

## ФОРМУВАННЯ ТРИРІВНЕВОЇ СИСТЕМИ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УКРАЇНІ

*У статті запропоновано модель регулювання ринку цінних паперів України на основі розвитку інститутів упорядкування діяльності професійних суб'єктів ринку цінних паперів, розроблено алгоритм процесу взаємодії державного регулювання, саморегулювання та контрактного регулювання таких послуг.*

**Ключові слова:** ринок цінних паперів, регулювання, послуга, професійний суб'єкт, цінний папір.

Проведений аналіз чинного українського законодавства на ринку цінних паперів з початку 1990-х рр. до сьогодні дав можливість сформулювати недоліки вітчизняної моделі регулювання послуг: відсутність єдиної теоретичної основи та концепції регулювання; неконструктивне копіювання зарубіжного досвіду без урахування вже сформованих неформальних інститутів; роздробленість, фрагментарність регулювання (наявність декількох регуляторів, неузгодженість їх дій); часте внесення істотних змін у законодавство, що не дає можливості сформуватися інститутам ринку цінних паперів; нелогічність і непослідовність у діях регуляторів; обмежений підхід до ліцензування, в результаті чого поза межами регулювання залишаються окремі категорії послуг (наприклад інформаційні послуги) [4]. Функціональний підхід був прогресивний для ринку цінних паперів України періоду середини 1990-х років. Сьогодні він не унеможлиблює врахування різноманіття усіх видів діяльності і залишає поза увагою держави певні категорії послуг на ринку цінних паперів (наприклад інвестиційне консультування).

У процесі розвитку економічної думки проблеми ринку цінних паперів та його регулювання розглядалися в роботах Дж. Кейнса, А. Маршалла, Дж. Хікса, які започаткували дослідження капіталу, його різних форм та змін у широкому соціально-економічному контексті. Надалі цей різновид капіталу досліджували М. Агарков, М. Алексєєв, М. Альохін, Е. Бредлі, М. Гамільтон, Дж. Герлі, Р. Гільфердінг, Л. Гітман, Р. Голдсміт, А. Гропеллі, М. Джонк, М. Дикмен, У. Зилберг, Дж. Лорі, Г. Маркович, Я. Міркін, Є. Нікбахт, Дж. Сорос, Р. Тьюлз, Ф. Фабоцці, С. Фішер, В. Шарп та ін.

Значний науковий доробок у формуванні теорії регулювання ринку цінних паперів належить провідним вітчизняним ученим: М. О. Мозговому, М. О. Бурмаці, В. Г. Бодрову, В. Є. Воротіну, В. О. Галічевій, А. Т. Головку, О. М. Іваницькій, Л. В. Ільченко-Сююві, Ю. В. Ковбасюку, К. В. Міріну, О. Г. Мендрулу, О. В. Мертенсу, С. О. Москвіну, О. М. Науменку, І. В. Розпутенку, Н. П. Шведову, В. В. Юрчишину та ін.

Незважаючи на значну кількість наукових досліджень вітчизняних та зарубіжних вчених,

присвячених формуванню та функціонуванню ринку цінних паперів у країнах з трансформаційною економікою, на сьогодні ще залишається актуальною проблема приведення у відповідність формалізованого ринку цінних паперів до реальних потреб національної економіки, перетворення його на дієвий інструмент мобілізації інвестиційних ресурсів та підвищення мотиваційної підприємницької діяльності власників цінних паперів.

Метою статті є обґрунтувати модель регулювання послуг та діяльності професійних суб'єктів ринку цінних паперів України.

Необхідність останнього обумовлена декількома факторами:

- вона впливає з ознаки перетворення цінного паперу як фінансового інструменту, зміст і форма якого «відходить» від своєї первісної ресурсної основи;
- у сфері перерозподільних грошових відносин відбувається не лише концентрація грошових ресурсів донорів для фінансування реципієнтів, але й поширені спекулятивні трансакції;
- значущість сфери фінансових послуг для економіки зростає. Порушення в процесі надання послуг на ринку цінних паперів можуть призвести до значних матеріальних втрат послугоотримувача та економіки загалом, соціальних конфліктів. Для сучасного вітчизняного ринку цінних паперів властиве зміщення у бік спекулятивних операцій. Це доводиться співвідношенням обсягів залучених коштів на первинному ринку й обсягів обігу вторинного ринку цінних паперів, фактами агресивної реклами та наданням безкоштовних послуг населенню щодо навчання спекулятивним стратегіям роботи на ринку цінних паперів. Оскільки сьогодні консультаційні та інформаційні послуги не ліцензуються, на ринку цінних паперів в Україні спостерігається безконтрольна пропозиція послуг від осіб, які не мають відповідної кваліфікації. Такі послуги деформують уявлення населення про функції ринку цінних паперів, сприяють формуванню негативного ставлення до цього виду ринку, тоді, коли грошові кошти населення є перспективним джерелом ресурсів для акціонерних товариств;
- з виходом України на міжнародний фінансовий

ринок виникає потреба в гармонізації вітчизняних норм регулювання з нормами країн-партнерів [2].

На основі ідентифікаційно-структурного підходу запропоновано динамічну трирівневу модель регулювання ринку цінних паперів, яка спрямована на визначення предмета, об'єктів, меж і методів державного регулювання, саморегулювання та контрактного регулювання діяльності професійних суб'єктів ринку цінних паперів (рис. 1). На рисунку відображені логічні взаємозв'язки між значущими елементами й виокремлені напрямки регулювання. Модель характеризують:

1) мета. Ми розрізняємо цільову спрямованість розробленої моделі та мету регулювання послуг на ринку цінних паперів. Мета побудови моделі полягає у формалізації алгоритму впорядкування діяльності професійних суб'єктів ринку цінних паперів. Мету регулювання послуг на ринку цінних паперів формують базові завдання, що впливають з ознак і форми випуску цінних паперів, та приватних завдань, що впливають з базових. До базових завдань слід зарахувати забезпечення умови специфікації прав власності, подолання асиметричності інформації та перерозподілу ризиків, пов'язаних з цінними паперами. Базові завдання отримують свою конкретизацію на кожному етапі розвитку ринку цінних паперів шляхом їх коригування залежно від внутрішніх і зовнішніх факторів, що впливають на національну економіку;

2) предмет регулювання. У запропонованій моделі в якості об'єкта регулювання виступає послуга на ринку цінних паперів. Послуга на ринку цінних паперів - більш конкретне поняття, що відображає характеристику цінного паперу, ніж професійна діяльність. На користь регулювання послуг говорить той факт, що в межах одного виду професійної діяльності професійний учасник може надавати кілька видів послуг, а окремі послуги може надавати

непрофесійний учасник у межах неконтрольованої діяльності. Визначення послуги на ринку цінних паперів у якості предмета регулювання дасть можливість поширити сферу регулювання на тінювий, нелегітимний сектор ринку цінних паперів незалежно від назви суб'єкта, який надає послуги, і виду його діяльності. Поділ у моделі регулювання послуг на ринку цінних паперів України на два підтипи (фінансові та інвестиційні послуги) вказує на специфіку послугоотримувачів;

3) рівні регулювання. Модель передбачає три рівні регулювання: рівень державного регулювання, рівень саморегулювання, рівень контрактного регулювання, що відповідають структурним елементам послуг на ринку цінних паперів.

Ранжування рівнів регулювання послуг на ринку цінних паперів передбачає розподіл і закріплення функцій й методів регулювання за кожним структурним рівнем. Слід виділяти функції регулювання у двох аспектах: загальному та частковому. Функції слід поділити на правотворчість (законодавче, підзаконне і локальне) і правозастосування. Свій зміст вони розкривають у часткових функціях (ліцензування, атестація, контроль і т. д.) [1].

Вважаємо, що регулювання послуг на ринку цінних паперів має починатися з рівня держави (згори вниз). Це впливає з необхідності ідентифікувати послуги на основі характеристики цінного паперу, статус якої встановлюється державою.

На рівні державного регулятора слід повністю сконцентрувати функції підзаконної правотворчості й правозастосування щодо діяльності професійних суб'єктів, що надають послуги на ринку цінних паперів. Так само за державним регулятором закріплюються функції підзаконної правотворчості й правозастосування щодо трансцендентних інформаційних послуг через їх значущість для усіх

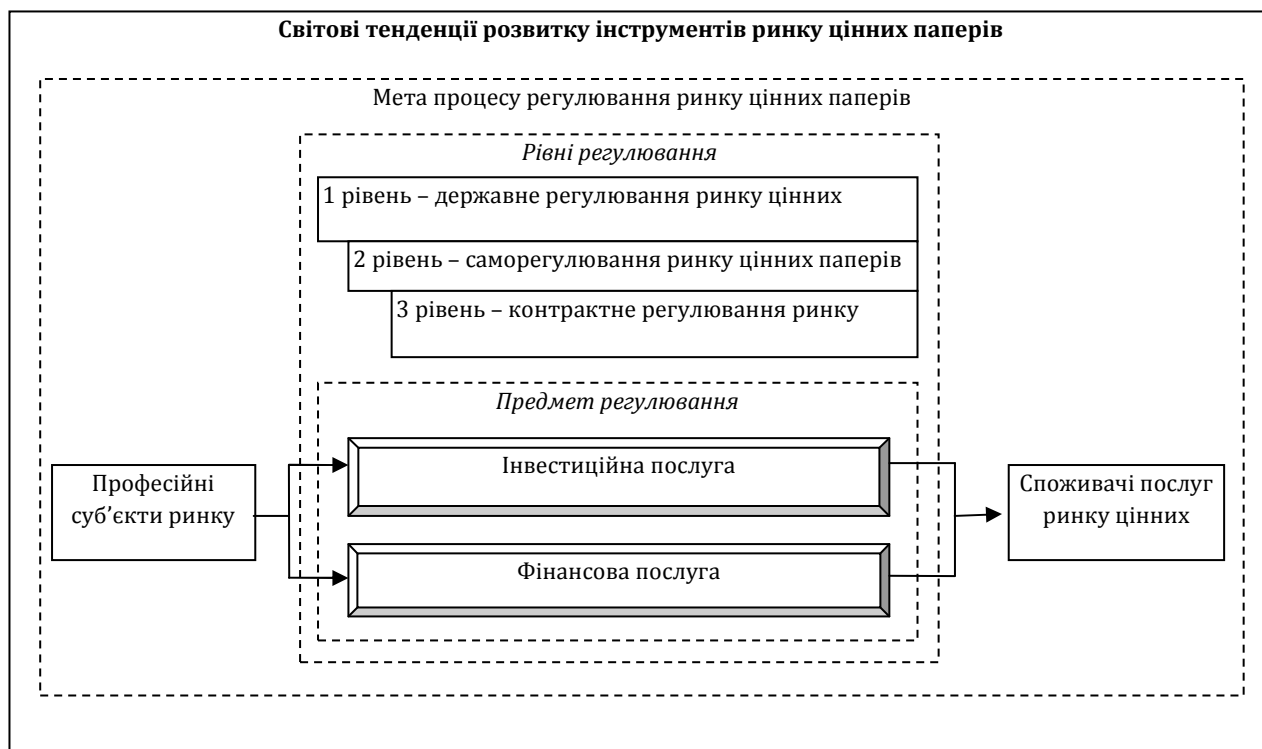


Рис. 1. Модель регулювання ринку цінних паперів України

учасників ринку. Другий рівень регулювання послуг на ринку цінних паперів представлений саморегулюванням з боку професійної спільноти. За саморегульованими організаціями слід закріпити функцію локальної правотворчості шляхом розробки та поширення стандартів діяльності й функцію правозастосування в межах своєї компетенції. СРО в стандартах діяльності повинні визначати вимоги до фінансових показників професійного суб'єкта, кваліфікації персоналу, технології обслуговування, його матеріальної бази. З боку професійних суб'єктів існує конкуренція за клієнта, але при цьому якість послуг залежить від багатьох суб'єктивних факторів. Уніфікувати послуги на ринку цінних паперів дуже складно, але можлива уніфікація і стандартизація технології та документообігу з метою закріплення добросовісної практики ведення господарської діяльності [7]. Через саморегульовані організації здійснюється контроль якості послуг на ринку цінних паперів. Вважаємо необхідним делегувати таким організаціям функцію ліцензування діяльності професійних суб'єктів ринку цінних паперів, функцію атестації фахівців, функцію контролю застосування методів перевірок та моніторингу. У таких умовах членство в саморегульованій організації для професійних суб'єктів стає обов'язковим.

На нижньому рівні, де безпосередньо взаємодіють емітенти та/або інвестори з професійними суб'єктами, регулювання послуг на ринку цінних паперів відбувається за допомогою укладеного контракту, у якому мають бути чітко зафіксовані змістові елементи, що впливають з властивостей цінного паперу. При цьому діє правило: якщо держава допускає «прогалини» у законодавстві, вони компенсуються контрактами;

4) динамічний характер моделі. У запропонованій моделі «змінною величиною» виступає фінансовий інструмент – цінний папір. Зміни в його характеристикі детермінують зміни у змісті послуги на ринку цінних паперів, що вимагає коригування регулювання цих послуг. У руслі світових тенденцій (сек'юритизації, появи нових конструкцій похідних цінних паперів) запропонована модель відображає розвиток регулювання залежно від появи нових фінансових інструментів, яким держава присвоює статус цінного паперу. Таким чином, динамізм моделі забезпечується зв'язком «новий цінний папір» – «його характеристика» – «послуга на ринку цінних паперів» – «необхідність коригування регулювання послуг на ринку цінних паперів». Це означає розвиток регулювання в динаміці;

5) сфера застосування моделі. Модель дає можливість поширити регулювання на всі види підприємницької діяльності, у межах яких надаються послуги, що випливають з характеристик цінного паперу, тобто на тіньовий, нелегітимний сектор ринку цінних паперів незалежно від назви суб'єкта, який надає послуги, і виду його діяльності. Модель може використовуватися для попередження появи послуг щодо сурогатних цінних паперів і самих сурогатів цінних паперів;

Під діяльністю професійного суб'єкта розуміється сукупність процесів пропозиції та надання послуг на ринку цінних паперів, а також інших процесів, спрямованих на отримання доходу (прибутку), пов'язаних з цінними паперами. Це не означає, що діяльність, спрямована на отримання, наприклад,

доходів у формі дивідендів, належить до професійної. Ідентифікація послуги та визначення її категорії на базі типології лежать в основі формування уявлення про види професійної діяльності.

Регулювання послуг на ринку цінних паперів як цінності слід сконцентрувати на рівні держави, оскільки, по-перше, вона має забезпечувати умови виконання ринком цінних паперів своєї основної функції щодо наділення емітентів необхідними грошовими ресурсами. По-друге, держава виступає суб'єктом, що гарантує право власності на ресурси, у тому числі - на цінні папери. По-третє, вона повинна створювати умови для усунення асиметричності інформації на ринку цінних паперів і зниження ризиків непрофесійних суб'єктів. По-четверте, держава повинна забезпечувати умови збереження конкуренції між професійними суб'єктами [6]. Таким чином, державний регулятор повинен створювати умови для специфікації прав власності на цінні папери, подолання асиметричності інформації і зниження ризиків, пов'язаних з цінними паперами.

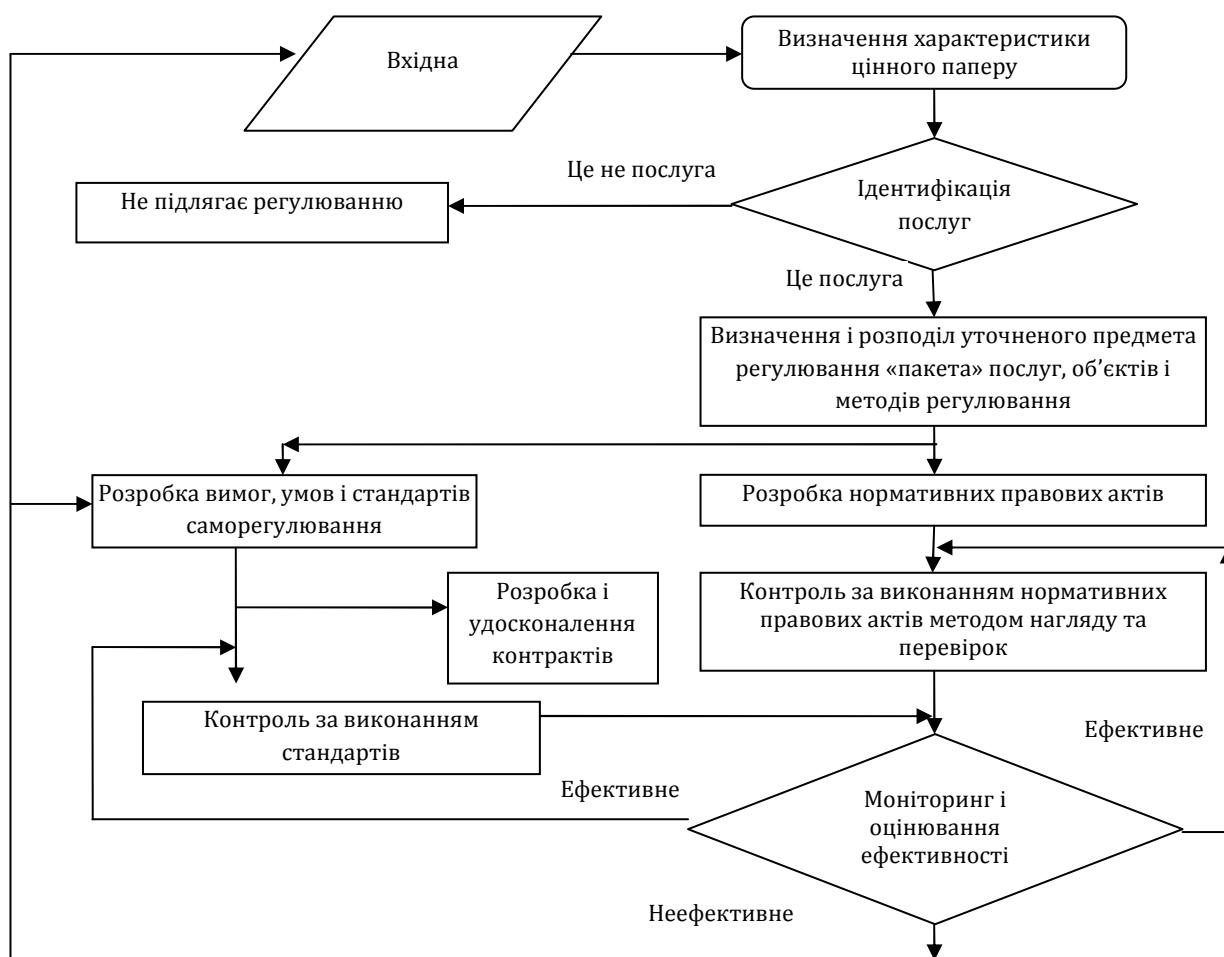
Регулювання послуг на ринку цінних паперів як діяльності слід віднести до рівня саморегулювання. Саморегульовані організації встановлюють ліцензійні умови та вимоги до програмних продуктів, фінансових показників професійного суб'єкта, кваліфікації персоналу, технології обслуговування, внутрішньої документації, технології обліку, етичних норм. При цьому посилюється консалтингова складова діяльності СРО. Утворенні за функціональними ознаками, саморегульовані організації мають можливість оперативного реагувати на зміни, що відбуваються на ринку цінних паперів у межах своєї компетенції.

Послуга як потреба повинна регулюватися за допомогою контрактів, що укладаються між послугоотримувачем і професійними суб'єктами, що надають послуги на ринку цінних паперів. У контракті найбільш докладно прописують предмет послуги та умови її надання [5].

Алгоритм процесу державного регулювання, саморегулювання та контрактного регулювання послуг на ринку цінних паперів на основі ідентифікаційно-структурного підходу продемонстровано на рис. 2.

Відповідно до запропонованого алгоритму, на основі ідентифікованої послуги на ринку цінних паперів держава в особі регулятора має визначити об'єкт регулювання – професійного суб'єкта, що надає одну чи декілька категорій послуг.

Державне регулювання на основі запропонованої моделі дає можливість забезпечити єдність ринку цінних паперів і рівність усіх учасників, уникнути перехресного регулювання різними відомствами одних і тих самих видів й категорій послуг на ринку цінних паперів або перерозподілити вже наявні функції регулювання для більш чіткої їх регламентації. Проте тут наявна проблема визначення оптимального співвідношення між правотворчою і правозастосовчою функціями державного регулятора. Сьогодні регулювання послуг на ринку цінних паперів переважно здійснюється на основі нормативних документів НКЦПФР, оскільки закони у сфері регулювання послуг на ринку цінних паперів містять положення, що вимагають тлумачення [3]. На нашу думку, законодавча база повинна бути розширена з метою поділу правотворчої і правозастосовчої



**Рис. 2. Алгоритм процесу взаємодії державного регулювання, саморегулювання та контрактного регулювання послуг на ринку цінних паперів на основі ідентифікаційно-структурного підходу**

функцій НКЦПФР.

Відповідно до розподілених функцій регулювання саморегульовані організації розробляють стандарти надання послуг на ринку цінних паперів. Аналіз відкритих матеріалів українських СРО засвідчив, що найбільш «прозорою» є Українська асоціація інвестиційного бізнесу, яка публічно розкриває свої стандарти. Інші дві СРО розкривають лише перелік стандартів і правил, залишаючись закритими клубами. Водночас послугоотримувачі повинні мати можливість ознайомитися із стандартами, за якими надають послуги на ринку цінних паперів обрані ним послугоодавці. Усі тонкощі взаємин професійних суб'єктів та їх клієнтів не можуть бути враховані в стандартах, тому необхідне контрактне регулювання. Воно містить як розробку нових форм контрактів, так і вдосконалення наявних.

Алгоритм процесу взаємодії державного регулювання, саморегулювання та контрактного регулювання послуг на ринку цінних паперів передбачає контроль з боку державного регулятора й саморегульованих організацій за виконанням законодавства, умов, вимог і стандартів надання послуг.

Результати регулювання послуг на ринку цінних паперів втілюються в техніко-економічних і соціально-економічних показниках. Техніко-економічні показники (капіталізація ринку цінних паперів, частка ліквідних цінних паперів у загальному обсязі, динаміка кількості професійних суб'єктів за видами

послуг, які надаються на ринку цінних паперів) дають можливість визначити місце українського ринку у світовому ринку цінних паперів, а також напрями, які потребують розвитку відповідно до сучасних світових тенденцій. Соціально-економічні показники (кількість і динаміка виявлених порушень при наданні іманентних і трансцендентних послуг, частка цінних паперів у заощадженнях населення, частка власників цінних паперів серед населення) характеризують рівень захисту інтересів послугоотримувачів. Крім того, в соціально-економічних показниках слід виділяти якісні показники, які характеризують якість наданих послуг (рейтинги професійних суб'єктів, порівняльні характеристики стандартів саморегульованих організацій).

Наслідком постійного моніторингу показників та їх аналізу мають стати коригувальні дії, спрямовані на динамічний розвиток моделі. Неefективність регулювання може бути викликана різними причинами. Якщо останні пов'язані з розподілом функцій регулювання між державним регулятором і саморегульованими організаціями, то коригуючими діями змінюється закріплення уточненого предмета та об'єкта регулювання між суб'єктами регулювання. Якщо в процесі моніторингу виявлені факти використання сурогатів цінних паперів і надання нелегітимних послуг, відбувається корекція вхідної інформації, що лежить в основі законів.

Таким чином, модель регулювання послуг на ринку цінних паперів на основі ідентифікаційно-

структурного підходу передбачає три рівні регулювання:

1) на рівні послуг як цінності відбувається державне регулювання. Необхідно зазначити такі особливості цього рівня регулювання: держава повинна визначити основні правила трансакцій цінних паперів з метою забезпечення балансу інтересів усіх суб'єктів економіки; держава повинна забезпечувати дотримання конституційного права приватної власності на ресурси шляхом регулювання процесу специфікації прав власності на цінні папери незалежно від їх форми випуску з метою захисту прав інвесторів; держава повинна сприяти перерозподілу ризиків, пов'язаних з цінними паперами; держава повинна сприяти подоланню асиметричності інформації, пов'язаної з цінними паперами, підвищенню транспарентності ринку цінних паперів.

Тут визначається предмет регулювання шляхом ідентифікації послуги на ринку цінних паперів та її категорії, визначення та розподіл уточненого

предмета регулювання, «пакета» послуг, об'єктів і методів регулювання між державним регулятором і СРО. Державним регулятором розробляються нормативні документи, виконання яких підлягає контролю;

2) на рівні послуги як діяльності регулювання відбувається з боку професійної спільноти шляхом розробки умов, вимог і стандартів діяльності професійних суб'єктів ринку цінних паперів. Їх дотримання підлягає контролю з боку саморегульованих організацій;

3) на рівні послуги як потреби регулювання відбувається шляхом документування послуги в укладеному контракті. З огляду на потреби сторін у ньому повинні бути чітко зафіксовані змістові елементи, що впливають з властивостей цінного паперу.

### **Список література**

1. Звонарьова, Ю. В. Делеговані повноваження як елемент механізму фінансово-правового регулювання обігу цінних паперів [Текст] / Ю. В. Звонарьова // Університетські наукові записки. – Хмельницький, 2008. – № 4 (28): Право. Економіка. Управління. – С. 241-244.
2. Звонарьова, Ю. В. Функції фінансово-правового регулювання обігу цінних паперів [Текст] / Ю. В. Звонарьова // Університетські наукові записки. – Хмельницький, 2010. – №4 (36): Право. Економіка. Управління. – С.183-187.
3. Калюга, О. О. Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку як основна ланка в системі регулювання українського ринку цінних паперів [Текст] / О. О. Калюга // Теорія та практика державного управління. – Х., 2010. – Вип. 3 (30). – С.261-267.
4. Мирославський, С. В. Історичні аспекти розвитку нормативного регулювання боргових цінних паперів [Текст] / С. В. Мирославський // Держава і право. – К., 2011. – Вип. 52: Юридичні і політичні науки. – С.114-117.
5. Первак, Є. С. Цивільно-правове регулювання договорів, при здійсненні діяльності з торгівлі цінними паперами за законодавством України [Текст] / Є. Первак С. // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції «Проблеми цивільного права та процесу». — Х., 2007. — С.366-369.
6. Тягунська, Т. Д. Державне регулювання ринку цінних паперів України [Текст] / Т. Д. Тягунська // Водний транспорт. – К., 2003. – Вип. 4. – С.122-126.
7. Хоружий, С. Г. Розвиток саморегулювання у сфері біржового обігу цінних паперів як інструмент оптимізації державного регулювання [Текст] / С. Г. Хоружий // Фінанси, облік і аудит. — К., 2011. — Вип. 18. — С.198-203.

### **РЕЗЮМЕ**

**Болдуева Оксана**

#### **Формирование трехуровневой системы регулирования рынка ценных бумаг в Украине**

В статье предложена модель регулирования рынка ценных бумаг Украины на основе развития институтов упорядочивания деятельности профессиональных субъектов рынка ценных бумаг, разработан алгоритм процесса взаимодействия государственного регулирования, саморегулирования и контрактного регулирования услуг на рынке ценных бумаг.

### **RESUME**

**Bolduyeva Oksana**

#### **Formation of a three-tier system of regulation of the securities market in Ukraine**

In this paper we propose a model of regulation of the securities market of Ukraine on the basis of the institutions organizing the activities of professional subjects in the securities market, the algorithm of the interaction between government regulation and self-regulation and contract management services in the securities market.

**Стаття надійшла до редакції 17.10.2012 р.**