

ПРОБЛЕМИ МЕГАРЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

PROBLEMS OF MEGAREGULATION OF THE FINANCIAL MARKET OF UKRAINE

У статті розглянуто питання створення державного органу, метою функціонування якого є вирішення завдань мегарегулювання фінансового ринку України. Виділено проблему зв'язків фондового ринку з банківським сектором в контексті вдосконалення інвестиційного процесу, зокрема шляхом створення умов для ефективного перерозподілу коштів (заощаджень) в економічній системі. Це питання досліджено не тільки щодо формування системи фінансового посередництва, але й в рамках проблеми підтримки фінансової та макроекономічної стабільності в країні. Акцент зроблено на доцільності доопрацювання Концепції розвитку фондового ринку на основі аналізу умов його розвитку та макроекономічних завдань, що стоять перед урядом. Запропоновано двохетапність розвитку фондового ринку, яка передбачає послідовне стимулювання боргового, а в подальшому й пайового його сегментів, що має супроводжуватись вирішенням макроекономічних проблем, пов'язаних з високим ринковим ризиком та неефективною структурою власності.

Ключові слова: мегарегулювання, фондовий ринок, банківська система, інвестиційний клімат, потік ресурсів, макроекономічна стабілізація.

В статье рассмотрен вопрос создания государственного органа, целью функционирования которого является решение заданных мегарегулирования финансового рынка Украины. Выделена проблема связей фондового рынка с банковским сектором в контексте совершенствования инвестиционного процесса, в частности путем создания условий для эффективного перераспределения денег (сбережений) в экономической системе. Этот вопрос исследован не только касательно формирования системы финансового посредничества, но и в рамках проблемы поддержки финансовой и макроэкономической стабильности в стране. Акцент сделан на целесообразности доработки Концепции развития фондового рынка на основе анализа условий его развития и макроэкономических заданий, стоящих перед правительством. Предложена двухэтапность развития фондового рынка, предусматривающая последовательное стимулирование долгового, а в дальнейшем и паевого его сегментов, что должно сопровождаться решением макроэкономических проблем, связанных с высоким рыночным риском и неэффективной структурой собственности.

Ключевые слова: мегарегулирование, фондовый рынок, банковская система, инвестиционный климат, поток ресурсов, макроэкономическая стабилизация.

УДК 336.761

Резяпов К.І.

аспірант кафедри міжнародних економічних відносин та економічної теорії
Університет імені Альфреда Нобеля

The article deals with the issue of creating a state body, the purpose of which is to solve the problems of megaregulation of the financial market of Ukraine. The problem of bond market relations with the banking sector in the context of improving the investment process, in particular, by creating conditions for efficient redistribution of funds (savings) into the economic system, is highlighted. This issue is explored not only in the field of financial intermediation, but also within the framework of the problem of maintaining financial and macroeconomic stability in the country. The emphasis is on the expediency of revision of the Stock Market Development Concept on the basis of an analysis of its conditions of development and macroeconomic challenges the government faces. It has been proposed to develop the stock market in two stages that requires successive stimulation of its debt and in prospect share segment. Against the background of many unresolved issues within the framework of the law of shareholders, underdevelopment of the institution of minority shareholders and the reluctance of large shareholders to divest property rights, in the medium-term, more extensive and targeted measures by the Cabinet should touch on the bond segment as an alternative that complements the banking system of the segment of the financial market of Ukraine. It is emphasized on the urgency of protecting the investment flow formed by saving from speculative use which leads to inflation of working capital of commodity producers. The two-stage process of the stock market development should be accompanied by the solution of macroeconomic problems associated with high market risk, which are conditioned by the speculative and oligopolistic nature of the Ukrainian stock market, and the ineffective ownership structure that impedes the creation of mass and liquid stock market. Creation of a financial market megaregulator will allow the state to carry out the most effective policy based on the interaction of the stock market and the banking sector in the direction of solving the tasks of stabilizing macroeconomic processes.

Key words: megaregulation, stock market, banking system, investment climate, flow of resources, macroeconomic stabilization.

Постановка проблеми. Функціонування фондового ринку як необхідного елементу економічної системи в рамках питань забезпечення макроекономічної та фінансової стабільності економіки, його розвиток, темпи економічного зростання є умовами виконання завдань державного регулювання економіки. Розглянувши основні положення програм заходів розвитку економіки уряду й Національного банку України, які стосуються перспектив розвитку національного фондового ринку, зупинимось на наступному аспекті, який розташований на перетині цих програм. Йдеться про взаємодію та багатограний зв'язок двох взаємодоповнюючих у процесі перерозподілу фінансових ресурсів елементів фінансового ринку, а саме фондового ринку та банківської системи.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Вивченню проблем становлення й розвитку фондового ринку України, його інвестиційної привабливості та механізмів державного регулювання приділено увагу в працях вітчизняних науковців, таких як О. Барановський, І. Бланк, М. Денисенко, А. Калина, В. Корнеєв, М. Крупка, І. Лютий, О. Мендрул, О. Мозговий, М. Назарчук, В. Опарін, В. Оскольський, І. Павленко, Р. Рак, Г. Терещенко, Н. Ткаченко, В. Шелудько. Незважаючи на досить високий рівень розроблення, означена проблематика потребує подальших поглиблених, багатоаспектних та більш деталізованих наукових досліджень.

Постановка завдання. Нині в економіці України відбувається більш швидке накопичення коштів порівняно з їх розміщенням. Зростання вкладів населення внаслідок зниження привабли-

вості вкладень в готівкову валюту значно підвищило забезпеченість банків «довгими» грошима.

Однак в документах Міністерства економічного розвитку і торгівлі (МЕРіТ) відзначено, що на тлі зростання ресурсної бази в економіці залишається значним незатребуваний інвестиційний потенціал, який характеризується розривом між заощадженнями та інвестиціями. Згідно з даними міністерства цей розрив становить близько 10% ВВП [7, с. 8]. Отже, в умовах наявності значного обсягу вільних коштів підприємства, як і раніше, не мають повноцінної можливості залучення капіталу на внутрішньому ринку (про що, зокрема, свідчить зростання запозичень за межами України). Таким чином, вказана проблема вимагає більш детального дослідження.

Виклад основного матеріалу дослідження.

Згідно з урядовими програмами зараз акцент робиться на розвитку механізму інвестування акумульованих коштів банками безпосередньо за допомогою кредитування підприємств. Зменшення рівня ставок за державними цінними паперами нижче ціни залучення банками коштів на ринку депозитів стимулює банки до кредитування підприємств. Пріоритети КМУ в цій галузі виглядають таким чином: розвиток фінансових ринків має здійснюватися через призму вдосконалення інвестиційного процесу, перш за все в розрізі створення умов для формування перерозподільного процесу. Основний акцент робиться на створенні умов для кредитування підприємств банківською системою, а надалі – розвитку механізму залучення коштів приватних інвесторів за допомогою фондового ринку [5, с. 18].

Виходячи з цього, фахівці з фондового ринку піднімають низку питань щодо необхідності розвитку взаємних зв'язків цих економічних інститутів. Зокрема, В. Компанієць вказує на зв'язок фондового ринку з банківською системою: «слабкість банківської системи обумовлює і слабкість фондового ринку. І якщо там неможливо вигідно і надійно розмістити гроші, то від цього страждає і фондовий ринок як наступна фаза розвитку фінансової сфери» [3, с. 7]. На думку В. Оскольського, тільки за наявності навіть не дуже сильного, але здорового банківського сектору України можна здійснити економічне зростання через розвиток фондового ринку та відновлення доступу українських компаній на міжнародні ринки капіталу й запозичення [3, с. 10].

Питання зв'язків фондового ринку з банківським сектором перебувають не тільки в площині формування системи фінансового посередництва, але й в рамках проблеми підтримки фінансової та макроекономічної стабільності в країні. Як зазначалось раніше, всі сегменти фінансового ринку повинні бути збалансовані. При цьому державі відводиться основна роль в управлінні процесом

підтримки стабільності та збалансованості фінансових потоків.

Нині багато фахівців фінансового ринку висловлюються на підтримку проведення узгодженої політики на фінансовому ринку. Так, А. Охріменко мотивує її необхідність уроками «кризи довіри» в банківській сфері: багато банків, які інвестували на початку 2017 року у зростаючі українські акції, відчували влітку проблеми з ліквідністю через зниження фондового ринку [6]. Керівник департаменту фінансової політики Міністерства фінансів О. Щербакова вказує на те, що ще недавно фондовий ринок та економіка країни не залежали один від одного. Однак, згідно з її спостереженнями, ситуація змінилась. В українські папери вкладаються накопичення Пенсійного фонду, в якому будуть розміщуватись кошти утвореної в наступному році системи іпотечного кредитування військовослужбовців. Можливо, як зазначає вона, на ринок вийдуть гроші з резервного фонду. Таким чином, на її думку, підвищується значимість фондового ринку для економіки, що вимагає його комплексного регулювання з боку держави в рамках єдиної фінансової політики.

Однак нині функції та можливості створеного мегарегулятора неповні. Фактично поки що сфера його впливу поширюється тільки на весь фондовий ринок, а процес створення комплексного регулювання фінансового ринку загалом може бути досить тривалим. Інший основний сегмент фінансового ринку, а саме банківська система, досить ефективно регулюється НБУ, швидше за все, найближчим часом він збереже свої функції. З огляду на це в середньостроковій перспективі НБУ буде проводити узгоджену політику для того, щоби сформувати передумови для появи справді «реального» мегарегулятора.

Однак якщо для банківської системи вже існує концепція її розвитку, то для фондового сегменту фінансового ринку доцільно на основі аналізу умов його розвитку та макроекономічних завдань, що стоять перед урядом, доопрацювати Концепцію розвитку фондового ринку.

Виходячи зі специфіки розвитку ринкових відносин на українському фондовому ринку, вважаємо можливим розгляд в рамках Концепції варіанта розвитку щодо двохетапного формування системи фондових цінностей.

Регулювання розвитку фондового ринку на першому етапі як наслідок основних завдань у сфері фінансування економічного зростання має проходити з позиції врахування його боргового характеру розвитку, щоби цільовим чином стимулювати формування боргового сегменту ринку.

Слід зауважити, що поточний процес перетворення фондового ринку України є багатоплановим. З одного боку, завданням держави є створення сприятливого інвестиційного клімату, отже,

формування дієвого механізму припливу інвестицій в економіку. Акції, обтяжені вантажем проблем перерозподілу власності, для цього не підходять. Саме тому акцент на першому етапі розвитку необхідно зробити на ринку корпоративних облігацій. З іншого боку, держава повинна звернути особливу увагу на формування та підвищення ефективності заходів, вжиття яких спрямоване на підтримку стабільності фінансової системи та виключення диспропорцій фінансових потоків, що приводять до утворення трансформаційних перекосів в економіці країни [4, с. 12].

Перешкодою розвитку ринку корпоративних облігацій є складні правові процедури, з якими пов'язана емісія облігацій. Правила реєстрації ускладнюють емісію цінних паперів та підвищують пов'язані з нею витрати. Це перешкоджає здійсненню прямих інвестицій не тільки в невеликі приватні акціонерні товариства, але й у публічні акціонерні товариства.

На тлі інтересу, що проявляється до корпоративних облігацій з боку не тільки великих, але й середніх компаній, необхідно спростити процедуру випуску цього виду паперів.

Стимулювання розвитку сегменту корпоративних облігацій здатне не тільки вирішити проблему залучення довгострокових інвестиційних ресурсів, але й сформувати дієвий механізм перерозподілу доходів в економіці, що дасть змогу уникнути ситуації макроекономічної нестабільності, в базисі якої лежать диспропорції в потоках фінансових ресурсів [1].

Як впливає із соціологічних опитувань, приблизно 3% українського населення вже сьогодні готові купувати цінні папери. У зв'язку з тим, що вони є найбільш заможною частиною населення, обсяг додаткових коштів, який потенційно може бути спрямований на фондовий ринок, оцінюється експертами в 10% від сумарних ресурсів, що становить не менше 25 млрд. грн., і це не межа. В середньому в країнах з розвинутою ринковою економікою близько чверті дорослого населення є акціонерами, до 95% вільних грошових коштів населення зберігається у формі вкладів та цінних паперів.

Аналіз показує, що шляхом створення в Україні умов, сприятливих для індивідуальних інвестицій в рамках ринку корпоративних облігацій, можна отримати обсяг ресурсів, достатній для задоволення потреби економіки в інвестиціях мінімум на 5 років.

Дрібні інвестори повинні отримати вільний доступ до ринку, який гарантує можливість в будь-який момент безперешкодно купити або продати свої цінні папери за твердими цінами. Організація процесу залучення коштів населення вимагає створення фактично нового сектору інфраструктури ринку, орієнтованого на населення. Одним з

можливих способів цього напряму розвитку інфраструктури ринку є створення системи фондових центрів. Такі центри повинні бути системою організації ринку, за якої у громадян з'являється можливість цивілізованої участі в його діяльності за мінімальних організаційно-технологічних ризиків. Центри можуть виступати в ролі брокерів у всіх наявних сегментах фондового ринку та на всіх визначених торгових майданчиках.

Умови стабільності економіки вимагають, щоби в потік платіжних грошей надходила тільки та частина сукупного доходу, яка відповідає вимогам поточного товарного балансу. Надлишкову частину та більшу частину заощаджень необхідно спрямувати в інвестиційний потік. В майбутньому це дасть змогу досягти товарного балансу на більш високому рівні, що фактично означає зростання багатства нації та життєвого рівня населення. Однак це станеться лише за умови, що держава зможе забезпечити захист інвестиційного потоку від спекулятивного використання, яке приводить до інфляції обігових коштів товаровиробників.

Як і будь-яка система забезпечення, фондовий ринок у своєму розвитку має тенденцію періодично підтверджувати відомий кібернетичний парадокс, за якого відносно автономна обслуговуюча система схильна зосереджуватись на власних інтересах, нехтуючи своїм головним призначенням. Використовуючи своє становище «генератора грошей», фондовий ринок здатний генерувати фіктивний капітал «з повітря». Звичайний обіг капіталу в економіці є так званим колесом Адама Сміта, в якому гроші послідовно проходять всі стадії кругообігу: від заробітної плати до накопичення капіталу. На саморегульованому фондовому ринку систематично виникають внутрішні, скорочені грошові обороти. Такі спекулятивні обороти відбуваються перш за все між посередниками й не досягають емітентів.

Така тенденція не є виключно українською. Ще в першій половині ХХ століття Дж.М. Кейнс говорив: «В міру того, як вдосконалюється організація ринку інвестицій, небезпека переважання спекуляції зростає. Спекулянти не приносять шкоди, якщо вони залишаються бульбашками на поверхні рівного потоку підприємництва. Проте нинішнє становище стає серйозним, коли підприємництво перетворюється в міхур у вирі спекуляції. Коли розширення виробничого капіталу в країні стає побічним продуктом діяльності грального будинку, важко очікувати хороших результатів» [2, с. 347]. Однак сучасна українська специфіка (високорозвинені фондові технології, імпортовані із Заходу, на тлі слабкорозвинутої ринкової культури та ділової етики), без сумніву, ускладнює вихід українського фондового ринку зі спекулятивного тупика.

З огляду на це перехід до другого етапу, що характеризується стимулюванням вже не тільки

розвитку боргового, але й пайового сегментів, повинен супроводжуватись вирішенням таких макроекономічних проблем галузі цінних паперів загалом:

- високий ринковий ризик, пов'язаний зі спекулятивним та олігополістичним характером українського фондового ринку;

- неефективна структура власності, яка перешкоджає створенню масового та ліквідного ринку акцій.

Для того щоби сформувані в рамках другого етапу комплексний варіант фондового ринку, який реалізує всі свої функції, необхідно вирішити такі питання:

- законодавче доопрацювання норм, які стосуються захисту прав власників цінних паперів; зміна концепції захисту прав інвесторів, використованої в українській практиці, приведення її до змісту, прийнятому в міжнародному співтоваристві;

- формування нових ринків, які б спеціально призначались для виведення якомога більшої кількості підприємств на фондовий ринок країни; зокрема, необхідний ринок для розміщення цінних паперів емітентів, що належать до середнього рівня компаній з низькими стартовими умовами залучення початкового капіталу;

- зниження надмірного регулятивного впливу в процесі випуску та державної реєстрації цінних паперів; в рамках цього питання можна запропонувати регулюючим органам зняти зайве високі, фактично заборонні бар'єри;

- зниження загального ринкового ризику щодо того, що приводить до екстремальних значень ринкового ризику (розрахунки в іноземній валюті, безперешкодний вхід-вихід спекулятивних капіталів, зниження ролі іноземних інвесторів, прагнення до послаблення впливу зовнішніх фундаментальних факторів, а саме цін на метал, ситуації на фінансових ринках в інших країнах з перехідною економікою);

- подальше формування системи нагляду за фінансовим станом учасників фондового ринку; нині в центрі уваги системи нагляду перебуває, як правило, виконання норм та правил, що регулюють діяльність фондового ринку; міжнародна практика показує, що цього недостатньо; важливим завданням є нагляд за фінансовим станом брокерсько-дилерських компаній.

Висновки з проведеного дослідження.

Таким чином, підбиваючи підсумок проведеного аналізу, відзначимо, що нині пріоритетним напрямом в галузі розвитку фондового ринку є продовження формування цивілізованого ринку в розрізі поставлених завдань стабілізації макроекономічних процесів. Водночас можна виділити пріоритети в розвитку основних його сегментів, а саме ринку акцій та ринку облігацій. На тлі безлічі неві-

рішених проблем в рамках акціонерного права, нерозвиненості інституту міноритарних акціонерів та небажання великих акціонерів дробити права власності в середньостроковій перспективі більш масштабно й цілеспрямовано заходи Кабінету Міністрів повинні торкнутись облігаційного сегменту як альтернативного, який доповнює банківську систему сегменту фінансового ринку України.

Отже, необхідно, щоби державними органами була розроблена та прийнята модель розвитку фондового ринку, що відповідає як економічним потребам, так і умовам розвитку цього інституту, що склалися. Створивши мегарегулятор фінансового ринку, держава зможе проводити найбільш ефективну політику, засновану на взаємодії цих двох сегментів в напрямі вирішення поставлених завдань стабілізації макроекономічних процесів.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Довгань А. Ефективність та конкурентність як фактор підвищення інвестиційної привабливості українського ринку корпоративних облігацій. *Інвестиції: практика та досвід*. 2009. № 17. С. 12–15.
2. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. Москва : Гелиос АРВ, 1999.
3. Фондовий ринок та інвестиційний клімат в Україні : матеріали конференції. Київ : ГО «Київський економічний науковий центр», 2016. 104 с.
4. Основні напрями єдиної державної грошово-кредитної політики на 2017 рік. Київ, 2016.
5. Основні напрями соціально-економічного розвитку України на довгострокову перспективу. Київ : МЕРіТ, 2016.
6. Охріменко О. Індикативний аналіз ринку облігацій України в контексті міжнародної інтеграції. URL: http://www.securities.org.ua/securities_journal/review.
7. Прогноз соціально-економічного розвитку України на 2017 рік та основні параметри прогнозу до 2022 року. Київ : МЕРіТ, 2016.

REFERENCES:

1. Dovhan' A. Effektivnost' y konkurentsyya yak faktor pedvyshenyu ynvestytsyonnoy pryvlekatel'nosti ukraynskoho rynku (2009) [Efficiency and competitiveness as a factor for increasing the investment attractiveness of the ukrainian corporate bond market] P. Dovhan' // Investytsiyi: praktyka i dosuh. – 2009. – № 17. – P. 12–15 (in Ukrainian).
2. Keynes Dzh.M. (1999) Obshchaya teoriya zanyatosti, protsenta i deneg [General theory of employment, interest and money]. – M. : Helios ARV (in Russian).
3. Materialy konferentsyyu "Fondovyy rynek ta investytsynnyy klimat v Ukrayini" (2016) [Materials of the conference "Stock market and investment climate in Ukraine"]. – K. : HO "Kyiviv'skyu ekonomichnyy naukovyy tsestr", 104 p. (in Ukrainian).
4. Osnovnie napryamy yedynoyi derzhavnoyi hroshovo-kredytnoyi polityky na 2017 rik (2016) [The main directions of a single state monetary policy for 2017]. – Kiev (in Ukrainian).

5. Osnovny napryamy sotsial'no-ekonomichnogo rozvytku na perspektyvu (2016) [The main directions of socio-economic development of Ukraine in the long-term perspective]. – K. : MERiT, 2016 (in Ukrainian).

6. Okhrimenko O. Inkukdatyvnyy analiz rinku obli-hatsyi Ukrayiny v umovakh mizhnarodnoyi intehratsiyi [Indicative analysis of the ukrainian bond market in the context of international integration] [Elektronnyy

resurs]. – Rezhym dostupu: http://www.securities.org.ua/securities_journal/review (in Ukrainian).

7. Prohnoz sotsial'no-ekonomichnoho rozvytku Ukrayiny na 2017 r. i osnovni parametry prohnozu do 2022 roku (2016) [Forecast of the social and economic development of Ukraine for 2017 and the main parameters of the forecast up to 2022]. – K. : MERiT (in Ukrainian).

Reziapov Kyrylo
Postgraduate Student
Alfred Nobel University

PROBLEMS OF MEGAREGULATION OF THE FINANCIAL MARKET OF UKRAINE

The purpose of the article. The article deals with the issue of creating a state body, the purpose of which is to solve the problems of megaregulation of the financial market of Ukraine. The problem of bond market relations with the banking sector in the context of improving the investment process, in particular, by creating conditions for efficient redistribution of funds (savings) into the economic system, is highlighted.

Methodology. This issue is explored not only in the field of financial intermediation, but also within the framework of the problem of maintaining financial and macroeconomic stability in the country. The emphasis is on the expediency of revision of the Stock Market Development Concept on the basis of an analysis of its conditions of development and macroeconomic challenges the government faces.

Results. Based on the assertion that all segments of the financial market need to be balanced, the state's decisive role in managing the process of maintaining stability and balance of financial flows has been emphasized. The expediency of conducting a coherent policy in the financial market by its main regulators is pointed out.

But if the concept of banking system development has already existed, then for the stock market segment of the financial market it is necessary to revise the Concept of Stock Market Development on the basis of an analysis of its conditions of development and macroeconomic problems the government faces.

Taking into consideration the specifics of market relations development in the Ukrainian stock market, it is possible to consider the variant of development from the standpoint of a two-stage formation of the system of stock values within the framework of the Concept.

It is stated that the current process of the Ukrainian stock market transformation is multifaceted. On the one hand, the state's task is to create a favorable investment climate and, in this regard, to construct an effective mechanism for inflow of investments into the economy. Against the background of many unresolved issues within the framework of the law of shareholders, underdevelopment of the institution of minority shareholders and the reluctance of large shareholders to divest property rights, in the medium-term, more extensive and targeted measures by the Cabinet should touch on the bond segment as an alternative that complements the banking system of the segment of the financial market of Ukraine. Stimulation of the corporate bonds segment development can not only solve the problem of attracting long-term investment resources, but also create an effective mechanism for redistribution of income in the economy, which will allow avoiding a situation of macroeconomic instability, in the base of which there are disproportions in the flow of financial resources.

On the other hand, the state should pay special attention to the formation and increase of the effectiveness of measures aimed at maintaining the stability of the financial system and the elimination of financial system imbalances, which lead to transformational distortions in the economy of the country.

Transition to the second stage, characterized not only by stimulation of the debt but also share sector development, should be accompanied by the solution of macroeconomic problems associated with high market risk, which are conditioned by the speculative and oligopolistic nature of the Ukrainian stock market, and the ineffective ownership structure that impedes the creation of mass and liquid stock market.

Practical implications. Creation of a financial market megaregulator will allow the state to carry out the most effective policy based on the interaction of the stock market and the banking sector in the direction of solving the tasks of stabilizing macroeconomic processes.

Value/originality. In our research we have studied the issue of a state regulatory body creation the functional aim of which is to solve the problems of the stock market and banking sector interrelation in the context of investment process improvement. Against the background of an increase in the resource base of the economy, there is still a significant unrealized investment potential, characterized by a gap between savings and investments. So, the effectiveness of these relationships remains low, which determines the prospects for further research into this problem.