



УДК 336.761

Механізм удосконалення системи державного регулювання фондового ринку

Ірина Віталіївна Шкодїна,
доцент кафедри економічної теорії
Харківського інституту банківської справи
Університету банківської справи Національного банку України (м. Київ),
кандидат економічних наук, доцент

Анотація. Розглянуто стан системи державного регулювання фондового ринку і визначено механізм її вдосконалення.

Ключові слова: фондовий ринок, державне регулювання, теорія самоорганізації, саморегулювнi організації (CPO).

Вступ. Розвиток сучасного фондового ринку України, особливості взаємодії на ньому професійних і непрофесійних суб'єктів ринку між собою та державою свідчать про те, що сьогодні система державного регулювання фондового ринку в Україні не відповідає ані міжнародним стандартам діяльності, ані сучасним громадським потребам. Таким чином, система державного регулювання фондового ринку потребує кардинальних змін.

Мета – визначивши сучасні особливості системи державного регулювання фондового ринку, розкрити механізм її вдосконалення на основі діалектичної взаємодії організації (регулювання) та самоорганізації як найважливіших умов поступального розвитку не тільки фондового ринку, а й усієї економічної системи.

Аналіз останніх досліджень. Ураховуючи важливість фондового ринку для економічного розвитку, питанням його функціонування вчені завжди приділяли увагу. Серед наукових праць, у яких досліджуються проблеми регулювання фондового ринку, слід виділити дослідження таких учених, як: М. Бурмака, С. Науменкова, Я. Міркін, С. Міщенко, А. Радигін, Б. Рубцов, Д. Сорос, Д. Стігліц, Н. Шапран і багато інших.

Основні результати дослідження. Основне завдання регулятивної діяльності – це підтримка зв'язків між людьми, регулювання їхньої діяльності. Зв'язки й відносини між людьми виникають стихійно у процесі самоорганізації, тому на початковому етапі не потребують спеціальних регуляторних інститутів. Проте згодом для їхнього розвитку формуються спеціалізовані види регулятивної діяльності і відповідні їм організації, що й забезпечують погодженість, упорядкованість різних сфер суспільного життя. Оскільки керуюча підсистема нічого не виробляє, але прагне до самовідтворення, то вона забезпечує свої інтереси за рахунок функціонування виконавчої частини системи, що є джерелом багатьох протиріч.

У XX столітті зміна економічних інститутів стала значною мірою результатом реформ, цілеспрямованих заходів різного масштабу, проведених за визначеними планами, тобто були результатом організації (управління). Політичні діячі припускають, що саме вони, ухвалюючи закони та маючи владу, вирішують долю країни. Реально ж відбувається, що в регулюю-

чій діяльності вони не встигають відреагувати на події, що відбуваються (може, через некомпетентність, може, через інші причини). Якщо управління здійснює «неефективна» підсистема, не здатна обирати правильні рішення, то реформи (навіть найкращі) генерують потік інституціональних інновацій, частина яких виявляється нездатною до розвитку у визначеній траєкторії, що призводить до кризи та руйнування системи.

У сучасній суспільній системі саме державі належить основна роль у створенні та регулюванні інституційного середовища. Еволюційно політика державного регулювання ринкової економіки пройшла тривалий шлях еволюції – від заперечення втручання держави в економіку (класична школа) до необхідності активного державного регулювання (кейнсіанство). Але це крайні теоретичні погляди. У реальному житті рушійною силою розвитку є єдність і боротьба цих протилежностей. Слід зазначити, що такі теорії з періодичністю приходять на зміну одна одній, відбиваючи характер системи, що зароджується.

У посткризовий період, після десятиліть лібералізму, знову повертаються до необхідності посилення ролі держави. «Велика 20» ухвалила Декларацію про фінансові ринки і світову економіку, основою якої має стати об'єднання зусиль країн для коригування дій ринкового механізму та посилення ролі держави. У той же час існує точка зору, що причиною кризи стало саме посилення ролі держави – криза виникла не внаслідок «надлишку капіталізму», а внаслідок його «нестачі» [7, с. 23]. Саме держава створила привила гри, що спровокували і підтримали «ризик безвідповідальності» та «моральний азарт» найбільших фінансових гравців (Фенні Мей, Фрейді Мак та ін.). І в кризовий момент держава знову підтримала «надто великі компанії, щоб розоритися», забувши про принцип *laissez-faire*. Як зауважує В. Юрчишин, за останні посткризові роки так і не отримано відповіді на питання, яка «частина провини» лежить на неспроможності ринку, а яка – на «неспроможності держави» і міжнародних фінансових інститутів, які не забезпечили належного регулювання [8, с. 2].

Щодо посилення ролі держави в економіці, на наш погляд, має рацію А. Гальчинський, який вважає, що



система «державного регулювання» як інструмент подолання кризи була безальтернативною тільки в умовах індустріальної економіки [1]. Затяжний характер кризи позбавляє від ілюзій, що державне втручання в економіку здатне виправити провали ринку.

Таким чином, цілком очевидна логічна неспроможність твердження про те, що криза продемонструвала необхідність активнішого державного регулювання: держава й раніше регулювала фінансові ринки, але економічна система опинилась у кризовому стані. І немає ніяких підстав вважати, що та сама держава надалі краще регулюватиме фінансові ринки. Отже, потрібні нові інституційні рішення, що будуть адекватні новим умовам глобальної економіки. Сучасна стратегія державного регулювання в інформаційній економіці (економіці знань, мережевій економіці тощо) вимагає від керівництва держави розуміння того, що тут діє інший, порівняно з індустріальною економікою, тип економічних відносин.

Методологічною основою для розроблення заходів державного регулювання, на наш погляд, може стати теорія самоорганізації, оскільки в межах класичної економічної теорії (*mainstream*), при дослідженні сучасних економічних процесів, неможливо пояснити поведінку економічних систем в умовах нестійкості та нерівноважності, через те її теоретичні моделі, способи мислення виявилися значною мірою не адекватними новим економічним реаліям. Це означає, що їх використання призводить до посилення нестабільності та розбалансованості всієї фінансової системи.

При використанні теорії самоорганізації в дослідженні системи державного регулювання фондового ринку потрібно чітко усвідомлювати те, що керовані системи не є пасивними. Маючи властивість самоорганізації, вони генерують такі форми й структури, що відповідають тенденціям розвитку, які в них потенційно закладені. Керованим об'єктам не слід нав'язувати не властиві їм форми організації та шляхи розвитку. Отже, ефективна державна політика спирається на чітке розуміння характеристик динамічної системи, в яку втручаються. Особливістю системи, що самоорганізується, є характер поєднання порядку і хаосу. Згідно з теорією самоорганізації, хаос має здатність народжувати новий порядок. Варто зазначити, що народження нового порядку з хаосу має спонтанний характер, а не є змушеною реакцією на вплив зовнішньої сили. Флуктуації, які відбуваються в системі, мають тенденцію до посилення, що дозволяє системі розвиватися в напрямі самоорганізації. Самоорганізація може компенсувати неохоплені ділянки управління, ініціювати розвиток формального управління. Гнучкість державної політики може розглядатися як аттрактор соціально-економічної системи, що забезпечує потенційну можливість її розвитку в напрямі самоорганізації.

Сила держави як інституту прямо пропорційна рівню зрілості суспільних інститутів. Це робить державу залежною від економічної системи взагалі, і зокрема від капіталу, тому що існує прямиий зв'язок між змістом і механізмами суспільних інститутів та ступенем складності економіки [2, с. 15]. Інституціоналіза-

ція певних прогресивних (з точки зору Заходу) інститутів без відповідної економічної бази не призводить до появи ринкових інститутів. Ще К. Маркс звертав увагу на те, що люди вступають у необхідні, незалежні від їхньої волі відносини, які відповідають певному рівню розвитку продуктивних сил. Р. Інглхарт вважає, що авторитарний політичний режим може відразу змінитися демократичним (з організаційної точки зору), однак від убогості до процвітання, від культури, що акцентує цінності виживання, до прихильності цінностям самовираження країни минають десятиліття [4, с. 308].

Таким чином, самоорганізація економічної системи не відбувається (або проходить неефективно – система не розвивається, деградує) без самоорганізації в політичній сфері, у сфері державного управління. Суспільство на певному рівні його розвитку передає права регулювання економічного стану державі, яка в особі уряду (чи адміністрації президента залежно від типу суспільного устрою) ухвалює правові акти та втручається в економічне життя. Не можна допускати монополізації, диктату політичної влади, насильства, репресій, надмірного розростання чиновницького апарату, бюрократизації управлінської діяльності, корупції, хабарництва тощо, оскільки це призводить до зменшення демократизації суспільства, а отже, до зменшення ефективності розвитку.

В Україні, на жаль, сформувався номенклатурно-бюрократичний тип управління, що дисонує із сучасним досвідом розвинутих країн, де соціально-економічні відносини розвиваються в напрямі демократизації. Небезпека бюрократії полягає в тому, що в певний момент може відбутися підміна функції: замість того щоб служити суспільству, бюрократія нав'язує йому свої інтереси та власні цілі видає за мету суспільства. Що більше в суспільстві поширена бюрократія, то більше розповсюджена корупція, менше залишається реальних можливостей для зміцнення ринкових інститутів і конкурентних механізмів, складніше реформувати інститути в довгостроковому періоді. На жаль, за показниками бюрократизації влади Україна – одна з найвідсталіших країн світу. Згідно з Індексом фінансового розвитку (*Financial Development Index*), найбільш слабкими місцями є корупція, неефективність законодавчої влади, нечесність судової системи, у результаті чого відсутня будь-яка довіра до представників влади (*табл. 1*) [10].

Таблиця 1
Дані індексу фінансового розвитку України

Індикатор	2011, місце серед 60-ти країн	2012, місце серед 62-х країн
Тягар державного регулювання	54	56
Ефективність законодавчого органу	58	59
Довіра до політиків	59	51
Корупція	54	60
Судова незалежність	59	58
Плата за судові рішення	59	61
Регулювання фондового ринку	60	61
Захист прав власності	59	60

Примітка. Складено за даними Всесвітнього економічного форуму.



Про наявність корупційної складової на фондово-му ринку може свідчити посилений контроль за рекламою інвестиційних послуг (нові вимоги закріплено Законом № 5042-17, який був ухвалений ВРУ в липні 2012 року і затверджений НКЦПФР у Положенні про рекламу цінних паперів та фондового ринку). З 2013 року інцесткомпанії вимушені будуть за 10 робочих днів до оприлюднення своїх рекламних матеріалів подати до НКЦПФР на узгодження рекламний макет, після чого протягом семи робочих днів Комісія має дати дозвіл на рекламу. Яким чином чиновники будуть ухвалювати рішення про «правильність» реклами, у Законі не прописано. До того ж критерії застосування санкцій за порушення теж відсутні, хоча становлять вони від 50 до 600% підтвердженої ціни рекламних матеріалів. Але вже зараз очевидна вибірковість застосування закону – компанія «ММСІС Інвестменстс» продовжує активну рекламну кампанію, навіть незважаючи на те, що рада асоціації «Українські фондові торговці» 21 грудня 2012 року виключила її зі складу організації через відмову спростувати свою рекламу.

Без розв'язання проблеми корупції, надмірної бюрократії та адміністративних перешкод для бізнесу перейти до демократичної політики, а отже, побудувати конкурентоспроможний фондовий ринок неможливо. Така ситуація говорить про брак економічної свободи як запоруки самостійно ухвалювати господарські рішення, що впливає на можливість ефективного функціонування ринкового механізму. Згідно з індексом економічної свободи, який розраховує американський фонд *Heritage* спільно з *Wall Street Journal*, 2013 року Україна – на 161-му місці (це останнє місце із 43-х європейських країн), що характеризує нашу країну як «невільну».

Така інституційна ситуація пов'язана з нерозвиненістю формальних і неформальних демократичних інститутів введення бізнесу. Опортуністична поведінка при укладенні угод є наслідком провалів інституційного регулювання. Для України характерні систематичні зміни в законодавстві: закони заплутані, неузгоджені, виконувати їх дуже складно, навіть неможливо. Державні інститути не створюють умов для виконання правил, а карають за їх порушення, тобто свідомо спонукають до порушення правил. Наприклад, в Україні згідно із законом усі акції мали пройти процедуру дематеріалізації ще до 2010 року, проте зараз в електронній формі існує менше ніж 20% акцій. Голова НКЦПФР спокійно говорить про те, що ухвалюючи це положення, регулятор знав: норма виконуватися не буде, проте Комісія активно штрафує порушників.

Таким чином, в Україні створюються формальні правила і неформальні правила порушення правил. І якщо перший вид правил – це суто організація, то другий вид – це постійна самоорганізація, оскільки неможливо назавжди «домовитися» із системою порушувати правила (у владі відбувається конкуренція між чиновниками за право встановлювати правила порушення правил і володіння адміністративною рентою). Отже, Україна опинилася в інституційній пастці, коли неформальні правила порушення правил, що виникають у процесі самоорганізації, більш стійкі, а

формальні правила, що виникли у процесі організації, не можуть стати повсякденною нормою (інституційною рутиною), оскільки їх виконання пов'язано з великими трансакційними витратами, отже, ціннісні переваги тих, хто їх дотримується, суттєво знижуються, тому відсутня суспільна необхідність у виконанні формальних правил. Доти, доки не буде суспільної потреби на виконання норми, тобто не сформується попит на інститут, виконання норми буде пов'язано з великими труднощами.

Для того, що б вийти з цієї пастки, потрібно зменшити роль держави в економіці за рахунок узгодженості та однозначності трактування законодавчої бази, введення жорсткого законодавства для корупціонерів, що зменшить розмір адміністративної ренти, через що зменшиться зацікавленість у державних посадах. Але для цього потрібне реальне бажання, перш за все, представників вищої державної влади. Нездатність держави як організаційного інституту знайти керований вихід з інституціональних пасток – одна з основних причин системних криз, які спостерігаються в низці країн, що розвиваються.

На сучасному етапі розвитку помилково протиставляти державу і ринок, оскільки ефективна економічна система не може існувати без розвинутого громадянського суспільства, без інститутів саморегулювання. За їх відсутності законність недосяжна, а ринкова свобода призводить до нечесної конкуренції та збагачення окремих людей [6]. Саме інститутів громадянського суспільства не вистачає Україні. Найбільш негативним є не просто факт їхньої відсутності, а факт відсутності суспільної потреби в них. Тому для вдосконалення системи регулювання фондового ринку вкрай важливою є активна участь самих учасників ринку, перш за все за допомогою саморегулювних організацій (СРО). Саморегулювання передбачає встановлення не тільки суворих правил гри самими учасниками ринку, а й санкції за їх порушення та механізми урегулювання конфліктів між учасниками ринку.

На західних фондових ринках саморегулювання із самого початку було основою індустрії фондового ринку, оскільки там самоорганізація була основною у створенні інститутів фондового ринку. Спершу своє регулювання учасники ринку будували без участі держави, без участі влади. Ще в Середньовіччі ремісники близьких професій об'єднувалися, причому потребою була, перш за все, необхідність домовитися про стандарти якості діяльності. Історично саморегулювання виникнуло в західноєвропейських цехах, що об'єднували під собою працівників однієї професії. Витоки американського саморегулювання знаходимо ще 1792 року, коли 24 трейдери підписали угоду під платаном і зобов'язалися проводити біржову торгівлю одне з одним безпосередньо, а не через аукціоніста, а також обмежити свої комісійні до однієї чверті відсотка [9]. У Росії комерційне право теж зароджувалося гільдіями, цехами, спілками, які об'єднували купців, ремісників, торговців. Спираючись на професійні вимоги, вони складали правила і здійснювали нагляд за їх виконанням. Практично ті ж самі функції, але на якісно іншому рівні, виконують і сучасні СРО.



Розподіл функцій і повноважень між державними органами і саморегульованими організаціями обумовлений культурними та історичними традиціями кожної країни, а також рівнем розвитку фондового ринку. Відповідно, можна виділити різні моделі участі саморегульованих організацій у процесі розвитку фондового ринку. Перша *ліберальна модель*, що характерна для країн із розвиненим фондовим ринком, сталими традиціями саморегулювання та припускає, що процес реформування здійснюється СРО практично без участі держави. Для цієї моделі характерна активна роль СРО в розробленні, упровадженні професійних стандартів діяльності. Цей тип організаційної моделі характерний для таких країн, як США, Канада, Мексика та ін. Друга централізована модель припускає регулювання фондового ринку, насамперед, державними органами із залученням тією чи іншою мірою СРО (здебільшого, це формальне залучення). Такий тип взаємодії держави і СРО характерний в основному для країн із жорсткою системою державного регулювання та нерозвиненими демократичними принципами введення бізнесу. До цього типу можна віднести системи багатьох постсоціалістичних держав, наприклад Україну, де СРО відіграють більшою мірою пасивну роль, забезпечуючи через відведені їм функції реалізацію рішень державних органів.

Третя рестрикційна модель припускає обмеження державного регулювання на користь саморегулювання та створення оптимальної моделі взаємодії двох пов'язаних між собою процесів – державного регулювання і ринкової саморегуляції. Для цієї моделі характерні різноманітні варіанти співвідношення державного і професійного типів регулювання. У такій моделі СРО є засобом дебіюкратизації економіки, інструментом захисту професійних учасників фондового ринку від надмірного, неефективного та необґрунтованого втручання держави. Саме цей варіант представляє найбільший інтерес для нашої країни, оскільки, на відміну від розвинених країн, в Україні спочатку сформувалася система державного регулювання, і лише потім стали формуватися засади саморегулювання, які, на жаль, до цього часу залишаються доволі слабкими через сильний тиск з боку державної бюрократії.

До найважливіших принципів державної політики на фондовому ринку має бути віднесений принцип максимального саморегулювання (держава регулює діяльність суб'єктів ринку лише в тому разі, коли це абсолютно необхідно, і делегує частину своїх нормотвірних і контрольних функцій професійним операторам ринку цінних паперів, організованим у саморегульовані організації). Введення саморегулювання покликане мінімізувати державні витрати на створення інфраструктури ринку, оскільки відбувається перекладання контрольних і наглядових функцій за діяльністю суб'єктів із держави на самих учасників ринку. При цьому з держави знімаються явно надлишкові функції і, як наслідок, знижуються бюджетні витрати, а фокус державного нагляду зміщується з нагляду за діяльністю в бік нагляду за результатом діяльності.

В Україні потребує реформування й організаційне оформлення діяльності СРО. Вважаємо, що принцип

«один вид діяльності – одна СРО» закріплений у Законі України «Про цінні папери і фондовий ринок» є неприйнятним, оскільки, по-перше, професійні учасники повинні мати можливість вибору СРО, задля існування конкуренції як між учасниками, так і між самими СРО. Тільки в разі наявності кількох СРО з кожного виду діяльності може бути забезпечено демократичне саморегулювання в кожній із СРО. По-друге, множинність СРО обмежує можливості державного органу чинити тиск на окремих учасників фондового ринку, що в нашому інституціональному середовищі має особливо важливе значення для забезпечення справжньої свободи підприємництва. Прикладом можуть служити події 2012 року, що пов'язані з ухваленням Закону України «Про депозитарну систему України» (№ 5178-VI від 06.07.2012), коли незгодні з прийняттям цього Закону професійні учасники та СРО були покарані НКЦПФР. До того ж ця конструкція ставить професійних учасників у нерівне становище щодо можливості або неможливості бути членами однієї або кількох СРО. Створення єдиної СРО з кожного виду професійної діяльності на фондовому ринку є, за своєю суттю, механічним, оскільки існують види діяльності, що мають у своєму складі відповідні підвиди (наприклад, депозитарна об'єднує депозитарії, зберігачів, реєстраторів), отже, існує можливість участі в кількох СРО. Однак організатори торгівлі такої можливості не мають.

Ураховуючи повільність і консерватизм, що об'єктивно властивий державному апаратові, а також відірваність державних службовців від предмета регулювання, саме СРО мають більші можливості кваліфіковано та оперативно регулювати відносини як між самими професійними учасниками фондового ринку, так і між професійними учасниками та їхніми клієнтами. Зосередженість професійних учасників фондового ринку в СРО дозволить їм самим регулювати свою діяльність і на основі кооперативної поведінки впорядковувати інституційну структуру фондового ринку. Використовуючи теорію самоорганізації, можна зробити висновок: що менш регламентовані програма і структура об'єкта управління, то вища його здатність пристосуватися до реальних умов. До того ж об'єднання професійних учасників у СРО є ефективним засобом дебіюкратизації фондового ринку, що особливо актуально для України.

Висновки. Таким чином, аналізуючи вплив держави на фондовий ринок, можна сказати, що вона є каталізатором флуктуацій. З одного боку, державне втручання може зменшувати флуктуації макрорівня шляхом зниження трансакційних витрат, погашення соціальної напруженості, чіткого регламентування законодавства. З іншого боку, держава створює флуктуації шляхом упровадження інститутів, які не відповідають суспільним потребам і знижують ефективність функціонування системи (упровадження інститутів американської моделі фондового ринку). Таким чином, держава відіграє подвійну роль в ентропійно-негентропійному процесі розвитку економічної системи. Специфіка інституціонального статусу держави полягає в можливості «самоінституціоналізації»,



тобто додання атрибута легітимності тим правилам, що найбільшою мірою відповідають потребам усіх громадян держави. Монополія держави на наділення того чи іншого об'єкта дій атрибутом легітимності може управляти темпами й етапами інституціональної трансформації [5, с. 95].

Під сучасним механізмом саморегуляції розуміються процеси створення ринкових інститутів, що здійснюються з підтримки держави, яка забезпечує інституційне середовище для їх створення. Оскільки в сучасних умовах тип правової системи впливає на економічний розвиток не безпосередньо, а через рівень розвитку фінансових ринків (наприклад, для

країн із більш розвиненими фінансовими ринками за інших рівних умов характерні більші обсяги інвестицій в основний капітал порівняно з країнами, що мають слабкі фінансові інститути), то потрібно підвищувати роль держави у створенні адекватних умов для реалізації функцій фондового ринку та механізму його самоорганізації. У той же час розв'язання проблем формування нових, адекватним ринкових інститутів, інститутів громадського суспільства потребує обмеження ролі самої держави, оскільки тільки демократія створює інституційне середовище, в якому складні інститути можуть виникати та ефективно розвиватись.

Список використаних джерел

1. Гальчинський А. Нинішня фінансова криза – початок кінця. Далі – новий початок? // Дзеркало тижня. – 2008. – № 39. – 18–24 жовт. (<http://www.dt.ua/2000/2020/64383>).
2. Евстегнеева Л. П., Евстегнеев Р. Н. Финансовый капитал как системообразующий базис экономики // Общественные науки и современность. – 1998. – № 6. – С. 5–26.
3. Економічна свобода України, 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.heritage.org/index/country/ukraine>.
4. Инглхарт Р., Вельцель К. Модернизация, культурные изменения и демократия: последовательность человеческого развития. – М.: Новое издательство, 2011. – 464 с.
5. Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / Под ред. д-ра экон. наук А. Гриценко. – Х.: Форт, 2008. – 928 с.
6. Полтерович В. Страны, которым удалось из развивающихся стать развитыми, отвергли стандартные рецепты // Политический журнал. – 2004. – № 20 (23). – 15 июня // <http://rusref.nm.ru/vic.htm>.
7. Шаров О. Дитохомія Маркса – Спенсера як причина світової фінансової кризи // Вісник НБУ. – 2010. – № 10. – С. 18–23.
8. Юрчишин В. Результати – 2011 і перспективи – 2012: світова економіка та Україна / Дослідження Центру ім. О. Разумкова. – К., 2012. – 38 с.
9. Daniel M. Gallagher. Market 2012: Time for a Fresh Look at Equity Market Structure and Self-Regulation // <http://www.sec.gov/news/speech/2012/spch100412dmg.htm>.
10. The Financial Development Report // World Economic Forum Geneva, Switzerland World Economic Forum USA Inc. – New York, USA, 2012. – 424 p. // http://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopment-Report_2012.pdf.

Summary. The author of the article considers the state of the regulation system of the stock market and the mechanism of this system improvement.

Keywords: stock market, government regulation, self-organization, self-regulatory organizations (SRO).