

Г.М. Терещенко

## ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

На початку свого розвитку фондовий ринок України нагадував фондові ринки розвинених країн минулих десятиліть, де панували шахрайство, зловживання довірою інвесторів, маніпулювання ринком. Це насамперед пов'язують з помилками у проведенні загальної економічної лібералізації в країні, коли економічні процеси, що відбувалися в державі, були некеріваними через великий відрив реальних процесів в економіці від законодавчої бази, яка мала б врегульовувати такі процеси. Наслідком цього стало швидке нагромадження капіталів окремими особами через певні важелі та масове зубожіння населення, яке ввели в оману як фінансові шахраї (трасти, страхові компанії тощо), так і сама держава, що усіма своїми діями сприяла зловживанням, зокрема на ринку цінних паперів.

Адже необхідно було зважати на те, що наймасовішим інвестором на фондовому ринку є населення, яке не має спеціальних знань щодо обігу цінних паперів. Тепер довіра до цінних паперів втрачена і потрібно пройти довгий шлях, щоб її повернути. Це ще раз доводить користь втручання держави в цю сферу економічної діяльності. Буде неможливо забезпечити розвиток фінансового ринку в цілому та фондового ринку зокрема без підтримки довіри до нього, без створення надійної системи захисту прав та майнових інтересів інвесторів, передусім населення.

З початком масової приватизації в Україні певні регулюючі й контролюючі функції на фондовому ринку став виконувати Фонд державного майна України. Але наслідком цього стало обслуговування фондовим ринком приватизаційних процесів та фінансування потреб держави, що негативно позначилося на інвестиційному кліматі в країні.

На жаль, ми не змогли уникнути помилок розвинених країн, які ще 70 років тому пройшли еволюційним шляхом від "фінансових пірамід", шахрайства, спекуляцій, маніпулювання до регульованих, відкритих відносин на ринку цінних паперів. В Україні на сьогодні триває процес становлення ринку цінних паперів, і поряд із загальною тенденцією лібералізації економіки України набирає сили тенденція до більшої деталізації нормативної бази, посилення державного контролю за фондовою діяльністю.

Проблемам розвитку та регулювання вітчизняного ринку цінних паперів присвячено чимало наукових праць українських вчених-економістів, серед яких: О. Мозговий<sup>1</sup>, М. Бурмака<sup>2</sup>, І. Блага<sup>3</sup> та ін. Втім, і до сьогодні залишається невирішеною низка питань, пов'язаних з державним регулюванням ринку цінних паперів в Україні.

Метою даної статті є виокремлення проблем, які стоять на заваді ефективного розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, детальний аналіз законодавчої бази, що регулює діяльність учасників цього сегмента економіки, та визначення напрямів і шляхів удосконалення державного регулювання ринку цінних паперів в Україні.

Стратегія і тактика фондової політики фіксуються в нормативно-правових та методичних документах. Законодавче регулювання фондового ринку України – це багаторівнева структура, в основу якої покладено конституційні принципи<sup>4</sup>.

В Україні базовими законодавчими актами, які безпосередньо відносяться до сфери інвестиційної діяльності та ринку цінних паперів, є передусім Конституція, Цивільний кодекс, Кодекс про адміністративні правопорушення, Кримінальний кодекс. Іншими базовими законодавчими актами щодо регулювання діяльності на ринку цінних паперів є Закони України “Про власність”, “Про господарські товариства”, “Про підприємництво”, “Про цінні папери та фондову біржу”, “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”, “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” та ін.

Згідно із Законом України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”<sup>5</sup> державне регулювання здійснюється з метою: реалізації єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних; створення умов для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства; одержання учасниками ринку цінних паперів інформації про умови випуску та обігу цінних паперів, результати фінансово-господарської діяльності емітентів, обсяги і характер угод з цінними паперами та іншої інформації, що впливає на формування цін на ринку цінних паперів; забезпечення рівних можливостей для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів; гарантування прав власності на цінні папери; захист прав учасників фондового ринку; інтеграція у європейський та світовий фондові ринки; дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства; запобігання монополізації та створення умов розвитку добросовісної конкуренції на ринку цінних паперів; контроль за прозорістю та відкритістю ринку цінних паперів.

До сфери державного регулювання ринку цінних паперів в Україні належать як законодавче забезпечення, так і регулювання й визначення правил випуску та обігу цінних паперів, реєстрація нових випусків, ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів, захист прав інвесторів, контроль за дотриманням антимонопольного законодавства, контроль системи ціноутворення та діяльності професійних учасників ринку.

Як правило, функцію регулювання ринку цінних паперів виконує спеціальний державний орган. Міжнародний досвід показує, що у більшості країн з розвинутою економікою є самостійні відомства (комісії з цінних паперів – модель США, Бюро з цінних паперів – Японія, Федеральне управління з банківського нагляду – Німеччина, Рада з цінних паперів та інвестицій – Великобританія, Комісія з біржових операцій – Франція, Комісія з цінних паперів та біржі та Спостережна рада з цінних паперів – Корея), приблизно у 15 % країн за фондовий ринок відповідає Міністерство фінансів<sup>6</sup>.

В Україні з 1995 р. таким регулюючим органом виступає Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. До функцій Державної комісії входять основні питання державного регулювання ринку цінних паперів,

а саме: формування та здійснення державної політики в галузі розвитку ринку; контролювання випуску та обігу цінних паперів; реєстрація нових випусків; ліцензування професійної діяльності та інші функції.

У створенні та вдосконаленні нормативно-правової бази фондового ринку беруть участь: Фонд державного майна, Міністерство фінансів, Анти-монопольний комітет, Національний банк України<sup>7</sup>.

Зокрема Міністерство фінансів України з 1991 по 1995 р. було головним регулюючим органом з боку держави. Воно проводило роботи зі створення фондового ринку, займалося його нормативно-методологічним забезпеченням, реєстрацією і обліком випуску цінних паперів підприємств, реєстрацією інформації про відкритий випуск акцій, наданням дозволу на здійснення посередницької діяльності з цінних паперів тощо<sup>8</sup>.

Основні принципи розбудови ефективного фондового ринку закладені в Концепції, яка була схвалена Постановою Верховної Ради України від 22 вересня 1995 р. № 324/95. Це соціальна справедливість, забезпечення рівних можливостей та спрощення умов доступу інвесторів та позичальників на ринок фінансових ресурсів, недопущення монопольних проявів, дискримінації прав та свобод суб'єктів ринку цінних паперів<sup>9</sup>.

Як вже зазначалося, ця Концепція має низку суперечностей. Як відомо, соціальна справедливість та ринковий механізм — поняття несумісні. Забезпечувати соціальну справедливість — завдання державних фінансів, але не фондового ринку. Тому більшість положень Концепції так і залишилися гаслами.

Один з головних законодавчих актів, який безпосередньо регулює ринок цінних паперів, — Закон України “Про цінні папери і фондову біржу”. Цим законом визначаються умови і порядок випуску цінних паперів, а також регулюється посередницька діяльність в організаційному обігу цінних паперів. Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” визначає правові засади здійснення державного регулювання ринку цінних паперів та державного контролю за випуском та обігом цінних паперів. Закон України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” визначає правові засади обігу цінних паперів у Національній депозитарній системі та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні.

Законами України “Про приватизацію державного майна”, “Про приватизацію невеликих державних підприємств (малої приватизації)” регулюються правові, економічні та організаційні основи приватизації державного майна. Закон України “Про приватизаційні папери” в свою чергу визначає поняття і види приватизаційних паперів, умови та порядок їх випуску, розміщення серед громадян України, обліку, використання та погашення.

Закон України “Про власність” покликаний захищати права власності громадян, зокрема на цінні папери. Закон “Про підприємства в Україні” визначає види і організаційні форми підприємств, правила їх створення, реєстрації, реорганізації і ліквідації, організаційний механізм здійснення ними підприємницької діяльності в умовах переходу до ринкової економіки. Втім, слід зазначити, що підприємницька діяльність регулюється

й окремим Законом України “Про підприємництво”, який визначає загальні правові, економічні та соціальні засади здійснення підприємницької діяльності на території України. Поняття і види господарських товариств, правила їх створення, діяльності, а також права і обов’язки їх учасників та засновників визначає Закон України “Про господарські товариства”. Цим законом, зокрема, регулюється діяльність акціонерних товариств в Україні. Виняткове значення має Закон України “Про оподаткування прибутку підприємств”.

Одне з ключових місць у регулюванні ринку цінних паперів належить Закону України “Про інвестиційну діяльність”, яким визначаються загальні умови інвестиційної діяльності. Він спрямований на забезпечення рівного захисту прав, інтересів і майна суб’єктів інвестиційної власності. Також слід зазначити, що правові та організаційні основи створення, діяльності та відповідальності суб’єктів спільного інвестування визначає Закон України “Про інститути спільного інвестування”. Цим законом, зокрема, визначаються особливості управління активами, розміщення та обігу цінних паперів інститутів спільного інвестування, порядок та обсяг розкриття інформації, встановлюються вимоги до складу, структури та зберігання активів тощо.

Законодавче й підзаконне регулювання ринкових відносин в Україні з цінними паперами ґрунтувалося на врахуванні досвіду їх регулювання іншими країнами. Проте складність полягала у тому, що Україні доводилося враховувати досвід функціонування розвинених ринків цінних паперів в умовах, коли власний ринок лише починав своє становлення.

Реальне життя та становлення ринкових відносин у цій сфері одразу ж виявили брак державно-правового регулювання та зумовили необхідність прийняття нових нормативних актів.

30 жовтня 1999 р. був підписаний Указ Президента України “Про основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році”<sup>10</sup>. Цей документ визначав напрями, пріоритети та завдання ефективного функціонування ринку цінних паперів в Україні.

В основу програми було покладено Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку України у 1995 р. та інші законодавчі акти, що регулюють його діяльність.

Основними завданнями розвитку фондового ринку є:

- створення ефективної системи захисту прав інвесторів;
- залучення та раціональне розміщення інвестиційних ресурсів для подальшого розвитку економіки;
- підвищення ефективності функціонування системи реєстрації прав власників;
- організація ринків основних ресурсів матеріального виробництва і забезпечення вільного доступу підприємств країни до них;
- запровадження системи моніторингу фондового ринку;
- розробка комплексного плану наукових досліджень фондового ринку на 2001–2005 рр.;
- розробка комплексного плану інтеграції фондового ринку України у світові ринки капіталу на 2001–2005 рр.

26 березня 2001 р. Президентом України був підписаний Указ “Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України”. Цим Указом були схвалені основні напрями розвитку фондового ринку України на 2001–2005 рр.<sup>11</sup> Документ відрізняється більшою конструктивністю, ніж Концепція 1995 р., але багато в чому дублює Указ “Про Програму розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році” і, звичайно, має декларативний характер.

У цьому документі враховуються головні тенденції на міжнародних фондових ринках, що визначатиме подальший розвиток ринку України.

По-перше, глобалізація світового ринку капіталу, створення великих торговельних та розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталів.

По-друге, технологізація ринків капіталу через зростаюче використання новітніх інформаційних і фінансових технологій.

По-третє, універсалізація або зростання ролі інституційних інвесторів у здійсненні фінансових інвестицій.

Головною метою функціонування та розвитку фондового ринку, як зазначається в документі, має стати залучення інвестиційних ресурсів для спрямування їх на забезпечення зростання виробництва.

Сьогодні в Україні державне регулювання фондового ринку базується на чинних законодавчих актах та нормативно-правових документах ДКЦПФР. Проте, як доводить практика, це регулювання не завжди відповідає вимогам ринку. У Верховній Раді знаходиться більш ніж десять законопроектів, які стосуються корпоративного управління та фондового ринку. Прийняття цих документів може вирішити нагальні питання припливу інвестицій та подальшого розвитку ринку цінних паперів. На розгляді у парламенті знаходиться Закон “Про акціонерні товариства”. Необхідність його прийняття обумовлена великою кількістю порушень корпоративних прав акціонерів.

В Україні діє прийнятий ще понад десять років тому Закон України “Про господарські товариства”, який регулює діяльність усіх п’яти видів господарських товариств (акціонерних товариств, товариств з обмеженою, додатковою та повною відповідальністю, командитних товариств). Передусім цей закон розрахований лише на можливість створення різних господарських товариств. Але із зростанням кількості акціонерних товариств закон вже не може регулювати їх діяльність на ринку цінних паперів. Це призводить до ряду маніпуляцій на фондовому ринку та порушень прав акціонерів, особливо тих, хто володіє невеликими пакетами акцій. Виникає необхідність внесення змін та доповнень до цього закону у частині регулювання діяльності акціонерних товариств. Проте фахівці дійшли спільної думки про доцільність підготовки окремого проекту Закону України “Про акціонерні товариства”, який передбачає захист прав акціонерів. І такий законопроект був винесений урядом на розгляд Верховної Ради, але його доля ще не вирішена.

З метою сприяння побудові в Україні відкритого, регульованого та ефективно працюючого ринку капіталів через розвиток корпоративного управління у квітні 1998 р. було створено Спеціальну робочу групу з питань корпоративного управління та прав акціонерів згідно з Меморандумом про



взаєморозуміння між урядами США та України. Робота групи здійснювалася, головним чином, за трьома напрямками:

- розробка учасниками проекту Закону України “Про акціонерні товариства” як кардинального та комплексного способу вирішення питань корпоративного управління;
- підготовка та обговорення проектів нормативно-правових актів і роз’яснень Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку;
- обговорення конкретних проблем та заходів, що запобігатимуть їхньому виникненню у майбутньому, а також обговорення концептуальних основ вирішення певних питань.

Процес регулювання фондового ринку має містити комплекс правових, адміністративних, економічних, технічних та інших методів, оформлених в загальнообов’язкові правила діяльності і закріплених у нормативно-правових актах держави<sup>12</sup>.

Для функціонування ринків цінних паперів у всіх країнах величезне значення мають не тільки правові акти, які регулюють лише дану сферу, але й ті, які регулюють її спільну діяльність з іншими сферами. Перш за все, це торговельні та цивільні кодекси, а також нормативні акти про оподаткування.

Ринкова взаємодія є складним суспільним явищем, яке має певну сукупність невід’ємних складових. Штучно змінити виникнення ринкової взаємодії неможливо, отож завдання учасників значною мірою полягає у тому, щоб знаходити способи, які допомагатимуть здійсненню ринкових відносин успішно та ефективно. Зокрема, до таких засобів належать норми та принципи правового регулювання ринкової взаємодії.

Правові норми є встановленими і визначеними правилами поведінки. Вони можуть дозволяти, обмежувати, вимагати, забороняти, допускати або визначати той чи інший варіант поведінки на ринку цінних паперів. У зв’язку з тим, що ринкова взаємодія цінних паперів є не лише складною, але й такою, що постійно змінюється та розвивається в певних напрямках, на практиці досить часто ані державно-правові, ані інституційно-правові норми не можуть охопити своєю дією певні важливі аспекти ринкових відносин у сфері цінних паперів. У таких випадках мають бути задіяні правові принципи регулювання.

Під правовими принципами регулювання ринкової взаємодії розуміють певну сукупність вимог або критеріїв, яким повинні відповідати регулюючі дії учасників ринку<sup>13</sup>.

Кожен учасник має налагоджувати відносини з іншими учасниками або свої внутрішні взаємини. Для того щоб регулювання було ефективним, воно має задовольняти певні вимоги. Якщо регулювання відповідає вимогам, воно відбувається як таке; якщо не задовольняє вимоги — його як такого не існує. Тобто в останньому випадку ринкова взаємодія знаходитиметься поза межами регулювання і матиме випадковий характер. Таким чином, можна зробити висновок, що знання вимог або критеріїв регулювання сприяє його здійсненню.

Існує чимало принципів правового регулювання ринку цінних паперів, але, на нашу думку, на особливу увагу заслуговують такі з них: законність, делегування повноважень, визначеність правових текстів<sup>14</sup>.

Принцип законності має три складові:

- виконання вимог, які прямо викладені в законах або підзаконних актах;
- обмеженість будь-яких дій рамками законів або підзаконних актів;
- право регулювання відповідно до законів або підзаконних актів.

Принцип делегування повноважень є дуже важливим способом здійснення регулювання ринкової взаємодії. Можна навіть сказати, що він є необхідною умовою будь-якого регулювання суспільних відносин.

Через те, що ринок являє собою систему взаємовідносин, яка поєднує у собі державно-правове та інституційно-правове регулювання, то, відповідно, йтиметься про внутрішньодержавне, державно-інституційне та внутрішньо-інституційне делегування повноважень.

При регулюванні ринкової взаємодії існує принцип, за яким ніхто не може передавати більше прав за ті, якими він сам володіє на законних підставах.

Плідність та ефективність державно-правового та інституційно-правового регулювання ринкової взаємодії знаходиться у прямій залежності від ясності тексту, оскільки не можна керуватися тим, що є незрозумілим. На нашу думку, деякі закони та підзаконні акти України сприймаються неоднозначно, а деякі положення взагалі можуть суперечити одне одному.

Виходячи з того, що регулювання необхідно, з одного боку, для забезпечення розвитку фондового ринку, а з іншого, – для гарантії дотримання усіма його учасниками встановлених правил та норм діяльності, можна сформулювати такі завдання регулювання ринку.

По-перше, визначення ключових параметрів фінансової системи країни та місце в ній професійних учасників ринку цінних паперів. “Регулятор” задає базову систему, параметр допомагає здійснити вибір між прихильниками концепції універсальних комерційних банків і тими, хто відстоює необхідність формування особливої групи професійних учасників ринку цінних паперів<sup>15</sup>. Далі необхідно встановити стандарти та вимоги щодо здійснення нових видів діяльності на ринку цінних паперів, таких, наприклад, як взаємні фонди або розрахунково-клірингові організації.

По-друге, створення умов та пошук стимулів конструктивної поведінки учасників ринку. Йдеться про застосування такого порядку, при якому учасники ринку прагнули б створювати нові інфраструктурні організації (або для участі в їхній діяльності) з метою підвищення прозорості ринку.

По-третє, попередження дій, які негативно впливають на ринок. Таке завдання є вкрай важливим через чутливість фінансового ринку до системних ризиків. Це небезпека, яка виникає через неплатоспроможність або недобросовісність дій учасників ринку.

Держава має виконувати на ринку цінних паперів системоутворюючу функцію та нести відповідальність за стан його національної та економічної безпеки<sup>16</sup>.

Забезпечення національних інтересів на ринку цінних паперів означає надійну захищеність державними інститутами таких інтересів на ринку цінних паперів від внутрішніх та зовнішніх загроз. Стан безпеки оцінюється системою параметрів, критеріїв та індикаторів, які визначають граничні значення функціонування як на ринку в цілому, так і на окремих його сегментах. Здатність держави захищати ринок від негативних впливів та не допускати таких обвалів, як масовий крах шахрайських фінансових пірамід або пірамід державних цінних паперів, є основною характеристикою стану національної та економічної безпеки.

Сьогодні держава з цим не справляється. Національні інтереси України стосовно ринку цінних паперів, що визначаються як комплекс макроекономічних та політичних завдань держави, в теперішніх умовах включає в себе: повернення довіри учасників ринку цінних паперів до держави та її фінансових інститутів; організацію процесу розширеного відтворення і підвищення його ефективності на основі мобілізації передусім внутрішніх інвестиційних ресурсів.

Важливим напрямом оптимізації системи регулювання фондового ринку в Україні є, на думку науковців, безпосереднє вдосконалення методів державного контролю та їх правове застосування на ринку, що забезпечується насамперед відповідними заходами законотворення та оперативного управління<sup>17</sup>.

Цілком очевидною є необхідність надання ринку на початку його розвитку максимальної свободи для зростання. Втім, як регулювання, так і необмежена конкуренція можуть виявитися згубними за умови досягнення ними критичної межі<sup>18</sup>.

Об'єктивною причиною слабого регулювання ринку цінних паперів стала абсолютна невідповідність України до виникнення фондового ринку, відсутність достатнього досвіду у створенні законодавчої бази, тоді як сам ринок змінювався дуже швидко.

Слід звернути увагу на вихідну тезу Ф.Д. Рузвельта, яка міститься в його перших публічних виступах стосовно фондового ринку. Так, він відстоював необхідність перевірки інформації, на основі якої інвестори приймають рішення, незалежними експертами, що несуть відповідальність за достовірність перевірок. Під час реалізації цієї ідеї в США було створено ефективну дворівневу систему перевірки емітентів: на рівні комісії з цінних паперів і фондових бірж та на рівні приватних фірм, що здійснюють первинне розміщення цінних паперів. Закон зобов'язав останніх розділити матеріальну відповідальність перед інвестором з емітентом. Цей простий захід продемонстрував високу ефективність. Завдяки професійному контролю над емітентом різко скоротилися прояви шахрайства на ринку.

Так, першочерговим заходом є стабілізація законодавчої бази, створення системи захисту прав інвесторів через впровадження системи відповідальності учасників ринку цінних паперів, введення фінансових (штрафних) санкцій у разі невиконання останніми зобов'язань перед інвесторами. Таким чином, надаються державні гарантії збереження коштів дрібних власників



цінних паперів, обмежуються маніпуляції на ринку цінних паперів та використовується інсайдерська інформація.

<sup>1</sup>Мозговий О.М. Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація): Автореф. дис. ... д-ра екон. наук: 08.04.01 / КНЕУ. – К., 1999. – 33 с.

<sup>2</sup>Бурмака М.О. Регулювання фондового ринку в умовах інтернаціоналізації (оптимізація міжнародних та національних регулятивних систем): Автореф. дис. ... канд. екон. наук: 08.05.01 / КНЕУ. – К., 1998. – 17 с.

<sup>3</sup>Блага І.А. Державне регулювання фондового ринку // Фінанси України. – 2002. – № 7. – С. 89–93.

<sup>4</sup>Мозговой О.Н. Зарубежный фондовый рынок. – К.: Феникс, 1998. – 130 с.

<sup>5</sup>Закон України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” // ВВР. – 1996. – № 51. – Ст. 292.

<sup>6</sup>Мишкін Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. – К.: Основи, 1998. – 963 с.

<sup>7</sup>Мозговой О.Н. Зарубежный фондовый рынок. – К.: Феникс, 1998. – 130 с.

<sup>8</sup>Василик О.Д. Державні фінанси України: Навч. посіб. – К.: Вища школа, 1997. – 383 с.

<sup>9</sup>Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України // Голос України. – 1995. – № 206–207.

<sup>10</sup>Указ Президента України “Про основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році” від 30.10.1999 р. № 1415/99 // Збірник поточного законодавства, нормативних актів, арбітражної та судової практики. – 1999. – № 47(229). – С. 3–4.

<sup>11</sup>Указ Президента України “Про додаткові заходи щодо розвитку фондового ринку України” від 26.03.2001 № 198/2001 // Збірник поточного законодавства, нормативних актів, арбітражної та судової практики. – 2001. – № 14 (300). – С. 3–5.

<sup>12</sup>Блага Н.В. Державне регулювання фондового ринку // Фінанси України. – 2002. – № 7. – С. 89–93.

<sup>13</sup>Мельник В.А. Ринок цінних паперів. – К.: ВІРА-Р, 1998. – 560 с.

<sup>14</sup>Там само.

<sup>15</sup>Данилова Т.Н. Инвестиционный рынок и его место в структуре финансового рынка (институциональный подход) // Финансы и кредит. – 2002. – № 8. – С. 10–25.

<sup>16</sup>Уваров О., Фомина Л. Государственное регулирование – основа безопасности рынка ценных бумаг России // Рынок ценных бумаг. – 1999. – № 2. – С. 70–72.

<sup>17</sup>Бурмака М.О. Регулювання фондового ринку в Україні // Фінанси України. – 1998. – № 11. – С. 78–83.

<sup>18</sup>Сорос Дж. Алхимия финансов. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 416 с.