УДК 351.72 : 336.76

О. О. КАЛЮГА

МЕХАНІЗМИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

***П**роаналізовано принципи та сучасні механізми державного регулювання фондового ринку.*

Ключові слова: регулювання фондового ринку, ціноутворення, оцінювання, ліцензування, відкритий доступ, злиття, поглинання.

***T**he principles and modern mechanisms of the state regulation of the fund market is analysed in the article.*

Key words: regulation of the fund market, pricing, evaluation, licensing, opened access, confluence, absorption.

Україна вступила на шлях побудови фондового ринку в той час, коли у світовій практиці сформувалися принципи та механізми державного й наддержавного регулювання фінансових ринків. Це дає Україні змогу не повторювати помилок, що припускалися інші держави, а створити оптимальний механізм функціонування фондового ринку, спираючись на міжнародний досвід і національні особливості.

Питання державного регулювання фондового ринку в Україні знайшли широке відображення у вітчизняній науковій літературі. Серед авторів, які зосереджували свою увагу на визначенні принципів, методів і механізмів державного регулювання роботи фондового ринку, необхідно зазначити І. Андрущенка, С. Анохіна, Н. Благу, М. Гончара, О. Іваницьку, А. Дєгтяра, М. Корецького, О. Крюкова, М. Латиніна, О. Амосова, Н. Кузнєцову, А. Кутиркіна, О. Мозгового, І. Назарчук, В. Оскольського, О. Харитонову, Р. Шаравару та ін. У роботах дослідників підкреслюється важливість державного регулювання ринку цінних паперів. Дуже рідко зустрічається протилежна точка зору, коли автори пов’язують можливість розвитку фінансового ринку лише за умов “відсутності державного регулювання операцій з цінними паперами” [6, с. 367].

Серед наукових праць слід особливо виділити праці, що присвячені пошуку шляхів підвищення ефективності функціонування ринку цінних паперів. Деякі науковці пов’язують це з політикою державних органів щодо досягнення прозорості та інформативності роботи учасників фондового ринку як першорядної та безумовної вимоги його ефективності. Зокрема, І. Андрущенко визначає необхідність обміну інформацією стосовно роботи учасників фондового ринку між державними органами, створення єдиної бази даних щодо акціонерних товариств України [1, с. 11–13].

Метою статті є аналіз принципів і механізмів державного регулювання фондового ринку.

На важливості створення адекватної правової бази як найважливішого заходу державної політики розвитку фондового ринку наголошують численні автори, зокрема, у працях В. Клименка [2] підкреслюється доцільність створення жорсткої регулятивної інфраструктури ринку та її правової бази; врегулювання питань чіткого розмежування видів інструментів фондового ринку, законодавчого закріплення класифікації цінних паперів на пайові, боргові та похідні; вжиття дійових заходів щодо легалізації тіньового капіталу, запобігання відпливу капіталів за кордон; реорганізація податкового законодавства щодо інвестицій; гармонізація українських і міжнародних стандартів; запобігання негативному впливу на ринок монетарного, валютного, фіскального та податкового державного регулювання; попередження надмірного розвитку державних цінних паперів, що використовуються на покриття непродуктивних витрат.

О. Мертенс зазначає, що державне регулювання має забезпечити відповідне законодавче забезпечення, правила випуску та обігу, реєстрації, захисту прав інвесторів, контроль системи ціноутворення, при цьому основною метою держави має стати досягнення компромісу між фіскальною функцією та загальноекономічною ефективністю [3, с. 62].

Видатними представниками економічної наукової думки окреслено низку принципів для ефективного процесу регулювання і пруденціального нагляду.

Перший, найбільш важливий принцип управління полягає в забезпеченні незалежності фінансових регуляторних органів, що має поєднуватися з відповідними вимогами їх звітності перед вищими державними органами управління. Регуляторні органи і особи повинні бути захищені від волюнтаристських рішень, звільнень і скасувань, а також від погроз, які пов’язані з ретельним виконанням ними своїх регуляторних функцій.

Другий принцип полягає в тому, що урядові агенції (фінансові або нефінансові) повинні мати прозорі цілі діяльності та виконувати операції, які б підтримувались адекватним рівнем звітування перед громадськістю.

Третій принцип полягає в тому, що мають бути укладені угоди для забезпечення цілісності та ефективного менеджменту всередині регуляторних органів. Наприклад, доцільно підтримувати та запроваджувати кодекси поведінки для управління штатом регуляторних органів, включаючи механізм юридичної перевірки рішень, що приймаються в агентстві. Підкреслюється також важливість

випереджальних антикорупційних дій для запобігання “інфекції державного недогляду” за фінансовими інституціями та ринками.

Під час фінансових стагнацій і криз цілі корпоративного управління високого рівня можуть бути спотворені, тому вся система регулятивних інституцій і засобів у несприятливі часи має бути реформована шляхом застосування нових інституціональних структур із більш високим рівнем прозорості та звітності.

Інший ключовий індикатор державного управління високого рівня – рівень прозорості регуляторних цілей та операцій, включаючи взаємовідносини з іншими агентствами. Практика розвитку Програми оцінювання фінансового сектора свідчить, що країни, що розвиваються, включаючи країни з перехідною економікою, значно відстають від розвинутих країн. З іншого боку, нагляд за банківським сектором і платіжними системами, який зазвичай здійснює центральний банк, оцінюється навіть у країнах, що розвиваються, досить високо. Отже, результативність регуляторних процедур тісно пов’язана з наявністю органу регулювання та контролю, який має спеціальні повноваження.

Наступним аспектом формування системи механізмів державного управління є визначення системи заходів, спрямованих на підвищення ефективності функціонування ринку цінних паперів. Виходячи з аналізу наукової бази дослідження щодо регулювання ринку цінних паперів, усі заходи можна поділити на дві групи: заходи прямого та непрямого втручання в його функціонування та діяльність його інституцій.

До заходів прямого впливу належать: законотворча та нормотворча робота з питань формування і розвитку ринку цінних паперів; ліцензування учасників ринку; прямий контроль за обігом деяких видів цінних паперів; реєстрація цінних паперів; контроль за правами власності й їх зміною; установлення правил здійснення окремих видів угод.

Непряме регулювання на роботу ринку цінних паперів здійснюється через загальну та спеціальну систему механізмів фінансової політики. До першої належать такі:

– ринкові (непрямі) механізми монетарної політики, зокрема операції на відкритому ринку;

– гарантування урядом кредитів, позик, депозитів, у тому числі на євровалютному ринку;

– уведення в обіг різного виду державних облігацій, векселів та інших цінних паперів;

– валютне регулювання та валютний контроль.

Системна дія цих заходів формує загальний мікроклімат роботи на фондовому ринку, впливає на склад портфелів цінних паперів, надає індикатори та оцінки, на які орієнтуються інвестори. Крім того, кожний з цих механізмів має свій характер дії на сам ринок і на роботу його учасників.

Механізми монетарної політики впливають на активність роботи з державними цінними паперами, визначають ступінь привабливості цього сектора грошового ринку, а також визначають ступінь віддання переваги учасниками операцій з цінними паперами надійним безризиковим інструментам.

Механізм гарантування позик, кредитів, депозитів може впливати на перерозподіл інвесторів між різними ринками, зокрема банківським і фондовим, а також на вихід емітентів на зовнішні ринки. Крім того, цей механізм при його вдалому застосуванні може підвищувати загальний рівень довіри до фінансового ринку.

Через уведення певних інструментів, наприклад ПДВ-облігацій, цінних паперів центрального банку держава впливає на перетворення боргів у сек’юритизовану форму, підвищує чи знижує загальну ліквідність фінансового ринку, стимулює процеси інновацій.

Валютне регулювання та валютний контроль визначають ступінь привабливості роботи з інструментами фондового ринку, деномінованими в національній валюті, інші засади формування і розвитку ринку.

На наш погляд, значна увага має приділятися спеціальним заходам державного впливу. Серед цільових механізмів державного регулювання фондового ринку, виходячи із рівня сучасних вимог до роботи фондового ринку, найбільше значення мають такі:

– формування і стимулювання застосування різних методів ціноутворення, контроль за рівнем цін на різні інструменти фондового ринку;

– уведення податків на доходи від цінних паперів і запровадження інших заходів податкової політики;

– забезпечення застосування різноманітної палітри фондових індикаторів.

Важливим завданням державного регулювання є забезпечення виходу на фондовий ринок сумлінних учасників фінансових процесів. У цьому зв’язку підвищується роль ліцензування як регулятора цивілізованих відносин на ринку цінних паперів.

Система ліцензування може трактуватися не лише як форма допуску на ринок. Вона виступає також і формою регулювання торгів і певних видів господарської діяльності, тому за її допомогою можна стимулювати активність не тільки різних суб’єктів підприємництва з огляду на їх організаційну форму управління та види, а також з огляду на різні галузі та сфери діяльності [4]. У цьому відношенні важливо здійснити регламентацію повноважень державних органів регулювання діяльності у сфері ліцензування; провести систематизацію та узгодженість законів і підзаконних актів; посилити державний контроль процедур розкриття інформації щодо учасників ринку.

Для формування сприятливих тенденцій роботи фондового ринку необхідною умовою є справедливе формування ціни. На наш погляд, зміст державного механізму ціноутворення полягає передусім у тому, що держава має контролювати початкову ціну та ціну закриття ринку для того, щоб уникнути його “перегріву”. Цей механізм досконало вивчено західними вченими. Проте з боку українських учених і практиків цьому

аспекту приділялось недостатньо уваги, а якщо й існували наукові розробки, то вони недостатньо враховувалися в практиці державного регулювання. Ціна на фондовому ринку слугує поштовхом для інвесторів вкладати кошти, стимулом для професіоналів ринку щодо активізації дій для отримання прибутку. Для державних органів вона має слугувати орієнтиром для так званих справедливих цін, а також цін блокування роботи певного ринку.

На фондовій біржі діє кілька правил, що сприяють формуванню справедливої ціни:

– установлення державою та саморегулюючими організаціями певних правил реєстрації на біржі, що передбачає, що інструменти цих компаній є надійними, в які можна без сумніву вкладати інвестиції;

– установлення правил ліцензування дилерів, що можуть брати участь у роботі біржі на предмет запобігання допуску шахраїв і несумлінних гравців;

– запобігання діям щодо маніпулювання цін, суворе покарання тих, хто цьому сприяє.

Отже, питання ліцензування та ціноутворення тісно пов'язані один з одним, проте існують і особливості процесів ціноутворення, які поєднують дію ринкових сил і державного втручання.

Одне з питань, на вирішення якого впливають процеси ціноутворення на ринку цінних паперів, належить до площини управління злиттям і поглинанням компаній. У випадку недооцінки активів компанії і, відповідно, низької вартості її акцій, невеликої її прибутковості існує погроза поглинання її з боку національних або іноземних компаній. Причому злиття та поглинання компанії здійснюється в "дешевий" спосіб: акції компанії, що поглинається, скуповуються за безцінь незалежно від того, чи поглинання є бажаним, добровільним, чи небажаним для компанії. Часто порушуються співвідношення ціни акцій до їх дохідності. У системі державного регулювання важливо визначити засади використання цінових параметрів при управлінні злиттям і поглинанням компаній, установити обмеження на порушення основних співвідношень, які розроблені світовою практикою.

Особливо важливою є оцінка наслідків процесів поглинання, коли цей процес здійснюється іноземною компанією. Нерідко цілепоглинання цієї акції виступає більш дешевим, без надмірних додаткових інвестицій, засобом проникнення на ринок країни. Як правило, з трьох відомих форм оплати угоди – обмін акцій у попередньо визначеній пропорції на акції новоствореної компанії; використання комбінації акцій та готівки; оплата акцій готівкою – вибирається перша або друга. Отже, не відбувається надходження інвестиційних ресурсів у їх найбільш бажаній для молодих економік форми – у вигляді потоків готівки.

Значною мірою процеси вдосконалення системи ціноутворення на фондових ринках пов'язані з поліпшенням корпоративного управління. Міжнародною практикою відпрацьовано низку заходів щодо формування ефективної системи корпоративного управління і роботи фондового ринку. Цікавим є підхід Центру міжнародного приватного підприємництва [5, с. 40]. Одним із першорядних завдань уряду країни виконавчий директор Центру Дж. Салліван вбачає створення системи незалежних реєстраторів акцій. Іншим завданням він вважає визначення стандартів прозорості та підзвітності продажу основного майна разом із примусовими механізмами та процедурами, за допомогою яких інвестори можуть домагатися отримання компенсації за збитки. Крім того, фахівець наголошує на необхідності використання стандартів корпоративного управління; визначення функції внутрішнього аудиту та механізму включення до аудиторських комісій незалежних директорів; визначення процедур вирішення конфліктів інтересів та інсайдерських торгових операцій з цінними паперами. Запровадження цих відомих на корпоративному ринку розвинутих країн процедур управління забезпечить формування підґрунтя для нормалізації роботи фондового ринку країн з перехідною економікою.

Важливим є встановлення певних співвідношень між прямими та непрямими механізмами державного регулювання, узгодження заходів і механізмів, що належать до загальних і спеціальних, спрямованих безпосередньо на учасників ринку цінних паперів.

Ціноутворення на фондових ринках країн з перехідною економікою є недосконалим з огляду на непрозорість його роботи; численні макроекономічні та політичні кризи; нестабільність роботи окремих галузей; відсутність багатьох ринкових елементів, що сприяють оптимальному ціноутворенню, зокрема, достовірної оцінки ризиків; неефективний корпоративний менеджмент. Це спричиняє необхідність контролю за процесами ціноутворення з боку державних органів влади.

Отже, головними завданнями державного регулювання у сфері розвитку фондового ринку є запровадження системи інформаційної достатності, звітності та оцінювання основних його гравців, що досягається шляхом введення ліцензування, відкриття доступу на фондові ринки сумлінним його учасникам.

Література:

1. *Андрущенко І. Г.* Проблеми організації та перспективи розвитку державного контролю вітчизняного фондового ринку / І. Г. Андрущенко // Актуальні проблеми економіки. – 2002. – № 1. – С. 11–13.

2. *Клименко В. В.* Державне регулювання фондового ринку / В. В. Клименко // Фінанси України. – 2000. – № 10 (58). – С. 57–62.

3. *Мертенс А. В*. Инвестиции: Курс лекций по современной финансовой теории / А. В. Мертенс. – К. : Киевское инвестиционное агенство, 1997. – 416 с.

4. *Регурецька О.* Ліцензування торгівлі цінними паперами: деякі аспекти / О. Регурецька // Підприємництво, господарство і право. – 2002. – № 3. – С. 15–18.

5. *Салліван Дж.* Корпоративне управління: прозорість у відносинах між урядом і бізнесом / Дж. Салліван // Центр міжнародного приватного підприємництва, 2000.

6. *Шевчук В. Я.* Основи інвестиційної діяльності / В. Я. Шевчук, П. С. Рогожин. – К. : Генеза, 1997. – 384 с.

Надійшла до редколегії 14.09.2010 р.