

Терещенко Г.М.,

кандидат економічних наук,
старший науковий співробітник,
провідний науковий співробітник
відділу фінансових ринків
Науково-дослідного фінансового інституту
Академії фінансового управління
Міністерства фінансів України

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ЗАСАДИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

Визначено теоретичні засади державного регулювання фондового ринку. Окреслено основні принципи й механізм державного регулювання фондового ринку. Встановлено, що досягти позитивних змін на фондовому ринку можливо лише завдяки централізації зусиль державних органів та узгодженню короткострокових і стратегічних цілей при прийнятті управлінських рішень.

The author determines theoretical principles for state regulation of the stock market; outlines the main principles and mechanisms of such regulation; and asserts that achievement of positive changes at the stock market is possible only due to centralized efforts of the state organs and coordination of short-term and strategic aims when adopting managerial decisions.

Ключові слова: державна політика, державне регулювання, державне управління, фондовий ринок, фінансові установи, інвестиції, фінансові інструменти.

У процесі забезпечення нормального функціонування будь-якої економічної системи важлива роль належить державі. Протягом усієї історії свого існування держава, поряд із підтриманням порядку, законності, організацією національної оборони тощо, виконувала відповідні функції у сфері економічної діяльності. Державне регулювання тією чи іншою мірою здійснюється в кожній країні.

Теоретичне обґрунтування необхідності державного регулювання економіки міститься в багатьох наукових працях. Зокрема, Дж. Кейнс чітко виявив нову на-зрілу суспільну потребу. Він писав: "...Хоча поширення функцій уряду у зв'язку із завданням координації схильності до споживання і спонукання інвестувати зда-лося би публіцисту XIX ст. або сучасному американському фінансистові жахаю-чим замахом на основи індивідуалізму, я навпаки, захищаю його як єдиний практично можливий спосіб уникнути повного руйнування існуючих економіч-них форм та як умову успішного функціонування особистої ініціативи"¹.

Будь-яка економічна діяльність певною мірою зачіпає інтереси держави загалом і, як наслідок, стає об'єктом регулювання з її боку. Подвійний характер фундаментальних економічних зрушень у посткомуністичних країнах — зміна

¹ Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег // Антология экономической классики. — М.: ЭКОНОМ, 1993. — 486 с.

ролі держави та розвиток ринку — породжує головну проблему перехідного періоду, а саме проблему взаємозв'язку між державою й ринком².

Зазначимо, що, на думку О. Мозгового, економічне піднесення держави залежить, по-перше, від зваженої урядової політики, по-друге, від поступового розуміння українцями їх самодостатності. Він вважає, що саме чинник самодостатності, концентрації внутрішніх ресурсів надає певних переваг у здійсненні економічних реформ в Україні³.

Важливі якісні зміни на фондових ринках останнього десятиріччя, процеси глобалізації та загальної інтернаціоналізації фінансової діяльності разом із лібералізацією й демократизацією фінансових ринків спричинили загальне ускладнення їх структури, а отже і процесів їх регулювання. До того ж у результаті підвищення мобільності капіталу значно загострилася глобальна конкуренція щодо залучення вигідних фінансових ресурсів, причому настільки, що це може, як вважає Т. Хаффнер, призвести до втрати окремими державами свого економічного суверенітету⁴.

З огляду на велике економічне значення лібералізації фондового ринку це все одно несе в собі загрозу стабільності ринку та економічній безпеці держави загалом. Наголосимо, що на сьогодні однією з основних проблем розвитку вітчизняного фондового ринку є недостатня ефективність державного управління в цій сфері.

Особливо роль державного управління зростає в умовах економічної кризи. Як показує світовий досвід, вихід із кризи можливий лише за умови жорсткої централізації державної влади та вжиття відповідних заходів щодо забезпечення економічного зростання. Посилення державного управління зумовлене також необхідністю створення ефективної системи державного регулювання діяльності фінансових установ із урахуванням динаміки розвитку фондового ринку. Важливою умовою успішного функціонування останнього є ефективна політика держави з його регулювання, яка охоплює всіх учасників та забезпечує здійснення ними своєї діяльності відповідно до законодавчо встановлених правил і вимог.

Існує думка, що фондовий ринок здатен динамічно розвиватися лише тоді, коли безпосереднє втручання держави у процес залучення приватних інвестиційних ресурсів і вкладення їх у економіку є незначним. Зокрема, ефективно функціонувати він може тільки в тому разі, якщо ніхто не втручається у процес вільного прийняття рішень учасниками фондових операцій із купівлі-продажу цінних паперів,

² *Нестеренко А.* Государство и рынок в посткоммунистической экономике // Мировая экономика и международные отношения. — 1993. — № 10. — С. 27—38.

³ *Мозговий О.* Пріоритетні напрями підвищення законодавчого рівня захисту прав акціонерів в Україні // Ринок цінних паперів України. — 2002. — № 3—4. — С. 5—8.

⁴ *Haffner T.* The free movement of capital in the European Union // The Regulation of International Financial Markets: Perspectives for Reform / Ed. by R. Grote, T. Marauhn. — Cambridge: Cambridge University Press, 2006. — P. 141.

у т. ч. у процес легітимних спекуляцій, зокрема з похідними фінансовими інструментами вторинного ринку. Втім, такий стан речей може призвести до дисбалансу й навіть кризових явищ, про що свідчить остання світова фінансово-економічна криза. Саме державне регулювання у змозі забезпечити той рівень впливу держави на фондовий ринок, який можна вважати оптимальним.

Державна політика розвитку фондового ринку має певні цілі й завдання щодо їх досягнення, для чого використовує відповідні методи та засоби в певних умовах, розв'язуючи методологічні й організаційні проблеми. Втім, питання постає щодо того, як вийти на оптимум.

І. Михасюк та І. Бочан⁵ розглядають діяльність держави в різних аспектах, зокрема за її потенціалом і ефективністю. Під *потенціалом* держави розуміють її здатність ефективно проводити та пропагувати колективні заходи; *ефективністю* — наслідок використання цього потенціалу для задоволення зростаючого попиту суспільства на відповідні блага. Держава з більшими потенціальними можливостями може бути значно ефективнішою. Водночас вона може мати великий потенціал, але не бути доволі ефективною, якщо цей потенціал не використати належним чином.

У свою чергу, С. Чистов, А. Никифоров, Т. Куценко⁶ та інші зазначають, що економічна політика держави слугує основою державного регулювання економіки. Хоч би якою була державна політика за своїми напрямками, характеристиками і пріоритетами, вона має бути комплексною, охоплювати всі сфери суспільного життя, у т. ч. фондовий ринок.

Наголосимо, що на фондовому ринку значною мірою реалізуються національні інтереси держави, під якими розуміється комплекс макроекономічних і політичних пріоритетів на сучасному етапі розвитку, а саме: підтримка процесу розширеного відтворювання як основи подальшого соціально-економічного прогресу; забезпечення активної і збалансованої інвестиційної політики держави щодо розвитку виробництва; зміцнення політичного й економічного суверенітету та міжнародного авторитету країни; соціальна орієнтованість економіки та підвищена увага до соціальної стабільності в суспільстві; формування адекватних вимог до ефективного функціонування ринкової економіки, структури власності й методів управління у стратегічних галузях народного господарства з урахуванням інтересів держави, національного капіталу і громадян.

Досягнення окреслених цілей дає змогу отримати відповідний економічний ефект. У першу чергу це залучення інвестицій, реструктуризація, інтеграція в міжнародні фондові ринки тощо. Обов'язковими умовами досягнення зазначених цілей і відповідного економічного ефекту є сприятливе і стає законодавство, державний

⁵ Михасюк І.Р., Бочан І.О. Менеджмент глобальної економіки: Навч. посіб. / Львівський нац. ун-т ім. Івана Франка; Вища шк. інформатики і управління в Жешуві. — Л., 2004. — С. 53.

⁶ Державне регулювання економіки: Навч. посіб. / С.М. Чистов, А.Є. Никифоров, Т.Ф. Куценко та ін. — К.: КНЕУ, 2000. — С. 13, 14.

моніторинг, розкриття інформації, розвинена інфраструктура, захист інвесторів, конкуренція й ефективний менеджмент, упровадження міжнародних стандартів діяльності, сприяння обігу іноземних цінних паперів в Україні та українських фінансових інструментів за її межами, міжнародне співробітництво, захист прав власності, розвиток інститутів спільного інвестування, інформування та освіта населення.

Слід зазначити, що на окремих історичних етапах у різних країнах вплив держави визначався певними політико-економічними та соціальними умовами й чинниками. Так, на формуванні моделі державного регулювання в багатьох промислово розвинутих країнах дуже позначилося лихоліття 1930-х років. На формування ролі держави істотно вплинули й такі чинники: якість апарату державного управління, менталітет населення, ступінь відкритості економіки, рівень економічного й технічного розвитку тощо. Держава перехідного періоду повинна зберегти за собою та виконувати певні соціальні функції, але при цьому вона має задовольнятися переважно регулюванням тих функцій, які не можуть виконувати суб'єкти ринку. Оскільки економічний процес є двобічним, суб'єктивним і об'єктивним, то “одна теорія фактично набуває характеру іншої”.

Отже, економічна роль держави розглядається із двох позицій. З одного боку, вона повинна сформувати систему правил і законів, що обумовлюють дисципліноване використання економічних ресурсів із метою розв'язання проблем забезпечення умов ефективного функціонування ринкового механізму. З другого — уряд повинен вирішувати глобальні питання, такі як стимулювання економічного зростання, забезпечення стабільності та управління структурою національного продукту.

Сучасна система державного регулювання є складним механізмом та слугує передусім інструментом реалізації державної політики розвитку фондового ринку. Також слід зазначити, що державне управління у фінансово-кредитній сфері потрібне не так фондовому ринку, як державі, щоб через нього впливати на соціально-економічний розвиток країни.

Безперечно, ринкова взаємодія є складним суспільним явищем, яке має певну сукупність невід'ємних складових. Штучно змінити походження ринкової взаємодії неможливо, тому важливим завданням учасників ринку є відшукування способів зробити ринкові відносини успішними й ефективними. До таких способів належать, зокрема, норми і принципи правового регулювання ринкової взаємодії.

Правові норми є встановленими й визначеними правилами діяльності учасників фондового ринку. Вони можуть дозволяти, обмежувати, вимагати, забороняти, допускати або визначати той чи інший варіант поведінки на фондовому ринку. Оскільки ринкова взаємодія щодо функціонування фондового ринку є не лише складною, а й такою, що постійно рухається та розвивається, на практиці ні державно-правові, ні інституційно-правові норми досить часто не можуть охопити своєю дією певні важливі аспекти ринкових відносин у цій сфері. В таких випадках на допомогу приходять правові принципи регулювання.

Під правовими принципами регулювання ринкової взаємодії мається на увазі певна сукупність вимог або критеріїв, яким повинні відповідати регулюючі дії учасників ринку. Кожен учасник мусить упорядковувати свої відносини з іншими учасниками або свої внутрішні відносини. Для того щоб регулювання було ефективним, воно має відповідати певним вимогам. Залежність між регулюванням і вимогами до нього така: якщо регулювання відповідає вимогам, то воно відбувається як таке; якщо ні — його як такого не існує. Тобто в останньому випадку ринкова взаємодія перебуватиме за межами регулювання та матиме випадковий характер. Отже, знання вимог або критеріїв стосовно регулювання сприяє його здійсненню.

На нашу думку, серед багатьох принципів правового регулювання ринку фінансових послуг на особливу увагу заслуговують такі: законності, делегування повноважень, визначеності правових текстів⁷.

Принцип законності передбачає обов'язкове виконання вимог, викладених у законах або підзаконних актах; обов'язок не виходити за межі дозволеного, якщо такі межі визначаються законом або підзаконним актом; право регулювання на власний розсуд, якщо закон або підзаконний акт його не обмежують.

Принцип делегування повноважень є дуже важливим способом регулювання ринкової взаємодії. Можна навіть сказати, що він є обов'язковою умовою будь-якого регулювання суспільних відносин. Оскільки ринок являє собою систему взаємовідносин, що поєднує в собі державно-правове й інституційно-правове регулювання, мова відповідно йтиме про внутрішньодержавне, державно-інституційне і внутрішньоінституційне делегування повноважень. При регулюванні ринкової взаємодії діє принцип, за яким ніхто не може передавати більше прав, ніж ті, якими він сам володіє на законних підставах.

Принцип визначеності правових текстів. Плідність і ефективність державного регулювання ринкової взаємодії безпосередньо залежать від ясності тексту нормативно-правового акта, оскільки не можна керуватись тим і дотримуватись того, що є незрозумілим. На нашу думку, на це слід звертати особливу увагу через те, що деякі закони України й підзаконні акти можна сприйняти неоднозначно, а окремі положення взагалі суперечать одне одному.

Виходячи з того, що регулювання необхідне, з одного боку, для забезпечення розвитку фондового ринку, а з другого — для гарантії дотримання всіма його учасниками встановлених правил і норм діяльності, можна сформулювати такі завдання регулювання фондового ринку. По-перше, визначення ключових параметрів фінансової системи країни та місця в ній учасників фондового ринку. По-друге, створення умов та пошук стимулів конструктивної поведінки учасників фондового ринку. Йдеться про застосування такого порядку, за якого учасники ринку прагнутимуть створювати нові інфраструктурні організації (чи залучатимуться до

⁷ Мельник В.А. Ринок цінних паперів: Довідник керівника підприємства: Спец. вип. — К.: А.Л.Д.; ВІРА-Р, 1998. — С. 246—286.

участі в їх діяльності) або до належного рівня прозорості ринку. По-третє, запобігання діям, які негативно впливають на ринок, боротьба з ними. Це завдання є вкрай важливим з огляду на чутливість фондового ринку до системних ризиків — небезпеки, яка виникає через неплатоспроможність або недобросовісність дій учасників ринку.

Загалом держава повинна виконувати на фондовому ринку системоутворюючу функцію та нести відповідальність за його стан у рамках дотримання принципів національної й економічної безпеки. На думку багатьох учених, головними принципами державного регулювання фондового ринку є орієнтація на загальнонаціональні інтереси та стимулювання інвестиційної діяльності в Україні.

Іншими принципами є соціальна справедливість, захист інвесторів, урегульованість і контролюваність, ефективність, правова впорядкованість, прозорість і відкритість, конкуренція.

Ці умови є необхідними, проте далеко не достатніми для забезпечення ефективного функціонування фондового ринку. Держава, безумовно, повинна стежити за тим, щоби продавці й покупці фінансових інструментів були вільними у своїх діях, також вона має забезпечувати необхідні умови для того, щоб на ринку була достатня кількість його суб'єктів. Утім, на державу покладаються й інші функції, частину яких закріплено в чинному законодавстві, їх теж треба враховувати. До зазначених функцій належить боротьба зі спекуляціями, монополізмом, недобросовісною конкуренцією тощо.

Деякі науковці виокремлюють такі принципи ефективного державного регулювання фондового ринку, як першочергова реалізація загальнонаціональних інтересів та забезпечення гарантій і безпеки інвестиційної діяльності в економіці, оптимальність державного регулювання, послідовність державного регулювання, орієнтованість на світовий досвід функціонування фондового ринку, єдність державного регулювання⁸.

Також зазначимо, що головними цілями державного регулювання фондового ринку є створення правових, соціальних і економічних передумов для залучення коштів у реальний сектор економіки, що сприятиме економічному зростанню країни.

Ринок, що не контролюється державою, веде до монополізму, надмірного майнового розшарування населення, безробіття та соціальної напруги. Ці недоліки особливо чітко виявляються в період переходу до ринку в умовах зламу соціально-економічного ладу. Тому залишати ринок без контролю недоцільно.

Фондовий ринок є одним із найбільш регламентованих і регульованих у світі (на відміну, наприклад, від товарного або валютного ринку), що пов'язано з його специфікою. Головна особливість фондового ринку полягає в тому, що рух капіталів, який здійснюється через випуск і обіг різних видів цінних паперів та їх

⁸ *Мозговий О.М.* Формування системи регулювання фондового ринку України: Дис. ... д-ра екон. наук. — К., 1999.

похідних, не існує у відриві від системи законодавства й відносин власності, що склалися в державі. Ще однією особливістю є те, що предметом обігу (тобто купівлі-продажу) на ринку є не реальні товари й послуги, якість і споживчі властивості яких можна перевірити до моменту купівлі (та переконатись у тому, що ціна товару відповідає його цінності для споживача), а фінансові активи (тобто фіктивний капітал), котрі фактично є обіцянкою доходу в майбутньому.

Загалом регулювання фондового ринку передбачає встановлення правил інвестиційного процесу, дотримання яких є обов'язковим для всіх. Серед основних завдань доцільно виокремити такі: впорядкування діяльності позичальників капіталу та фінансових посередників; забезпечення рівних можливостей для доступу на ринок, додержання учасниками ринку вимог законодавства, стабільного розвитку фондового ринку; захист інвесторів, споживачів фінансових послуг; запобігання монополізації та створення умов для розвитку добросовісної конкуренції; забезпечення прозорості й відкритості фондового ринку.

Здійснення державного регулювання передбачає ведення державного реєстру фінансових установ та ліцензування діяльності щодо надання фінансових послуг, а також нагляд і контроль діяльності фінансових установ.

Найголовнішим елементом регулювання фондового ринку, безперечно, є законодавче регулювання, яке забезпечує загальнообов'язковий регулюючий вплив на діяльність і поведінку всіх учасників ринку. Цей елемент утворює необхідний нормативно-правовий базис⁹, на якому учасники ринкових відносин, у т. ч. держава та її вповноважені органи, реалізують свої інтереси, повноваження, права й обов'язки.

Загальноприйнятим напрямом регулювання є ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку, тобто визначення відповідності намірів і можливостей (фінансово-майнового стану, організаційно-правової форми, кваліфікації співробітників тощо) суб'єкта підприємницької діяльності вимогам законодавства про цінні папери, яке регламентує цю професійну діяльність, та видача спеціального дозволу (ліцензії) у разі, якщо така відповідність встановлена. Ліцензування включає в себе безпосередньо видачу дозволів (ліцензій) на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку; призупинення або анулювання цих дозволів (ліцензій) у разі порушення вимог законодавства про цінні папери у процесі діяльності на фондовому ринку; реєстрацію емісій цінних паперів та інформацій про емісії (як різновид видачі дозволу на здійснення діяльності на фондовому ринку).

На всіх фондових ринках, розвинутих і таких, що розвиваються, безліцензійна діяльність вважається серйозним порушенням законодавства про цінні папери. Проведення такої діяльності розглядається як намагання ввести інвестора в оману та здійснити шахрайство з фінансовими ресурсами, що може призвести до дезорганізації ринку та його руйнування.

⁹ Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 № 3480-IV: [Електр. ресурс]. — <http://zakon.rada.gov.ua>.

Важливим елементом регулятивної діяльності на фондовому ринку є нагляд, який передбачає подання всіма учасниками фондового ринку періодичної й особливої фінансової звітності про свою діяльність; аналіз цієї звітності з метою встановлення відповідності діяльності учасників ринку вимогам законодавства (зокрема, вимогам майнового й фінансового стану, ліквідності, фінансової забезпеченості та ін.), що має сприяти захищеності інвестора на фондовому ринку; аналіз будь-якої інформації та відомостей щодо подій, тенденцій і явищ на ринку з метою виявлення ознак порушень законодавства про цінні папери; безпосередній нагляд за діяльністю професійних учасників ринку у процесі здійснення ними операцій із цінними паперами шляхом участі представників уповноваженого державного органу в торгових сесіях фондових бірж, позабіржових фондових торгових систем, у загальних зборах акціонерів тощо з метою недопущення порушень законодавства про цінні папери.

Ефективність наглядової діяльності залежить від низки факторів, пов'язаних насамперед із рівнем розвитку інформаційного забезпечення фондового ринку, наявністю різноманітних баз даних, розгалужених інформаційних і телекомунікаційних мереж, досконалого аналітичного апарату та національної системи моніторингу ринку.

Якщо нагляд — це безперервний моніторинг процесів, які відбуваються на фондовому ринку, то контроль є моніторингом діяльності учасників ринку з метою виявлення порушень законодавства про цінні папери. Без контролю навіть досконале законодавство нічого не варте. Об'єктами контролю виступають емітенти цінних паперів, професійні учасники ринку, фондові біржі, саморегулювні організації. Контроль дотримання законодавства на фондовому ринку можливий лише за наявності відповідного апарату, який складається із кваліфікованих спеціалістів, що здійснюють перевірки й ревізії фінансово-господарської діяльності учасників ринку.

Контроль включає такі заходи: проведення планових і позапланових (цільових — за скаргами та заявами юридичних і фізичних осіб або ініційованих — за поданням відповідних державних органів) перевірок і ревізій діяльності учасників фондового ринку; з'ясування всіх обставин та відомостей щодо факту виявленого порушення законодавства про цінні папери, збір і аналіз необхідних матеріалів та інформації; створення системи “внутрішнього” контролю шляхом упровадження в діяльність усіх професійних учасників ринку та їх об'єднань відповідних процедур самоконтролю. Функція контролю дотримання законодавства на фондовому ринку є найбільш ресурсомісткою, тому що вимагає залучення значних матеріальних, інтелектуальних і кадрових ресурсів. Це стосується й розвинутих ринків, і таких, що розвиваються.

Заключним елементом структури регулювання ринку є правозастосування, тобто здійснення відповідних заходів щодо запобігання та припинення порушень законодавства на фондовому ринку шляхом застосування різноманітних санкцій.

Усі елементи регулятивної інфраструктури тісно пов'язані між собою. Так, підставою для проведення перевірок діяльності учасників фондового ринку можуть стати ознаки порушення законодавства про цінні папери, виявлені у процесі нагляду за ринком; установлення факту порушення законодавства про цінні папери потребує правозастосування; узагальнення досвіду контрольно-ревізійної діяльності та правозастосування на ринку сприяє вдосконаленню й розвитку законодавства про цінні папери, що, у свою чергу, відбивається на вимогах щодо ліцензування, засадах нагляду та контролю на фондовому ринку.

Проведення державою й уповноваженими нею регулюючими органами заходів щодо законодавчого регулювання, ліцензування, нагляду, контролю та правозастосування на фондовому ринку являє собою державно-правову форму регулювання ринку. Існує також так звана інституційно-правова форма, тобто нормативне впорядкування праввідносин на ринку здійснюється саморегульованими організаціями професійних учасників ринку, об'єднань учасників ринку й позабіржових торговельно-інформаційних систем.

Система державного регулювання має забезпечувати поліпшення інвестиційного середовища, захист інтересів інвесторів, справедливе ціноутворення, усунення системних ризиків, забезпечення функціонування ринку фінансових послуг як механізму економічного розвитку.

Насамкінець зазначимо, що результатом реалізації концептуальних засад державного регулювання фондового ринку в Україні має бути розв'язання таких завдань: створення умов для значного припливу на вітчизняний ринок нових інвестиційних ресурсів, зокрема повернення частини коштів, переведених за кордон; посилення орієнтації вітчизняного фондового ринку на внутрішні джерела інвестицій, і передусім на вільні заощадження населення; створення умов для ефективного розподілу інвестиційних ресурсів серед підприємств, здатних за рахунок розширення своєї виробничої діяльності забезпечити дохід інвесторам; підвищення інвестиційної привабливості підприємств, надання їм державної підтримки у проведенні вторинних емісій, розвиток механізмів контролю підприємств і корпоративного управління з боку акціонерів; побудова ефективного вітчизняного фондового ринку, розвиток правової, інформаційної, розрахунково-клірингової, депозитарної, торгової та інших складових інфраструктури ринку, формування інституту вповноважених дилерів; зміцнення довіри до вітчизняного фондового ринку з боку інвесторів, формування системи безпеки учасників фондового ринку та захисту прав інвесторів, забезпечення всіх учасників ринку достовірною інформацією про емітентів і операції, що здійснюються на ринку; підвищення правової і професійної культури всіх учасників ринку цінних паперів, а також загальної ринкової культури населення.