

роблення цільових показників грошово-кредитної і бюджетної політики на короткостроковий період; закріплення правил і принципів, які на тривалий проміжок часу визначають основні параметри грошово-кредитної і бюджетної політики, що не суперечать один одному.

1. Офіційний сайт Національного банку України: www.bank.gov.ua 2.
Офіційний сайт Міністерства фінансів України: www.minfin.gov.ua 3.
Офіційний сайт Міністерства економіки України: www.me.kmu.gov.ua
Надійшла до редакції 10.06.2009

О.О. Розинка, асп.

ПРОБЛЕМИ ФУНКЦІОНУВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ ДЕПОЗИТАРНОЇ СИСТЕМИ

Забезпечення швидкої та надійної реалізації переходу права власності на цінні папери є обов'язковою умовою ефективного функціонування фондового ринку і всієї фінансової системи країни. Проте, як показано, в Україні наявні суттєві перешкоди для розвитку інфраструктури фондового ринку, що потребує кардинальних змін у всій її системі.

Guarantee for fast and safe realization of passing of property for securities is indispensable precondition for the effective stock market and national financial system functioning. But as it was shown there are considerable obstacles for the stock market infrastructure development in Ukraine, which demands fundamental changes of the system.

За 17 років незалежності Україна так і не спромоглася сформувати ефективний цивілізований фондовий ринок, де б на чітких і зрозумілих умовах, під контролем державних органів і саморегулюючих організацій зустрічалися емітенти цінних паперів й інвестори. Відсутність ефективно діючої інфраструктури, яка забезпечує акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери та сприяє раціональному розміщенню фінансових ресурсів, не дає можливості ефективно управляти господарською діяльністю і об'єктивно оцінювати вартість виробничих ресурсів. Недосконала система обліку прав власності на майно у поєднанні із відсутністю загальнонаціональних ринків основних ресурсів виробництва робить українську продукцію неконкурентною, а українські підприємства збитковими.

З початку реформи у постсоціалістичних країнах Східної Європи та деяких країнах СНД створення національного фондового ринку відбувалося водночас з розбудовою сучасної моделі його інфраструктури у відповідності до рекомендацій Групи Тридцяти, IOSCO, та вимог міжнародних фінансових організацій.

Як відповідь на глобальні тенденції в Україні було прийнято Закони "Про цінні папери та фондову біржу", "Про господарські товариства". Акцент на біржову торгівлю сприймався як знак ринкових перетворень. При цьому фундаментальні передумови існування біржової торгівлі, які створювались в інших країнах десятиріччями, вважалося виникнуть якось собою.

Необхідно визнати, що ринкова інфраструктура в Україні формувалась безсистемно. За допомогою різних міжнародних організацій в Україні намагалися "методом прямого впровадження вживити" ринкові інфраструктури. Кожний з цих інфраструктурних елементів, на жаль, не враховував у повній мірі українське законодавство і національні особливості. Україна, як і інші постсоціалістичні країни, стала "експериментальним полігоном" щодо "схрещення" континентального і англосаксонського права.

На початку 90-х років Європейський Союз надав технічну допомогу щодо створення повного технологічного циклу національного ринку капіталів – єдиної біржі, центрального депозитарію і центрального платіжного агента (розрахункового банку) на базі Національного банку. На жаль, впровадження сучасної моделі Національних біржової та депозитарної систем в Україні виявилось неможливим з ряду суб'єктивних та об'єктивних факторів. На відміну від інших країн, в яких причиною розвитку депозитарної діяльності було стрімке зростання операцій на ринках цінних паперів, розвиток Національної депозитарної системи вимагали результати проведення масової приватизації. Але приватизація державних підприємств пішла не через біржі, і проект не був реалізований. Про-

ведення приватизації в Україні, на жаль, здійснювалось майже при повній відсутності законодавства, яке б вирішувало весь комплекс проблем щодо обігу цінних паперів і враховувало бодай частину досвіду інших держав. Більшість емітентів в Україні використовували емісію фінансових інструментів не з метою залучення інвестицій, а для перетворення з державної форми власності в приватну зі зміною форми господарювання. Це призвело до обігу великої кількості неліквідних цінних паперів (35 тисяч емісій цінних паперів акціонерних товариств) зокрема і хаосу на ринку в цілому.

Принцип цілісності ринку потребує впровадження єдиних підходів до функціонування організованих ринків на всій території України. Світова практика свідчить, що ринок неминуче еволюціонує від хаотичності і роздробленості до цілісності, централізації. Це характерно для усієї фінансової системи ринкових відносин – як у межах однієї країни, так і в міжнародних фінансово-економічних відносинах. У 1995 році Верховна Рада схвалила Концепцію створення і функціонування ринку цінних паперів в Україні, яка також проголошувала необхідність централізації біржової торгівлі і депозитарної системи. Щоправда, у 1996-1997 рр. почав реалізовуватися проект технічної допомоги Агенції США з міжнародного розвитку (USAID) зі створення позабіржової торгово-інформаційної системи ПФТС, яка є альтернативою "традиційним" біржам. З моменту початку функціонування ПФТС біржа втратила всі конкурентні переваги.

За подібною схемою формувалась і депозитарна система. З ухваленням 1997-го закону "Про Національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" було передбачено створення Національного депозитарію України (НДУ). Однак згідно з Меморандумом про взаєморозуміння між урядами України та США преференції були віддані ще одному проекту USAID – кліринговому депозитарію "Міжрегіональний фондовий союз" (МФС), який зайняв лідируючу позицію у даній сфері.

У 1999 р. акціонери МФС заявили про готовність реорганізуватися в Національний депозитарій України (НДУ). Втім, держава, якій належали менш як 20 % МФС, окремо створила НДУ, який наразі разом з локальними депозитаріями є верхнім рівнем Національної депозитарної системи. Ставлення учасників ринку до створення НДУ наочно демонструє той факт, що вони підписали лише на 10 % оголошеного статутного фонду. Згідно статуту НДУ, узгодженого з міжурядовим українсько-американським Меморандумом про взаєморозуміння від 25 січня 1999 р., діяльність НДУ на першому етапі обмежена такими функціями, які українське законодавство визначає як виключні, а саме [6, С.16]:

✓ стандартизація депозитарного обліку цінних паперів відповідно до міжнародних норм;

✓ стандартизація документообігу щодо операцій з цінними паперами і нумерація (кодифікація) цінних паперів, розміщених в Україні відповідно до міжнародних норм;

✓ встановлення відносин і налагодження постійної взаємодії з депозитарними установами інших країн;

✓ укладання як двосторонніх, так і багатосторонніх договорів про пряме членство або кореспондентські відносини для обслуговування міжнародних операцій з цінними паперами учасників НДСУ;

✓ контроль за кореспондентськими відносинами учасників НДСУ з депозитарними установами інших країн.

Після закінчення дії вищезгаданого міжурядового меморандуму (2010 рік) НДУ буде здійснювати також такі види депозитарної діяльності:

✓ зберігання і обслуговування обігу цінних паперів на рахунках у цінних паперах та операцій емітента щодо розміщених ним цінних паперів;

✓ кліринг та розрахунки за правочинами (угодами) щодо цінних паперів;

✓ ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.

Отже, в Україні було засновано паралельно два депозитарії – Національний депозитарій України і Депозитарно-клірингова компанія "Міжрегіональний фондовий союз", і замість концентрації зусиль усіх учасників ринку на розбудові цієї системи відбувається боротьба за право її очолювати [3., С.127]. Окрім того, функціонує і депозитарій НБУ, що займається державними цінними паперами. Тож день припинення дії Міжурядового українсько-американського Меморандуму про взаєморозуміння від 25 січня 1999 р. стане значною подією на фондовому ринку України, оскільки вплине на перерозподіл функцій існуючих депозитаріїв між собою.

2004 року була ухвалена державна програма розвитку Національної депозитарної системи. Вона передбачала усунення протиприродної "тридепозитарності", появу на ринку центральної розрахунково-клірингової установи, інших необхідних компонентів сучасного ринку цінних паперів. У результаті для державного контролю над процесом реформ на фондовому ринку 2005 року було створено спеціальний державний орган – Державну агенцію з інвестицій та інновацій. Основне її завдання сформульовано надзвичайно широко: участь у формуванні та забезпеченні реалізації державної політики у сфері інвестицій та інноваційної діяльності [4]. Результати його виконання є настільки ж неконкретними, про що свідчить їх "Звіт про роботу за 2007 рік". У доповідній записці для Кабінету міністрів за результатами нещодавньої перевірки їх діяльності зазначено, що "єдиним помітним результатом Державного агентства з інвестицій та інновацій у сфері формування та реалізації державної інвестиційної політики була його фактична бездіяльність" [5].

Інша цікава ситуація складається у зв'язку з діяльністю Національного банку України, що він проводить у сфері зберігання та обліку цінних паперів. В надрах НБУ за розпорядженням В.Степеля створено робочу групу з питань розвитку депозитарної системи й створення приватного Всеукраїнського депозитарію цінних паперів (ВДЦП). [1] Особливо значимим є наступні обставини. По-перше, ще не знайшовши свого місця на ринку, ВДЦП уже задекларував плани щодо поглинання МФС (який, за різними оцінками, займає до 95 % депозитарного ринку), а також наміри перекласти на себе облік державних цінних паперів (чим нині займається НБУ). По-друге, фактично віддавши майбутнього обліково-депозитарного монополіста (ВДЦП) під зовнішній контроль (більшість банків-акціонерів мають іноземних

засновників), НБУ як провайдер нової структури не запропонував увійти до складу її засновників професійним учасникам ринку. Навіть ПФТС, на якій нині відбувається понад 90 % організованих угод із цінними паперами, одержала в новому депозитарії тільки 1 %. Хоча ВДЦП нібито створюється саме для депозитарного обслуговування біржової торгівлі цінними паперами.

Таким чином, концентрація капіталу, зменшення кількості акціонерних товариств і зростання їхньої рентабельності (включаючи прибутковість для інвестора), централізація Національної депозитарної системи разом з розвитком і концентрацією біржової і позабіржової торгівлі, розумна достатність державного регулювання та податкового пресінгу – от далеко не повний, але важливий комплекс мір для підйому ринку цінних паперів в Україні.

Інфраструктурні елементи організованого ринку є учасниками Національної депозитарної системи України, якісне функціонування якої має забезпечити утворений Національний депозитарій України. Адекватне функціонування та взаємодія інформаційної, облікової системи та системи виконання угод створює умови для появи цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого фондового ринку в Україні. Цей фундамент має забезпечити ефективність державного регулювання, необхідний рівень захисту прав власності інвесторів і має сприяти надходженню інвестицій в економіку України.

Правові особливості цінного паперу, що перетворюють звичайні зобов'язальні права боржника і кредитора також у майно, підвищують оборотність цих зобов'язань і, у кінцевому рахунку, роблять фінансові відношення в економіці більш мобільними й ефективними. Однак ця обставина робить цінні папери відмінними від інших фінансових інструментів (наприклад, грошових коштів). Це, у свою чергу, обумовлює необхідність розробки і використання спеціалізованих способів обігу цінних паперів і обліку прав на цінні папери. Суто кількісні характеристики (35 тисяч емісій цінних паперів і 30 мільйонів власників цінних паперів) диктують додаткові технологічні вимоги, що визначають складність вирішення всього комплексу проблем, пов'язаного з формуванням Національної депозитарної системи України.

Відсутність в Україні практики формування депозитарного обліку обумовлює необхідність концентрації інтелектуальних і фінансових зусиль навколо Національного депозитарію, до компетенції якого відноситься стандартизація депозитарного обліку і стандартизація документообігу. Допомогу у створенні депозитарного обліку в Україні можуть зробити практичні розробки в цьому напрямку інших країнах. Найбільшою проблемою цього напрямку є обмежений доступ українських фахівців до найкращого практичного досвіду іноземних депозитарних систем, який є "ноу-хау" і не підлягає поширенню. Практичне вивчення роботи конкретних депозитарних систем може стати за порукою не допущення помилок та підґрунтям для адаптації та інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки.

Стандартизація обліку прав власності на цінні папери Національним депозитарієм України має стати практичним кроком щодо гармонізації законодавства України з світовими і Європейськими нормами. Встановлення відповідних стандартів депозитарного обліку буде сприяти підвищенню прозорості фондового ринку та сприяти зростанню операцій на фондовому ринку, що фактично веде до підвищення доходної частини бюджету України за рахунок відповідних податків.

Стандартизація Національним депозитарієм операцій на ринку цінних паперів дає можливість сформувати фундамент ефективного ринку цінних паперів, забезпечити дієвий контроль з боку державних органів та створює

умови для надійного захисту прав інвесторів. З метою створення єдиної системи депозитарного обліку Національним депозитарієм із залученням фахівців державних органів, експертів фондового ринку і представників міжнародних організацій розроблено та затверджено Стандарт депозитарного обліку. В цьому стандарті вперше на теренах країн СНГ вдалося створити основу для формування єдиної системи депозитарного обліку як для державних так і для корпоративних цінних паперів.

Але норми законодавства і стандартизація не можуть замінити собою високі технології та програмні продукти, що мають забезпечити функціонування Національної депозитарної системи передбачає впровадження сучасних принципів і технологій, які відповідають тенденціям глобалізації ринків і в світовому масштабі. Запровадження стандартів має супроводжуватися створенням системної технології, що поєднує облікову і ви-

конавчу систему інфраструктури ринку цінних паперів. Приклад такого будівництва в Україні вже є. Це поєднання методологічної роботи Національного банку зі створенням системи електронних платежів. Вирішення цієї проблеми забезпечить рух інвестицій в Україну, вихід цінних паперів українських емітентів на іноземні фондові ринки, буде сприяти прозорості і надійності фондового ринку України.

1. *Балінов В.* Нацбанк: візні очки й домашні поразки / Дзеркало тижня № 14 (693) 12 – 18 квітня 2008. 2. *Бірюк С., Лібанов М.* Національна депозитарна система: проблеми та шляхи їх вирішення // Ринок цінних паперів України. – 2006. – №1-2. – С.79-89. 3. *Глущенко С.В., Коверзнев А.М.* Системи обліку прав на фондовому ринку // Фінанси України. – 2003. – №4. – С.125-129. 4. Звіт Державного агентства України з інвестицій та інновацій про роботу за 2007 рік <http://www.in.gov.ua/> 5. *Маскалевич І.* Шоу для фонду та інвестицій / Дзеркало тижня № 16 (695) 26 квітня – 16 травня 2008 6. *Посполітак В.* Національна депозитарна система України // Юридичний журнал – 2005 – №1. – С.16-32.

Надійшла до редколегії 10.06.2009

К. Паливода, канд. екон. наук

ЗРОСТАННЯ ЦІН ТА МЕХАНІЗМ НАДАННЯ ЖИТЛА СОЦІАЛЬНО ВРАЗЛИВИМ КАТЕГОРІЯМ НАСЕЛЕННЯ

У статті розглядаються основні фактори зростання цін на нерухомість та проблеми реалізації програм надання житла для соціально незахищених категорій населення.

Describes reasons of price increases in residential development, provides a program of construction of residential properties for disadvantaged strata.

В контексті аналізу перспектив подальшого економічного розвитку України особливо гостро постає питання цін на житло, які зростають швидше, ніж усі інші макроекономічні параметри української економіки. На сьогоднішній день ціни як на квартири в новобудовах, так і на вторинному ринку перейшли всі розумні межі і роблять надію на власну квартиру чи будинок для основної маси працюючих українців примарними. Якщо декілька років тому феномен зростання житлових цін спостерігався майже виключно у столиці, то надалі до нього підключилися і регіони. Світова фінансова криза, що поширилася на Україну восени 2008 року, нібито зупинила цей процес, однак ознаки її подолання знову підштовхують ціни вгору.

З міркувань наукової об'єктивності слід вказати, що зростання цін на житло є насамперед проявом загальної інфляції, яка всі роки незалежності України є досить високою, іноді (1992-93 рр.) піднімаючись до надзвичайного рівня. Останні роки вона була як для перехідної економіки досить помірною, порівняно з гіперінфляційними рекордами перших років незалежності, однак загальний рівень цін нарощується за законами складного проценту – з 2000 року по 2009 споживчі ціни, узагальнюючи офіційні показники Держкомстату, в цілому зросли більш як у 3 рази. Найбільш очевидна причина такої тривалої інфляції – нарощування грошової пропозиції, яке полегшує здійснення економічного обороту, однак супроводжується певним зниженням купівельної спроможності самої національної грошової одиниці.

Водночас, нарощування обсягів грошового обороту стало основою для найбільш позитивного досягнення останніх років – суттєвого зростання грошових доходів населення. Частка сукупних грошових доходів населення у ВВП України з року в рік зростала: у 2001 році вона складала 53,5 % від ВВП, у 2002 – 82 %, у 2003 – 80,6 %, 2004 – 79,5 %, 2005 – 86,4 %, далі стабілізувалася на рівні майже 90 %. При цьому заробітки і пенсії незаможних категорій населення збільшувалися дещо швидше, ніж загальні макроекономічні параметри, і це надало змогу мільйонам громадян вийти з принизливого стану напівголодного існування. Навіть за оцінками

Світового банку, рівень бідності в Україні, обрахований за міжнародними методиками, унизився за період активізації економічного зростання з 38 % до 8 % – більш як у чотири рази [1]. Для будь-якої країни подібний прогрес у подоланні такого ганебного явища, як бідність, розглядалося б як безумовне досягнення і доказ високої ефективності державної політики.

Зрозуміло, що добробут будь-якого народу не може збільшуватися швидше, ніж зростає продуктивність суспільної праці в даній країні – це аксіома економічної теорії і простий висновок здорового глузду. В Україні на деякий час можна було допустити відхилення від загальних закономірностей макроекономіки з тої причини, що у нашій державі ще в період комуністичного будівництва була порушена природна пропорція між нагромадженням і споживанням, частка останнього у суспільному продукті стала в рази меншою, ніж у більшості країн розвинутого світу. До того ж, в перші роки незалежності відбулося не просто кризове падіння непотрібного виробництва, а суттєве скорочення відносної долі громадян у розподілі кінцевого продукту матеріального виробництва.

За 1991–1998 роки номінальна зарплата зросла у 61 795,5 разів, а споживчі ціни – у 217 400,9 разів, тобто індекс реальної заробітної плати склав 0,284. За 1991 – 1997 роки реальна зарплата впала на 65,7 %, рівень продуктивності праці – на 25 %, а обсяги виробництва – на 51 %. Міжгалузєва різниця досягала 1:3 в 1990 році, а в 1998 -склала 1:6. Зарплата 10 % найбідніших і 10 % найбільш високооплачуваних відрізнялася в 1990 році як 1:6, а в 1998 році – як 1:12. Доля зарплати у сімейних доходах знизилася на 21,6 % і складала в 1998 році лише 45,9.

При цьому централізоване будівництво житла за кошти держави фактично припинилося, а сам стан формування ринкової економіки затримався на рубежі первинного нагромадження капіталу з мінімальним рівнем оплати найманої праці, що не дозволяло навіть працівникам з пристойним для того часу заробітком будувати житло за власний кошт. Черга на отримання безоплатної квартири продовжувала нарощуватися і на закінчення ХХ століття досягла майже 2,7 млн. сімей [2].