасників ринку (таких як інституційні інвестори) та його структури (включаючи регулювання обігу різних видів цінних паперів).

Відмітимо, що досвід Росії є дещо іншим. Так, враховуючи специфіку російського ринку (значні за абсолютними значеннями обсяги фінансових активів), основна увага приділялася захисту прав саме великих інвесторів і в першу чергу нерезидентів. Одночасно, система гарантування прав міноритарних інвесторів є слабо розвиненою. Проте, останнім часом ситуація почала змінюватися. Зокрема, було затверджено російський кодекс корпоративного управління, який, серед іншого, встановлює стандарти розкриття інформації, управління акціонерним товариством, врегулювання конфліктів та ін. Важливо згадати, що в Україні ситуація із захистом прав інвесторів є подібною.

Таким чином, успішні фондові ринки країн ЦСЄ функціонують на основі консолідованої системи біржової торгівлі із основною біржею, на якій укладається переважна більшість угод із цінними паперами. Також функціонує централізована депозитарна система із центральним депозитарно-кліринговим центром. Важливо, що суттєву роль у становленні ліквідного фондового ринку відіграла держава. Найважливішими, на нашу думку, кроками були:

---

<sup>7</sup> Частково це було результатом застосування ваучерної схеми як основного методу приватизації в Чехії. На справді ж, реальні обсяги торгівлі були нижчими, оскільки акціями багатьох компаній не торгували взагалі або торгували в обмежених обсягах. Натомість, у Польщі та Угорщині основними компаніями на біржових майданчиках були або компанії, приватизовані шляхом IPO, або наново створені приватні компанії.

- 1) розроблення правил торгівлі на біржах, їх функціонування, забезпечення їх надійності та прозорості;
- 2) активна політика управління внутрішнім боргом, що обумовлювало наявність на внутрішньому організованому ринку надійних, високоліквідних ЦП – казначейських облігацій;
- 3) продаж частини акцій підприємств, що приватизуються, на організованому фондовому ринку;
- 4) забезпечення відповідної законодавчої бази функціонування ринку, що гарантувала захист прав акціонерів

#### **IV. Основні напрямки реформування ринку фінансових послуг в Україні**

Метою реформування ринків капіталу має бути створення ліквідного та конкурентноздатного ринку, що виконуватиме економічні функції, притаманні фінансовим посередникам країн з розвинутою економікою, а саме

1. Мобілізація капіталу інвесторів
2. Диверсифікація капіталу та забезпечення інструментів для ефективного управління ризиками
3. Надання учасникам ринку інформації про ціни фінансових інструментів, що сприятиме більш ефективному розподілу ресурсів
4. Сприяння кращому корпоративному управлінню
5. Забезпечення ефективної системи розрахунків та клірингу
6. Зменшення проблеми несиметричності інформації між учасниками ринку

Як вже зазначалося вище, зараз фінансовий ринок України (включаючи фондовий ринок) не виконує більшість із цих функцій. Окрім цього нерозвиненість українського фондового ринку створює ряд перешкод для проведення економічної політики і є фактором стримування подальшого економічного розвитку. Через практичну відсутність високоліквідних інструментів з низькими ризиками, суттєво обмежені наявні інструменти монетарної політики. Центральний банк здебільшого покладається на використання резервних вимог, що не є гнучким і ефективним інструментом. Проблема ще більше загостриться на початку переходу до таргетування інфляції. Середньо- і довгострокова бюджетна політика також сильно залежить від розвитку фондового ринку – пенсійна реформа неможлива без розвинених пенсійних фондів, як приватних, так і державних. Уже зараз нестача надійних інструментів на внутрішньому фондовому ринку є серйозним стримуючим фактором для розвитку пенсійних фондів (а недорозвиненість пенсійних фондів і інших інституційних учасників гальмує розвиток фондового ринку через недостатність попиту). Рудиментарність фондового ринку стримує можливості інвестиційної і інноваційної діяльності в Україні – при тому, що спостерігається ріст у промисловості, виникає попит на фінансування інвестицій та інновацій. Банкіський сектор, навіть у високорозвинених фінансових системах має обмежені можливості кредитувати великі та/ або довготермінові капіталовкладення. Тому, попри успішну динаміку у банківському секторі, значна потреба у довготермінових інвестиціях залишатиметься нереалізованою, якщо інституційні вади і перешкоди для розвитку фондового ринку триватимуть. Наведені вище системні наслідки нерозвиненого фондового ринку є серйозними аргументами на користь того, що активна політика розвитку ринків капіталу має бути пріоритетом на найближчі кілька років і на середньострокову перспективу.

Виходячи з досвіду країн, де фондовий ринок успішно розвивається, уже в короткотерміновому періоді (1-2 роки) можна здійснити ряд заходів, що можуть дати поштовх до швидкого зростання фондового ринку. Такими є заходи, що спрямовані на підвищення ліквідності ринку і зростання пропозиції і попиту на ринку. Зокрема, проведення точкової приватизації через первинне розміщення великих пакетів акцій на організованому ринку, спрямування іпотечних сертифікатів на організований ринок, початок лібералізації руху капіталу.

Однак, згадані кроки, навіть даючи певний позитивний імпульс в короткостроковій перспективі, не здатні забезпечити ефективний фінансовий ринок та його стабільний розвиток у середньо- та довгостроковій перспективі. Одночасно потрібно готувати рішення для прийняття у середньостроковій перспективі, що зменшать більш системні перешкоди і забезпечать захист прав акціонерів, принципи і стандарти розкриття інформації,

реформування регулювання і нагляду за учасниками ринку, розвиток інфраструктури ринку (Етап 2).

## **Послідовність реформування ринку фінансових послуг України**

### ***Етап 1***

#### **Поштовх до швидкого розвитку (1-2 роки)**

1. Сприяння ліквідності організованого ринку
2. Запровадження жорсткіших норм проходження лістингу на біржах та ТІС у термінах розкриття інформації
3. Проведення приватизації через первинне розміщення великих пакетів акцій на організованому ринку
4. Початок лібералізації капітального рахунку

### ***Етап 2***

#### **Приведення нормативної бази та регулювання ринку фінансових послуг у відповідність до світових стандартів (2-5 років)**

1. Прийняття Закону „Про акціонерні товариства”
2. Врегулювання на законодавчому рівні випуску та обігу різних видів фінансових інструментів, зокрема похідних цінних паперів
3. Створення централізованої депозитарної системи з уніфікованими правилами обліку, зберігання і клірингу
4. Забезпечення на законодавчому рівні жорстких стандартів розкриття інформації емітентами, фінансовими посередниками та регуляторами
5. Скоординованість дій регуляторів, їх незалежність, адекватність ресурсів
6. Подальші заходи, пов'язані з лібералізацією капітального рахунку

### ***Етап 3***

#### **Досягнення стратегічних цілей (10-15 років)**

1. Створення системи регулювання і нагляду, що відповідає Базельським принципам
2. Інтеграція внутрішнього фондового ринку до європейського ринку
4. Запровадження повно функціонуючої реформованої пенсійної системи

За такої схеми встановлення стратегічних цілей реформ є ключовим моментом і має стати певним орієнтиром для учасників ринку. Одночасно, досягнення таких цілей є середньо- та довгостроковою перспективою. По-перше, реалізація певних заходів за даних зовнішніх (по відношенню до фінансового сектору) умов не може бути здійснена миттєво. З одної сторони це просто неможливо через відсутність відповідних для цього умов (наприклад, це стосується інтеграції до міжнародних фінансових структур чи повномасштабної пенсійної реформи). З іншої ж сторони, форсування деяких кроків (наприклад, повної лібералізація

капітального рахунку, перехід до регулювання за функціональною ознакою, та ін.) може мати більше негативних аніж позитивних наслідків. Розглянемо детальніше наведені кроки.

## ***Етап 1. Поштовх до швидкого розвитку фінансового ринку***

### ***Сприяння ліквідності організованого ринку***

В цілому, консолідація біржової торгівлі є загальносвітовою тенденцією. Для України сприяння ліквідності і консолідації торгівлі організованого ринку має особливе значення з огляду на перехідний характер економіки країни та відповідну недосконалість законодавства та інституційної складової.

По-перше, за відсутності ефективного законодавства щодо корпоративного управління публічна торгівля цінними паперами та проходження процедури лістингу на організованому ринку може сприяти покращенню управління, захисту прав інвесторів, більшій прозорості емітента<sup>8</sup>. По-друге, саме за рахунок консолідації і зростання частки організованого ринку може бути досягнута краща ліквідність і інформаційна прозорість всього фінансового ринку. По-третє, ліквідний організований ринок сприяє розвитку інституційних інвесторів через кращу якість сформованих ними портфелів.

Для збільшення ліквідності ринку держава, щонайменше, не повинна робити кроків, які ліквідність ринку підривають. Прикладами останніх таких ініціатив є рішення продажу 5-10 відсотків належних державі акцій підприємств на фондових біржах. Або ж вимога обов'язкового лістингу на фондовій біржі акціонерних товариств з часткою державної власності вище 60% відсотків<sup>9</sup>. При тому, що ПФТС за українським законодавством не є фондовою біржею, фондові біржі разом взяті складають 10% від організованого ринку (за обсягами торгівлі). У поєднанні з поширенням практики розміщення пакетів акцій на кількох фондових біржах, такі кроки дуже погано впливають на ліквідність ринку. При такому механізмі розміщення неможливим є і визначення ринкової ціни. На нашу думку, найдоцільнішим з точки зору сприяння ліквідності було б використання вже наявних „потужностей”, тобто найбільш ліквідного існуючого майданчика – ПФТС, або ж створення рівних правил гри для всіх організаторів торгівлі з можливістю емітента самостійно вибирати торговий майданчик. У випадку угод логічно користуватись тими ж підходами, що і при інших великих державних закупівлях, а саме проведення конкурсу на визначення вповноваженого організатора для первинного розміщення акцій (див нижче)

Другою складовою розвитку організованого ринку має бути перешкоджання створенню невеликих за розмірами бірж, реєстраторів та ін. з метою задоволення тимчасових корпоративних інтересів. Це може бути досягнуто шляхом запровадження більш жорстких норм щодо уставного фонду бірж, торговців цінними паперами, реєстраторів, зберігачів, депозитаріїв, організаторів торгівлі інститутів спільного інвестування, управляючих активами. Також доцільно обмежити долю участі одних учасників в уставному капіталі інших (зادля уникнення створення „кишенькових” компаній). Позитивним кроком у цьому напрямі є прийняття Закону України „Про цінні папери і фондовий ринок”, що передбачає збільшення мінімального статутного фонду для професійних учасників фондового ринку.

### ***Приватизація через первинне публічне розміщення акцій на організованому ринку.***

<sup>8</sup> Звичайно, це тільки часткове вирішення проблеми, оскільки залишатиметься невирішеним питання щодо захисту прав інвесторів компаній, акції яких не пройшли лістинг і не котуються на біржі

<sup>9</sup> Указ Президента України «Про рішення Ради національної безпеки і оборони України від 29 червня 2005 року «Про заходи щодо поліпшення інвестиційного клімату в Україні» »

Проведення точкової приватизації через первинне публічне розміщення акцій на організованому ринку є цілком можливим, як з точки зору політичної ситуації, так і з точки зору спроможності уряду її реалізувати. Такий механізм, хоч і є новим для України і технічно більш складним, ніж прямий продаж, добре зарекомендував себе у Польщі, Угорщині, балтійських країнах. Окрім інших переваг, дає можливість залучити кошти населення до приватизації та переваги ринкового механізму визначення ціни на об'єкт, що приватизується. Варто згадати, що визначена на фондовому ринку ціна на 1.74% пакета акцій Криворіжсталі дуже точно співпала з ціною, визначеною на приватизаційному аукціоні.

При цьому знову ж виникає питання визначити торговий майданчик для розміщення акцій. Для вибору відповідного фондового майданчику має бути проведено відкритий та прозорий конкурс, який би враховував основні вимоги до організатора торгів - технічні можливості системи, можливість проведення прозорих та ефективних торгів, можливість системи забезпечити обіг акцій на вторинному ринку, залучення значної кількості інвесторів.

При цьому, на таких торгах мають продаватися достатньо великі пакети і вони мають розміщуватися невеликими лотами. По-перше, продаж через фондовий ринок суттєвої частки акцій має привернути більший попит зі сторони інвесторів через кращі перспективи щодо участі в управлінні компанією. По-друге, продаж акцій декількома невеликим лотами може суттєво збільшити ліквідність ринку. По-третє, використання попереднього продажу акцій через організований фондовий ринок перед аукціоном із продажу основного пакету дозволить більш точно визначити справедливую ціну об'єкта, що приватизується<sup>10</sup>.

### ***Початок лібералізації капітального рахунку***

Ситуація в Україні визріла для прийняття уже найближчим часом стратегічного рішення про лібералізацію руху капіталу. Це рішення вимагає, перш за все, прийняття нового закону про валютне регулювання, що візьме за основу принцип вільного руху капіталу і, як кінцеву модель, відсутність будь-яких валютних обмежень. Термін повної реалізації такої моделі – близько трьох років. Приблизно стільки часу потрібно для створення умов для вільного руху капіталу в області вдосконалення банківського і фінансового нагляду і зміни монетарного режиму. Оскільки кроки з лібералізації мають бути поступовими і скоординованими зі змінами в монетарному режимі, перехідні норми могли б передбачати здійснення валютного контролю за певним чітко визначеним переліком короткотермінових операцій, на період не більше трьох років. Операції фондового ринку, прямі іноземні інвестиції, купівля нерухомості під інвестиції, довготермінові кредити і т.п. потрібно звільнити від контролю раніше, оптимально – з дати набуття чинності новим законом.

Поряд з валютним законодавством необхідно переглянути інші нормативні акти з точки зору обмежень на зовнішньоекономічні операції і дискримінації нерезидентів. Це стосується, наприклад, банківського, страхового, земельного законодавства, законодавства про інвестиційні і пенсійні фонди, тощо. Такий підхід наблизить Україну до стандартів вільного руху капіталу в Євросоюзі.

Для успішності лібералізації, необхідно здійснити також і ряд супутніх заходів, перш за все:

- Вдосконалення банківського і фінансового нагляду для моніторингу міжнародних транзакцій і використання складних фінансових інструментів, як наприклад, деривативи

---

<sup>10</sup> Запропонована в Указі Президента від 24.11.2005 №1648/2005 схема щодо продажу лише 5-10%, очевидно, не дозволить досягнути зазначених цілей



- Повне застосування міжнародних стандартів обліку в фінансовому и корпоративному секторі
- Вдосконалення статистики платіжного балансу і системи відслідковування зовнішньоекономічних фінансових потоків. Мова іде про моніторинг макроекономічних агрегатів, а не індивідуальних транзакцій, як у випадку банківського і фінансового нагляду
- Повне використання стандартів інформаційної прозорості урядом і НБУ
- Вихід із «гібридного» режиму грошової політики в сторону або інфляційного таргетування, або постійно фіксованого обмінного курсу за відсутності внутрішньої грошової політики. Другий режим можливо запровадити достатньо швидко і він не буде суттєво відрізнятися за своєю інструментальною логікою від того проміжного режиму, який працював в Україні протягом останніх 6 років. У свою чергу, введення режиму інфляційного таргетування потребуватиме більш революційних змін щодо інструментів грошової політики, принципів роботи валютного та грошового ринків, внутрішньої організації самого НБУ, розвитку її статистичної, аналітичної та прогностичної бази, зміни інформаційних стандартів і т.д. Для цього необхідно як мінімум 2-3 роки.
- Проведення відповідальної грошової та фіскальної політики, що орієнтуються на досягнення бюджетної збалансованості, обмеження відносних обсягів державного боргу та зниження інфляції

## ***Етап 2. Структурні зміни та зміни нормативної бази***

### ***Прийняття закону „Про акціонерні товариства”***

Очевидно, що найбільшою проблемою щодо прозорості функціонування емітентів та ефективності корпоративного управління є відсутність **закону „Про акціонерні товариства”**. Основними компонентами діяльності, що вимагають врегулювання є:

1. Чітке визначення процедури скликання та проведення загальних зборів акціонерів
2. Забезпечення рівних прав існуючих акціонерів при проведенні додаткової емісії
3. Рівний доступ всіх акціонерів до інформації щодо діяльності акціонерного товариства

Історія проходження законопроекту в Верховній Раді України<sup>11</sup> вказує на існування сильних бізнес-інтересів, що перешкоджають прийняттю закону, через що незрозумілими є перспективи прийняття закону парламентом нового скликання. В короткотерміновій перспективі, як уже згадувалося, строгі стандарти лістингу можуть у певних частинах компенсувати відсутність закону. Проте вади корпоративного управління і захисту прав акціонерів залишаються найголовнішою фундаментальною перешкодою до розвитку ринку і інституційних альтернатив врегулюванню вищезгаданих компонентів немає. Можливо, варто обговорювати правові форми такого врегулювання у випадку неприйняття закону в найближчі рік-два, що виходить за рамки нашого аналізу.

### ***Розширення наявних фінансових інструментів***

Загальною метою має бути прийняття єдиного закону, що регулює випуск та обіг всіх видів цінних паперів та питання професійної діяльності на ринку фінансових інструментів, депозитарного обслуговування, регулювання ринку фінансових інструментів.

<sup>11</sup> Законопроект зареєстрований напочатку 2003 році, відхилений у першому читанні, підтримали 7 депутатів

Серед специфічних першочергових цілей можна виділити дві. По-перше, в Україні має бути врегульовано **випуск та обіг похідних цінних паперів**. Поняття „похідні цінні папери” зараз визначено у Законі „Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”. Одночасно, у цьому законі не врегульовано ані випуск, ані обіг деривативів. Крім цього, у Законі України „Про цінні папери і фондову біржу”, у список цінних паперів, що можуть випускатися не входять деривативи.

Розвиток ринку похідних цінних паперів є критичним для ефективного управління ризиками. Необхідність в удосконаленні цього інструментарію буде відчуватися все більше із подальшим розвитком ринкових відносин та більшою відкритістю економікою. Наприклад, перехід НБУ до політики інфляційного таргетування і плаваючого валютного курсу, має викликати більшу волатильність обмінного курсу. Зростуть валютні ризики, а з ними – потреба в інструментах, які б такі ризики дозволяли зменшувати. Тому питання випуску та обігу похідних цінних паперів треба врегулювати заздалегідь до потенційних змін монетарного курсу.

По-друге, потрібно забезпечити більш активний **розвиток ринку державних та муніципальних цінних паперів**, що розширить можливості інвесторів для диверсифікації портфелів. Крім того, державні цінні папери є традиційно найбільш надійним видом цінних паперів, оскільки гарантуються державою. Цей фактор є особливо важливим для розвитку приватних пенсійних фондів, які зараз найбільше відчувають дефіцит можливостей для довготермінових інвестицій з низькими ризиками.

#### ***розвиток депозитарної та клірингової системи***

Світова практика показує, що інтереси учасників ринку найкраще враховуються, коли депозитарна система належить учасникам ринку. Ми вважаємо, що створення депозитарію із значною часткою держави не відповідає інтересам ринку та суперечить світовому досвіду. По-перше, це не вирішує проблеми врахування прав власності -- як і у випадку, коли депозитарій перебуває у власності ринку, неможливо гарантувати незалежність державного депозитарію від впливу великих бізнес-груп. По-друге, створення депозитарію із значною часткою державою порушуватиме міжнародні зобов'язання, зокрема, Меморандум, підписаний урядами США, України та Світовим Банком. Порушення умов Меморандуму може ще більше підірвати довіру інвесторів до України та створити імідж ненадійного партнера.

На наш погляд, за теперішніх умов оптимальною є стратегія розвитку депозитарної системи у два етапи:

- 1) створення централізованої депозитарної системи учасниками ринку із обмеженою участю держави та врахуванням принципів функціонування депозитарних систем в ЄС. Складовою цього етапу є удосконалення всієї дворівневої депозитарної системи, тобто укрупнення та інтеграція зберігачів та реєстраторів. Такий підхід відповідає світовим стандартам і міжнародним зобов'язанням України, зокрема такий сценарій не порушує Меморандуму, підписаного між Урядом України, Міжнародним банком реконструкції та розвитку та Урядом США;

- 2) інтеграція національної депозитарної системи до європейської структури. Як альтернатива, обговорювалося створення спільного депозитарію із Росією. Проте, враховуючи стратегічну мету інтеграції в Європейські структури, а також розміри та ліквідність європейських ринків логічною є інтеграція саме до європейських депозитарних структур.

## ***Забезпечення прозорості діяльності та стандартів корпоративного управління фінансових посередників та інших професійних учасників ринку фінансових послуг***

Прозорість емітентів та інших учасників ринку, своєчасне та належне розкриття інформації є однією із базових умов зменшення несиметричної інформації, що притаманна усім фінансовим ринкам. Така інформація має стосуватися діяльності основних учасників ринку, а саме – емітентів, фінансових посередників та професійних учасників ринку, регуляторів.

Розкриття інформації є також і важливим аспектом забезпечення захисту прав інвесторів та кредиторів.

Проте, у фінансових посередників, як і у корпорацій реального сектору, можуть бути стимули приховувати інформацію про свою діяльність. При цьому, професійні учасники фінансового сектору можуть бути навіть більше чутливі до різноманітних ризиків через різну частоту та інші характеристики активів та пасивів, а також через їх різні часові горизонти (часто активи розміщуються на більш тривалій термін, ніж залучаються пасиви). Таким чином, ці інститути можуть не бажати вчасно та в повному обсязі розкривати інформацію, необхідну для оцінки їх дійсного фінансового стану. Наприклад, менеджмент може розкривати необхідну інформацію із запізненням в надії, що до часу її оприлюднення показники покращаться. Така ситуація може привести до того, що в умовах неповної інформації, споживачі можуть приймати неефективні рішення щодо вкладання своїх коштів. Це, у свою чергу, може зменшити ефективність функціонування всієї системи та збільшення її чутливості до ризиків.

Тому, фінансові посередники, як і емітенти, мають розкривати відповідну інформацію про свою діяльність як регулюючим органам, так і потенційним інвесторам/ вкладникам та громадськості. Відповідно до принципів, сформульованих Базельським комітетом, регулярно має оприлюднюватися інформація про фінансову устанovu та про результати діяльності за певний період.

Інформація про фінансову устанovu повинна розкривати структуру власності, інформацію про менеджмент, афілійовані компанії. Результати діяльності за певний період, крім фінансової звітності, мають містити інформацію про основні ризики та управління ними та інформацію про значні події і транзакції. Регулюючий орган має розробити єдину детальну структуру та формат інформації, що підлягає обов'язковому розкриттю, та спосіб її опублікування. Інформацію про структуру власності, афілійовані компанії, менеджмент видається логічним оприлюднювати раз на рік, оскільки ці дані не зазнають частоті зміни. Фінансову звітність, інформацію про ризики та суттєві транзакції потрібно оприлюднювати частіше (щоквартально чи частіше). Регулюючий орган повинен визначити дату опублікування інформації (наприклад, річного звіту – не пізніше першого лютого наступного року), ця дата має бути єдиною для усіх компаній даного сегменту ринку. Регулюючий орган має відстежувати своєчасність опублікування інформації і накладати штраф чи інше стягнення за несвоєчасно подану інформацію.

Додатково, при переході до нагляду, оснований на управлінні ризиками (risk-based supervision), регуляторам має розкриватися методи оцінки та управління ризиками, які використовуються фінансовими посередниками при прийнятті рішень.

Розкриття інформації про діяльність регуляторів фінансових ринків також є одним із вирішальних факторів ефективного функціонування ринку. Несвоєчасність та відсутність інформації створює додатковий фактор невизначеності для ринку та негативно впливає на прийняття рішень. На сьогодні формат, структура і графік оприлюднення інформації, що подається обома регуляторами, повинні бути переглянуті.

Насамперед, потрібно регулярно, своєчасно і детально публікувати інформацію щодо

- стан ринку та його учасників, аналіз на ринку тенденцій, статистичні дані
- діяльність окремих секторів ринку фінансових послуг та учасників ринку
- щодо стратегічних напрямків політики для формування очікувань учасників ринку
- щодо кроків, спрямованих на забезпечення стабільного функціонування фінансового ринку

Окрім формування очікувань ринку, висока якість статистики по окремих ринках та секторах фінансових послуг вкрай необхідна самим регуляторам - для аналізу ситуації, розуміння прогресу в виконанні певних рішень, прийнятті рішень щодо конкретних реформ. Тобто якість виконання прямих функцій регулятора напряму залежить і залежатиме від якості статистики і інформації, що готується регуляторами.

### ***Розвиток інституційних інвесторів***

Традиційно, такі організації як недержавні пенсійні фонди, інвестиційні фонди, страхові компанії є найактивнішими учасниками фондових ринків розвинутих країн. В Україні ці інститути поки перебувають на початковому етапі свого розвитку і не мають значних ресурсів для інвестування в цінні папери. Проте, подальший розвиток ринку буде залежати від величини наявного попиту – ефективності і розміру інституційних інвесторів.

Одним із найбільш нагальних завдань щодо розвитку інституційних інвесторів на ринку України є зменшення стимулів їх **участі у тіньових схемах та переслідування незаконних транзакцій** по відмиванню коштів. Участь у тіньових схемах означає

- Приділення менше уваги і менш якісне виконання основних функцій фінансового посередника, що може призвести до збільшення ризикованості як окремих інститутів, так і фінансового ринку в цілому.
- Підрив довіри до фінансового сектору, що обмежує доступ фінансових інститутів до ресурсів населення та може мати негативні наслідки для стабільності як фінансового сектору, так і економіки в цілому.
- Зменшення довіри до України зі сторони іноземних інвесторів.

Для усунення таких недоліків функціонування фінансового сектору, перш за все, необхідно усунути стимули для використання окремих видів фінансових інститутів для таких цілей. Насамперед, необхідно впорядкувати оподаткування прибутку підприємств (лібералізація дозволених витрат, наближення податкового і бухгалтерського обліку) та привести оподаткування страхових компаній у відповідність до практик країн ОЕСР.

Окремим компонентом розвитку інституційних інвесторів є **активізації дій щодо впровадження пенсійної реформи**. Це дозволить більш швидко розвиватися недержавним пенсійним фондам, які можуть стати активними учасниками фінансового ринку України. Проте, необхідно враховувати декілька факторів. По-перше, ефективний розвиток НПФ неможливо досягнути без розвинутих інших складових фінансового сектору, в т.ч. організованого фондового ринку, розширення набору доступних фінансових інструментів та ін. По-друге, не можна очікувати, що НПФ стануть суттєвими гравцями на фондовому ринку за короткий проміжок часу. Це пояснюється тим, що сам по собі процес створення НПФ та процес залучення клієнтів є досить тривалим. Ситуація при цьому ускладнюється можливими труднощами при залученні клієнтів через недовіру населення та його необізнаність із фінансовим сектором.

В цілому, розвиток інституційних інвесторів може мати позитивний вплив на економіку України через сприяння ефективнішому перерозподілу капіталу та розширення пропозиції інвестиційних ресурсів. Також це має розширити можливості економічних агентів щодо

залучення додаткових коштів для розвитку з однієї сторони, та посилити стимули для їх ефективного використання з іншої.

### ***Подальші заходи, пов'язані з лібералізацією капітального рахунку***

Для успішності лібералізації, необхідно здійснити також і ряд супутніх заходів, реалізація яких займе, скоріше за все, близько трьох років. Такими є

- Вдосконалення банківського і фінансового нагляду для моніторингу міжнародних транзакцій і використання складних фінансових інструментів, як наприклад, деривативи
- Повне застосування міжнародних стандартів обліку в фінансовому и корпоративному секторі
- Вдосконалення статистики платіжного балансу і системи відслідковування зовнішньоекономічних фінансових потоків. Мова іде про моніторинг макроекономічних агрегатів, а не індивідуальних транзакцій, як у випадку банківського і фінансового нагляду
- Повне використання стандартів інформаційної прозорості урядом і НБУ
- Перехід до нового монетарного режиму – таргетування інфляції при плаваючому валютному курсу або фіксованого курсу при відсутності внутрішньої монетарної політики.
- Ведення відповідальної монетарної і фіскальної політики для досягнення збалансованості бюджету, зменшення державного боргу і зменшення інфляції

### ***Етап 3. Досягнення стратегічних цілей розвитку ринку фінансових послуг України***

Кроки, перелічені в третьому етапі, потрібно сприймати радше як довгострокові орієнтири на перспективу 10-15 років. Зокрема, такими ми бачимо створення системи регулювання і нагляду, що відповідає Базельським принципам, інтеграція внутрішнього фондового ринку до європейського ринку, наявність повно функціонуючої реформованої пенсійної системи.

Система регулювання і нагляду має повністю бути здатна

- підтримувати стабільність ринку за рахунок впровадження ефективного нагляду за адекватністю капіталу, пруденціального нагляду та переорієнтування на нагляд на основні системи управління ризиками ризиків (risk-based supervision)
- забезпечувати захист прав інвесторів та споживачів, використовуючи розкриття інформації учасниками фінансового ринку на основі загальноприйнятих стандартів бухгалтерського обліку, та недопущення зловживань зі сторони фінансових посередників та професійних учасників ринку
- підтримувати достатній рівень конкуренції, ефективний нагляд за фінансовими холдингами та запобігати використанню фінансових установ у тіньових та незаконних схемах