



Отримано: 12 травня 2021 р.

Прорецензовано: 27 травня 2021 р.

Прийнято до друку: 31 травня 2021 р.

e-mail: lberez@ukr.net

DOI: 10.25264/2311-5149-2021-21(49)-4-9

Березовська Л. О., Кириченко А. В. Державне регулювання біржового ринку капіталу в Україні. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»: науковий журнал. Острог: Вид-во НаУОА, червень 2021. № 21(49). С. 4–9.

УДК: 351.72 : 366.76/.77 (477)

JEL-класифікація: G 18, O 16

ORCID-ідентифікатор: orcid.org/0000-0002-2782-032X

ORCID-ідентифікатор: orcid.org/0000-0002-5647-7698

Березовська Людмила Олексіївна,

*кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри фінансів
Національного університету біоресурсів і природокористування України*

Кириченко Анастасія Володимирівна,

*кандидат економічних наук, доцент, доцент кафедри організації підприємництва та біржової діяльності
Національного університету біоресурсів і природокористування України*

ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ БІРЖОВОГО РИНКУ КАПІТАЛУ В УКРАЇНІ

У статті проаналізовано динаміку торгів на фондовому ринку України, визначено основні проблеми його функціонування. Розглянуто основні моделі державного регулювання ринку фінансових послуг. Досліджено державне регулювання біржового ринку капіталу в Україні відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки». Визначено основні нововведення закону, а саме: оновлення структури організованих ринків, яка охоплює ринки капіталу та товарний ринок; удосконалення організації депозитарно-клірингової системи; впровадження торгового репозиторію та механізму ліквідаційного нетінгу; закріплення в законі відмінностей між кваліфікованими і некваліфікованими інвесторами; запровадження зелених облігацій як нового виду фінансових інструментів. Зроблено висновок про важливість проаналізованого закону для розвитку біржового ринку капіталу, оскільки він встановлює єдині правила для всіх суб'єктів біржової торгівлі, визначає регулятора ринку та механізм обігу фінансових інструментів, кардинально змінює структуру ринку капіталу та адаптує українське законодавство до норм Європейського Союзу.

Ключові слова: державне регулювання, фінансові інструменти, біржовий ринок капіталу, кліринг, нетінг, регулятор ринку.

Березовская Людмила Алексеевна,

*кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов
Национального университета биоресурсов и природопользования Украины*

Кириченко Анастасия Владимировна,

*кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры организации предпринимательства и биржевой деятельности
Национального университета биоресурсов и природопользования Украины*

ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ БИРЖЕВОГО РЫНКА КАПИТАЛА В УКРАИНЕ

В статье проанализирована динамика торгов на фондовом рынке Украины, определены основные проблемы его функционирования. Рассмотрены основные модели государственного регулирования рынка финансовых услуг. Исследовано государственное регулирование биржевого рынка капитала в Украине в соответствии с Законом Украины "О рынках капитала и организованных товарных рынках". Определены основные нововведения закона, а именно: обновление структуры организованных рынков, которая включает рынки капитала и товарный рынок; совершенствование организации депозитарно-клиринговой системы; внедрение торгового репозитория и механизма ликвидационного неттинга; закрепление в законе различий между квалифицированными и неквалифицированными инвесторами; введение зеленых облигаций как нового вида финансовых инструментов. Сделан вывод о важности проанализированного закона для развития биржевого рынка капитала, поскольку он устанавливает единые правила для всех субъектов биржевой торговли, определяет регулятора рынка и механизм обращения финансовых инструментов, кардинально меняет структуру рынка капитала и адаптирует украинское законодательство к нормам Европейского Союза.

Ключевые слова: государственное регулирование, финансовые инструменты, биржевой рынок капитала, клиринг, неттинг, регулятор рынка.

**Lyudmyla Berezovska,**

*PhD in Economic sciences, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance
National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine*

Anastasiia Kyrychenko,

*PhD of Economic sciences, Associate Professor, Associate Professor of the Department of the entrepreneurship and exchange
activity, National University of Life and Environmental Sciences of Ukraine*

STATE REGULATION OF CAPITAL MARKET IN UKRAINE

In modern conditions a developed stock market is a necessary element of the country's economy effective functioning as it establishes legal and economic relations between businesses that need financial resources and individuals who can provide them. The level of business activity in this sector determines the state of economic development of the country.

Exchange activity in a market economy requires government regulation in order to ensure the efficiency, balance and stability of the exchange market.

The purpose of the article is to analyze the state regulation of the stock market in Ukraine.

The article analyzes the dynamics of trading on the stock market of Ukraine, identifies problems with its operation. The main models of state regulation of the financial services market are considered, namely: monoregulatory and polyregulatory. It is concluded that there is a multi-regulatory model of organized markets in Ukraine, as regulatory functions are assigned to the National Commission on Securities and Stock Market and the National Bank of Ukraine on domestic government bonds, money market derivative contracts, money market instruments. The state regulation of the stock market in Ukraine in accordance with the Law of Ukraine "On Amendments to Certain Legislative Acts of Ukraine on Simplification of Attracting Investments and Introduction of New Financial Instruments" of June 19, 2020 is studied. which includes capital markets and commodity markets; improving the organization of the depository and clearing system; introduction of a trade repository and a liquidation of the netting mechanism; enshrining in law the differences between qualified and unqualified investors; introduction of green bonds as a new type of financial instruments. It is concluded that the adoption of the above law is an important step in the development of the stock market, as this law amends the law "On Securities and Stock Market" and establishes uniform rules for all exchange traders, defines the market regulator and circulation mechanism. financial instruments, radically changes the structure of the capital market and adapts Ukrainian legislation to the norms of the European Union in the field of financial services, bringing Ukraine closer to the global financial space.

Key words: state regulation, financial instruments, stock market, clearing, netting, market regulator.

Постановка проблеми. У сучасних умовах розвинений біржовий ринок капіталу є необхідним елементом ефективного функціонування економіки країни, оскільки з його допомогою встановлюються правові та економічні взаємини між суб'єктами господарювання, яким необхідні фінансові ресурси, та фізичними особами, які можуть їх надати, а рівень ділової активності на ньому визначає стан економічного розвитку країни.

Біржова діяльність в умовах ринкової економіки потребує державного регулювання з метою забезпечення ефективності, збалансованості та стабільності біржового ринку.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням питань державного регулювання біржового ринку приділено значну увагу в роботах багатьох вітчизняних та зарубіжних дослідників. Зокрема, проблеми його державного регулювання та перспективи розвитку розглянуто в працях П. Самофалова [1], Н. Танклевської, А. Руснак, А. Карнаушенко [2], Л. Тівєриадської, А. Якименко [3], Т. Хромаєва [4], Л. Штефан та Н. Мацедонської [5], О. Ящицак [6]. У своїх роботах автори наголошують на необхідності розробки нових та удосконаленні діючих законодавчих та нормативних документів щодо регулювання біржового ринку та розвитку біржової торгівлі.

Мета статті: проаналізувати державне регулювання біржового ринку капіталу в Україні.

Виклад основного матеріалу. Біржовий ринок капіталу в Україні все ще перебуває на стадії становлення.

За роки функціонування фондового ринку України вдалося досягнути певних позитивних результатів. Від 1997 р. до 2011 р. вітчизняний фондовий ринок характеризувався постійно зростаючою динамікою. Так, протягом цього періоду він збільшився у 25 разів [7].

Різке зменшення обсягу торгів на фондовому ринку відбулося протягом 2016–2017 рр., коли їх обсяг знизився на 18,5 % – у 2016 р. та на 29,2 % – у 2017 р., порівняно з 2015 р. (табл. 1).

У 2018 р. обсяг біржових торгів почав збільшуватися, але не досягнув показника 2015 р., в 2019 р. – зріс на 5 %, а в 2020 р. – на 15 %, порівняно з 2015 р.

Найбільший обсяг торгів за фінансовими інструментами на фондових біржах протягом 2015–2020 рр. зафіксовано з державними облигаціями України.



Таблиця 1

Обсяг біржових контрактів за видом фінансового інструменту на фондових біржах України протягом 2015–2020 рр., млрд грн.

Вид фінансового інструменту	Рік					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Акції	5,8	2,2	5,1	1,2	0,3	0,6
Облігації підприємств	13,6	9,4	6,1	10,3	8,8	0,9
Державні облігації України	253,3	211,3	189,6	246,5	295,2	329,8
Облігації внутрішніх місцевих позик	0,02	-	-	-	0,01	3,9
Облігації іноземної держави	-	-	-	-	0,04	0,08
Інвестиційні сертифікати	2,2	0,4	0,1	0,3	0,3	0,05
Деривативи	15,8	13,7	5,0	2,6	0,2	0,09
Усього	290,8	237,0	205,8	260,9	305,0	335,4

Джерело: складено авторами на основі [8].

За інформацією НКЦПФР, на біржовому ринку протягом січня – грудня 2020 р. спостерігалася консолідація торгівлі цінними паперами на двох фондових біржах «Перспектива» та «ПФТС», що становило 99,28 % вартості біржових контрактів. На інших фондових біржах обсяг операцій із державними цінними паперами був незначним [8].

На думку Л. Штефан та Н. Мацедонської, обсяг торгів на біржовому ринку України не відповідає потребам економіки [5].

Л. Тівєриадська та А. Якименко одним з недоліків вітчизняного біржового ринку капіталу вважають низький рівень капіталізації, який становить 0,4 % від сукупного світового ВВП. Аналогічний показник у США – 21,1 %, в Японії – 7 %, у Німеччині – 4,5 %, у країнах Африки – 3,2 % [3].

На думку дослідників, необхідно удосконалювати та розвивати біржовий ринок на основі запровадження цілісної стратегії, яка буде поєднувати нормативно-правове та інституційне забезпечення політики державних запозичень, розвиток інструментарію державних позик для підтримки індивідуальних заощаджень та створення відповідної інфраструктури [5].

П. Самофалов серед основних причин низького розвитку біржового ринку в Україні виділяє відсутність належного законодавства та його нестабільність; проблеми в кліринговій системі, яка необхідна біржовому ринку для розвитку; високий рівень тіньової економіки, відсутність прозорості та якісної інформації про біржі країни та їх діяльність; необізнаність населення в суті системи біржової торгівлі; хибне сприйняття суспільством теоретичних основ діяльності бірж [1, с. 126].

На думку Н. Танклевської, А. Руснак, А. Карнаушенко, наявні (станом на 2018 р.) нормативно-законодавчі акти не вирішували принципово важливі та проблемні питання розвитку біржового ринку України, що стало перешкодою в його ефективному розвитку, а тому необхідно удосконалити нормативно-правову базу шляхом розробки і прийняття низки законопроектів і внесення змін до вже існуючих документів [2].

Оцінюючи систему державного регулювання ринку цінних паперів, Т. Хромаєв зазначає, що вона застрягла у 90-х рр. Регулятор ринку – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку – багато років виконує реєстраційні функції, не маючи повноважень здійснення реального нагляду за ринком, протидії зловживанням з цінними паперами та захисту прав інвесторів. У той же час існує величезна кількість проблем – спадщина приватизаційних процесів 90-х рр., асиметрична система розкриття інформації про емітентів цінних паперів, проблема якості активів, які торгуються на ринку, якості торгів й ін. [4].

О. Ящищак зазначає, що у світі сформувалося дві основні моделі державного регулювання ринку фінансових послуг: монорегуляторна і полірегуляторна. Монорегуляторна модель – модель єдиного регулятора. Для неї характерним є функціонування єдиного органу державної влади, який здійснює регулювання діяльності усіх без винятку фінансових посередників, а повноваження саморегульованих організацій обмежені.

Полірегуляторна модель передбачає наявність декількох органів державної влади, які здійснюють регулювання ринку фінансових послуг [6, с. 2].

В Україні, на нашу думку, існує полірегуляторна модель організованих ринків, яка закріплена відповідно до закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» від 19.06.2020 р. [9]. Цим законом внесено зміни до закону «Про цінні папери та фондовий ринок» (нова назва – «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки») і закону «Про товарну біржу» та закріплено регулюючі функції за Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку з метою формування єдиної державної політики



у сфері біржової діяльності. Проте до регулювання та нагляду на ринку капіталів буде залучений Національний банк України щодо облігацій внутрішньої державної позики, деривативних контрактів грошового ринку, інструментів грошового ринку та ін.

Державне регулювання біржового ринку капіталу в Україні здійснюватиметься відповідно до Закону України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», який набере чинності з 1.07.2021 р. та визначатиме механізм обігу цінних паперів, деривативних контрактів, грошових інструментів незалежно від ринку, на якому вони торгуються.

Торгівля грошовими та валютними цінностями, деривативними фінансовими інструментами, цінними паперами, продукцією може здійснюватися на організованих ринках та поза ними.

Ним запроваджена нова структура організованих ринків, яка охоплює ринки капіталу та товарний ринок.

Ринки капіталу – це фондовий ринок, ринок деривативних фінансових інструментів та грошовий ринок (рис. 1).



Рис 1. Структура організованих ринків відповідно до Закону №738-ІХ

Джерело: складено авторами на основі [9].

Фондовий ринок – це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо емісії (видачі), обігу, виконання зобов'язань, викупу та обліку цінних паперів (деривативних цінних паперів, зокрема).

Ринок деривативних фінансових інструментів – це сукупність учасників ринку деривативних фінансових інструментів та правовідносин між ними, що виникають під час емісії деривативних цінних паперів, укладення деривативних контрактів, вчинення та виконання правочинів щодо деривативних цінних паперів, укладення та виконання договорів про заміну сторони деривативних контрактів, виконання зобов'язань за деривативними фінансовими інструментами.

Грошовий ринок – це сукупність учасників грошового ринку та правовідносин між ними, що виникають під час вчинення правочинів щодо інструментів грошового ринку та валютних цінностей [9].

Новим законом удосконалюється організація депозитарно-клірингової системи в Україні, яка є головним фактором розвитку ринку капіталу та є запорукою реалізації принципів прозорості та справедливості щодо цін на інвестиційні ресурси; запроваджується інститут торгового репозиторію, який здійснюватиме централізоване збирання та ведення обліку укладених деривативних контрактів та договорів про заміну сторони деривативних контрактів.

Впровадження торгового репозиторію має забезпечити більший ступінь прозорості на ринку деривативних фінансових інструментів, оскільки саме до цього інституту буде подаватися інформація про укладений деривативний контракт на організованому ринку чи поза ним.

Операції на регульованих ринках відповідно до прийнятого законодавства підлягають клірингу через центрального контрагента, який ставатиме покупцем для кожного продавця і продавцем для кожного покупця. Центральний контрагент зобов'язаний отримати ліцензію, відповідати вимогам щодо капіталу та узгоджувати правила клірингу з Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку.

Кліринг – процес визначення зобов'язань, зокрема шляхом нетінгу, за деривативними контрактами та правочинами щодо інших фінансових інструментів, валютних цінностей, за товарними операціями,



що супроводжується забезпеченням функціонування системи управління ризиками та гарантій з виконання таких зобов'язань [9].

Відповідно до прийнятого закону впроваджується механізм ліквідаційного неттінгу, який має стабілізувати фінансову систему та надасть можливість його застосування до всіх правочинів щодо фінансових інструментів.

Неттінг – це повне або часткове припинення зобов'язань за деривативними контрактами, договорами про заміну сторони, правочинами щодо фінансових інструментів, валютних цінностей або за товарними операціями, яке здійснюється шляхом зарахування зустрічних однорідних вимог та/або заміни первісного зобов'язання новим зобов'язанням між тими самими сторонами та/або припинення зобов'язань в інший спосіб, передбачений правилами клірингу [9].

Суть неттінгу полягає в консолідації двох або більше зустрічних зобов'язань сторін з метою зменшення відповідного зобов'язального навантаження в рамках конкретних трансакцій та розрахунку чистої суми заборгованості сторін.

Такий правовий інструмент використовується зазвичай у правочинах, пов'язаних з операціями РЕПО, похідними фінансовими інструментами (деривативами), кредитуванням цінними паперами, а також з купівлею-продажем іноземної валюти, цінних паперів, дорогоцінних металів та іншими видами операцій, які несуть високий ринковий ризик та ризик неплатоспроможності контрагента. Саме тому неттінг насамперед спрямований на управління системними ризиками, а також страхування від потенційної неплатоспроможності однієї із сторін і зміни вартості відповідних активів [10, с. 94].

З метою захисту громадян від інвестицій в ризикові операції та адаптації національного законодавства в сфері фондового ринку до європейських норм закріплюються в законі відмінності між кваліфікованими і некваліфікованими інвесторами.

Кваліфіковані інвестори на ринку капіталів у більшості країн з ринковою економікою наділені більшими правами, ніж некваліфіковані інвестори, та мають додаткові інструменти інвестування в порівнянні з ними, оскільки вони не потребують значного захисту їх прав з боку регулятора ринку, а тому можуть інвестувати кошти в більш ризикові та більш дохідні інструменти.

З метою стимулювання соціально-економічного розвитку регіонів та залучення інвестицій в альтернативну енергетику, енергоефективність та інші проекти екологічного спрямування запроваджується законом «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» такий вид фінансових інструментів, як зелені облігації, використання залучених коштів від яких спрямовуватиметься винятково на фінансування екологічного проекту або окремого його етапу, що є надзвичайно актуальним в умовах дефіциту фінансових ресурсів та потребі у відновленні економіки після пандемії.

Висновки. Прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» є важливим кроком у розвитку біржового ринку капіталу, оскільки цей закон вносить зміни до закону «Про цінні папери та фондовий ринок» та встановлює єдині правила для всіх суб'єктів біржової торгівлі, визначає регулятора ринку та механізм обігу фінансових інструментів, кардинально змінює структуру ринку капіталу та адаптує українське законодавство до норм Європейського Союзу у сфері фінансових послуг, наближаючи Україну до світового фінансового простору.

Література:

1. Самофалов П. П. Загальні аспекти розвитку біржової діяльності в Україні. *Держава та регіони. Серія: Економіка та підприємництво*. 2014. № 3 (81). С. 122–126.
2. Samofalov, P. P. (2014) *Zahal'ni aspekty rozvytku birzhovoyi diyal'nosti v Ukraini. Derzhava ta rehiony. Seriya: Ekonomika ta pidpryyemnytstvo*, 3 (81), 122–126 [in Ukrainian].
3. Танклевська Н. С., Руснак А. В., Карнаушенко А. С. Перспективи державного регулювання розвитку біржового ринку в Україні. *Агросвіт*. 2018. № 7. С. 3–7.
4. Tanklevs'ka, N. S., Rusnak, A. V., Karnausenko, A. S. (2018) *Perspektyvy derzhavnogo rehulyuvannya rozvytku birzhovoho rynku v Ukraini. Ahrosvit*, 7, 3–7 [in Ukrainian].
5. Тіверіадська Л. В., Якименко А. М. Сучасний стан та перспективи розвитку фондового ринку України. *Економічний простір*. 2017. № 128. С. 143–154.
6. Tiveriads'ka, L. V., Yakymenko, A. M. (2017) *Suchasnyy stan ta perspektyvy rozvytku fondovoho rynku Ukrainy. Ekonomichnyy prostir*, 128, 143–154 [in Ukrainian].
7. Хромаєв Т. Європейські правила на фінансовому ринку. 2017. URL: http://www.nssmc.gov.ua/press/news/timur_khromaehv_ehvropejski_pravila_na_fi_nansovomu_rinku (дата звернення: 05.05.2021).
8. Khromayev, T. (2017) *Evropeys'ki pravyla na finansovomu rynku*. 2017. URL: http://www.nssmc.gov.ua/press/news/timur_khromaehv_ehvropejski_pravila_na_fi_nansovomu_rinku (2021, May, 05) [in Ukrainian].



5. Штефан Л. Б., Мацедонська Н. В. Тенденції розвитку біржового ринку цінних паперів в Україні. *Гроші, фінанси і кредит*. 2020. № 42. С. 338–345.
Shtefan, L. B., Matsedons'ka, N. V. (2020) Tendentsiyi rozvytku birzhovoho rynku tsinnykh paperiv v Ukraini. *Hroshi, finansy i kredyt*, 42, 338–345 [in Ukrainian].
6. Ящищак О. Р. Моделі державного регулювання ринку фінансових послуг. *Адвокат*. 2011. № 3. С. 28–33.
Yashchyschak, O. R. (2011) Modeli derzhavnoho rehulyuvannya rynku finansovykh posluh. *Advokat*, 3, 28–33 [in Ukrainian].
7. Рекуненко І. І. Періодизація розвитку фондового ринку України. *Вісник Сумського державного університету. Серія: Економіка*. 2015. Т. 2. № 1. С. 30–42.
Rekunencko, I. I. (2015) Periodyzatsiya rozvytku fondovoho rynku Ukrainy, *Visnyk Sums'koho derzhavnoho universytetu. Seriya Ekonomika*, 1, 30–42 [in Ukrainian].
8. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/> (дата звернення: 05.05.2021).
Ofitsiynyy sayt Natsional'noyi komisiyi z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku. URL: <http://www.nssmc.gov.ua/> (2021, May, 05) [in Ukrainian].
9. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів» від 19.06.2020 р. №738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text>.
Zakon Ukrainy "Pro vnesennya zmin do deyakykh zakonodavchykh aktiv Ukrainy shchodo sproshchennya zaluchennya investytsiy ta zaprovadzhennya novykh finansovykh instrumentiv" vid 19.06.2020 r. №738-IX. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/738-20#Text> [in Ukrainian].
10. Лютий В. Поняття та правова природа неттінгу. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка*. 2016. № 1 (44/45). С. 93–100.
Lyutyu, V. (2016) Ponyattya ta pravova pryroda nettinhu. *Visnyk Kyuyivs'koho natsional'noho universytetu imeni Tarasa Shevchenka*, 1 (44 /45), 93–100 [in Ukrainian].