

## ПРАВОВІ ЗАСАДИ МІНІМІЗАЦІЇ ФІНАНСОВИХ РИЗИКІВ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

**В. В. Коваленко**

*здобувач кафедри фінансового права  
Національного університету державної  
податкової служби України*

**Постановка проблеми.** Фондовий ринок є основним системоутворюючим і мультиплікуючим каналом руху капіталів у сучасному глобалізованому світі. Достовірно оцінити реальне значення діяльності фондового ринку і забезпечити повну реалізацію всіх його можливостей можна лише за умови дослідження ризиків, яку неодмінно супроводжують даний цивілізаційний феномен. Такою ж мірою даний факт актуалізує проблему мінімізації фінансових ризиків, що супроводжують діяльність фондового ринку та його інфраструктури. Все це зобов'язує насамперед фахівців з фінансового права уважно досліджувати умови, чинники та економіко-правові фактори функціонування фондового ринку саме в контексті упередження та мінімізації всього розмаїття ризиків.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Необхідно визнати, що дослідження мінімізації фінансових ризиків у процесі функціонування фондового ринку дещо активізувалась у зв'язку з глобальною фінансовою кризою 2008-2009 років. Необхідно визнати, що в далекому зарубіжжі теоретичні розробки фондового ринку у фінансово-правовому контексті здійснюються з широким використанням наукових розвідок інших наук, зокрема економіки, інформатики, математичного моделювання тощо. Це властиво для наукових розробок Г. Александера, Ш. Доу, Дж. Бейлі, Р. Коуза, Дж. Мэйсона, П. Нобеля, Дж. Роснера, Т. Лакса та ін.

В Україні питання фондового ринку у різних аспектах, в тому числі з застосуванням міждисциплінарних підходів, досліджують В.В. Корнеєв, О.А. Кириченко, З.О. Луцишин, І.О. Лютий, В.І. Міщенко, О.М. Мозговий, К.В. Паливода, Л.О. Розинко та ін. Серед фахівців фінансового права найбільш помітні наукові дослідження Л.К. Воронової, А.Т. Ковальчука, А.В. Матіоса, А.А. Нечай, А.О. Приступко, Н.Ю. Пришви, А.О. Селіванова, С.Г. Стеценко та ін.

Водночас практично поза увагою науковців залишається питання повноцінного висвітлення проблеми мінімізації фінансових ризиків, як атрибутивного явища фондового ринку та його інфраструктури.

**Метою дослідження** є фінансово-правовий аналіз фондового ринку в контексті визначення можливостей та факторів мінімізації ризиків, що супроводжують важливу сферу відтворення і руху капіталів у сучасному глобалізованому світі.

**Основні результати дослідження.** На етапі виходу з глобальної фінансової кризи все більшою мірою формується розуміння важливості упередження та мінімізації ризиків, обумовлених динамікою грошових агрегатів, ростом кредитів, цін на активи, а також дотриманням ліберальних принципів у функціонуванні фондових ринків, де відбувається нагромадження та масштабний перерозподіл фінансового капіталу, нарощується інвестиційний ресурс і де мають місце проблеми досягнення середньозваженої вартості акціонерного капіталу тощо.

Фондовий ринок, як основний інтегратор світового фінансового капіталу, є одним із ключових інститутів глобалізованої економіки. А оскільки «глобалізація надто молода, щоб мати довгі і надійні ряди статистичних даних, які дозволяють зробити твердий висновок про наявність тієї чи іншої тенденції» [1], то дана очевидність зумовлює наслідок, коли фінансові ризики є природним явищем (атрибутом) на фондовому ринку. Наприклад, величезне зростання біржових котирувань на ринку «голубих фішок» нерідко переростає в «спекулятивний пухир».

Таку «об'єктивність» відчутно посилюють суб'єктивні фактори, зокрема меркантильні інтереси професійних торговців, та інших учасників фондових угод і операцій. З юридичної точки зору суб'єктами фондового ринку може бути не лише професійні учасники, але і практично кожний індивідуум як фізична особа, що не обмежена законом у правосуб'єктності та дієздатності; групи громадян (партнерів); юридичні особи всіх форм власності. При цьому для учасників фондових операцій характерно те, що «окремі люди і організації, дбаючи про свої власні інтереси, чинять дії, які полегшують або ускладнюють дії інших» [2].

Фондовий ринок, як ключовий інструмент фінансової капіталізації, водночас є сферою, де здійснюються: а) оцінка (лістинг) цінних паперів і похідних фінансових інструментів; б) постійна оцінка їх конкурентоспроможності через систему відповідних індексів; в) купівля-продаж у першу чергу «голубих фішок»; г) оперативний і масштабний перерозподіл фінансового капіталу; д) нарощується (і це найголовніше) інвестиційний ресурс того чи іншого сегменту національного господарства або ж окремої компанії.

Цільова функція фондового ринку полягає в тому, що це – системний механізм ситуативного відтворення фіктивно-спекулятивного капіталу. Іншою вона не може бути за визначенням. Всяка угода на фондовому ринку щодо торгової чи фінансової операції здійснюється заради збільшення ціни запущеного в оборот фінансового капіталу. Заради цього розширюється застосування так званих «складних фінансових продуктів», які приховують можливість повною мірою оцінити рівень властивого їм ризику.

Загальновизнаним фактом є те, що цінні папери та фондові інструменти, що беруть участь у біржових торгах, як особливий різновид фінансового капіталу, заздалегідь отримують завищену оцінку, бо в іншому випадку нема сенсу заявляти про себе на фондовому ринку. Постійна повторюваність зазначеного факту формує ілюзію, що похідні фінансові інструменти являють собою реальний капітал, хоча маніпулятивність даного процесу в біржовій грі не викликає ні найменшого сумніву. Адже багато в чому передавальними ланками світової фінансової кризи 2008-2009 років послужили саме похідні цінні папери (деривативи), а також «похідні від похідних», або частіше їх називають фондовими інструментами. У більш конкретному вираженні йдеться про валютні та фондові свопи, контракти на фінансові ф'ючерси, фінансові опціони, угоди на форвардні відсоткові ставки, а також про такий інструмент перерозподілу іпотечних ризиків, як сек'юритизація.

Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок» від 23.02.2006 р. [3, с. 5], як і належить нормативно-правовому акту, містить формулювання, які потребують спеціального юридичного тлумачення. Водночас у ньому навіть нема згадки про фінансові інструменти «останньої хвилі», що, зрозуміло, відкриває «кори-

дор свободи» для їх ситуативного, неконтрольованого (отже, ризикового) застосування в процесі біржової гри. Актуальним також є вироблення рекомендацій щодо організації управління ризиками, які виникають при здійсненні фінансових операцій із застосуванням Інтернет-технологій.

Цільова орієнтація на отримання ситуативних доходів від цінних коливань вищезгаданих фінансових активів на фондових ринках за своєю природою є не що інше, як біржова або фінансова спекуляція. В цьому одна з суттєвих ознак фондового ринку, як своєрідної матриці, в рамках якої здійснюється перманентна мімікрія фіктивно-спекулятивного капіталу. А.Т.Ковальчук, як один із найбільш сміливих розвідників сучасних фінансово-правових проблем, справедливо зауважив «фіктивність буття, з одного боку, і спекулятивні можливості – з іншого, мають своїм неминучим результатом таке паразитарне явище, як фіктивно-спекулятивний капітал» [4, с. 11].

Знаходячись у ринковій системі координат, де традиційно панує ліберальний режим фінансово-правового регулювання, фондовий ринок інтенсивно збагачується новими фінансовими інструментами, внаслідок чого є генератором системи фінансових ризиків. Розрахунок на ліберальне законодавство стало в останні роки досить примітною ознакою віртуальних трансакцій на міжнародному фінансовому ринку. Відсутність на ньому постійного і достатнього фінансово-правового контролю зберігає за спекулятивними угодами та операціями заманливу сферу отримання швидких і відчутних доходів, а тому не менш високу ступінь появи та відтворення фінансових ризиків.

Одним із різновидів цих останніх є спекулятивні ризики. Генерація згаданого ризику тісно пов'язана з ринковими механізмами формування середньої ціни на ті чи інші різновиди цінних паперів під впливом попиту і пропозиції як усередині країни, так і за її межами. Є й інші більш загальні причини, які генерують ті чи інші прояви фінансових ризиків. «Справа в тому, що причини виникнення ризиків полягають у постійній неврівноваженості і непорядкованості економічних систем» [5]. Економічна система, а фондовий ринок є її важливим сегментом, демонструє природні механізми саморегуляції. Однак, на думку вже згаданих дослідників, саме це змушує дану систему змінюватися в напрямку віддалення від рівноваги: «Таким чином, можна констатувати, що наявність детермінованого хаосу економічних систем досить характерна в якості структурної складової ризику» [5, с. 52].

Продовжуючи роздуми в цьому ключі, можна визнати, що саме прогностично-інформаційний аспект, зокрема поширення «неістинної» інформації, збільшує масштабність ризику в силу можливих похибок при прийнятті та практичній реалізації управлінських рішень. Група вчених притримується саме такої позиції: «Замовність та поширення «неістинної» інформації, або псевдоінформації, у кінцевому підсумку, виступає каталізатором фінансових негарездів макроекономічного масштабу» [6]. Дж.М. Кейнс у свій час попереджав про можливість наступної ситуації: «професійні інвестори і біржові гравці стурбовані не тим, щоб скласти найкращий довгостроковий прогноз очікуваного доходу від інвестицій за весь час їх експлуатації, а тим, щоб передбачити трохи раніше широкої публіки зміни в ринковій оцінці» [7, с. 22]. Таким чином, спекулятивний попит може значно завищити вартість цінних паперів у порівнянні з їх реальним станом, тим самим створюючи потенційні умови для кризових явищ.

Реалізм даної позиції простежується насамперед на фондовому ринку. Адже остаточно ціна на заявлені та прийняті для торгівлі на фондовій біржі акції, облігації, деривативи не в останню чергу залежить від розмаїття імпульсивних впливів, а також короткострокових спекулятивних факторів. Тому тенденції цінних трендів на фондовому ринку нерідко формуються значною мірою під впливом брокерів, націлених скористатися інсайдерською інформацією або ж агентів, здатних до не виважених ризиків, «тобто тих, хто розв'язує конфлікт між фантазією, ейфорією та реальністю, обираючи емоції» [9]. Інакше кажучи, завдяки лібералізації фінансово-правового регулювання фондовий ринок є досить благодатним полем для різних способів шахрайства [10, с. 32].

Останнє має місце в процесі емісії цінних паперів, депозитарної та посередницької діяльності, при організації біржової торгівлі та її процедур. Серед порушень при здійсненні професійної діяльності брокерами на фондовому ринку є надання для реєстрації заявлених для лістингу цінних паперів із завищеними якісними характеристиками, штучне створення пільгових умов для придбання цінних паперів для окремих категорій потенційних інвесторів, спроби використання інсайдерської інформації тощо.

Зрозуміло, що реально мінімізувати процеси і явища такого роду об'єктивно не можливо, демонструючи принцип «моя хата з краю, я нічого не знаю». Фінансова діяльність усе більшою мірою інтегрується й інтернаціоналізується. У такій же мірі це стосується розповсюдження ризикових угод і операцій. Водночас, як справедливо зауважив у фундаментальній статті Андрій Ковальчук: «на сьогодні система фінансових правовідносин, на жаль, стабільно демонструє дефолт відповідальності, в силу чого розкрадаються й тінізуються величезні фінансові ресурси в усіх сферах економічної системи та на всіх рівнях державної влади» [11].

Дана сумна закономірність перестане бути загрозливою на вітчизняних теренах лише у тому випадку, коли фінансове право і фінансово-правові закони будуть неухильно дотримуватися й виконуватися, завдяки чому фінансові порушники і фондові шахраї неминуче стануть притягуватися до невідворотної відповідальності. Тому назрілою потребою сьогодні є необхідність більш активного застосування в рамках фінансово-правового регулювання судово-процесуальних заходів і дій. Це важливо ще й тому, що особливе місце в нарощуванні фінансових ризиків останнім часом займають шахрайські схеми, що застосовуються при торгівлі цінними паперами через мережу Інтернет.

Недостатня розвиненість (якщо не говорити, слабкість) фондового ринку України засвідчує безспірний факт, – регулююча фінансово-правова система є недосконалою. Він не є прозорим і конкурентоспроможним. Головними гравцями на ньому поки що є вітчизняні та зарубіжні спекулянти. Все більшою мірою базова інфраструктура, зокрема біржі та торговельні майданчики, перекупуються російським капіталом. При цьому гострі конкурентні відносини витискують портфельних інвесторів. Це, зокрема, зумовлено тим, що мобільний інвестор з метою розподілення (диверсифікації) ризиків, як правило, вкладає кошти у невеликі пакети цінних паперів різних емітентів тому не в стані реально конкурувати з спекулянтами на інвестиційному ринку.

Залучені за низькими ставками фінансові ресурси не попадають у реальний сектор економіки, а використовуються для спекуляцій на ринках фінансо-

вих активів. При цьому ціни найбільш ліквідних активів багатократно завищують-ся порівняно з їх базовою вартістю. Ціновий «перегрів» даних ринків несе в собі реальні ризики щодо підтримання стабільності фінансової системи, тому що неминучою є загроза глибокого падіння цін на фінансові активи. Отже, проблема діагностування системних ризиків на фондовому ринку з метою їх попередження чи мінімізації є актуальною як у вузьконаціональному, так і у глобальному масштабі.

Політика мінімізації фінансових ризиків у загальному вимірі передбачає розробку та реалізацію стратегічних маневрів і тактичних рішень. Стратегія мінімізації ризиків на фондовому ринку в своїй основі базується на модельно-прогностичних сценаріях щодо їх упередження або ж варіантах концентрації зусиль (управлінських, економічних, фінансових) з метою зниження негативних наслідків у конкретних кризових умовах.

На жаль, у більшості країн, у тому числі і в Україні, фінансово-правовий вплив, з метою недопущення формування цінових аномалій на фондовому ринку, як правило, здійснюється в режимі «пост-фактум», тобто є запізним. Регулятор включає важелі впливу, реагуючи на подію, коли стала невідкладною необхідність ліквідації українських негативних наслідків спекулятивної гри. Головною метою при цьому стає завдання призупинити обвальне падіння котирувань на фондових ринках та зніщувати процес відновлення «ринкової справедливості». При цьому методи впливу на стан фондового ринку в кожній країні свої.

Тому цілком закономірним фактом є те, що на Вашингтонському саміті «Групи 20» одним із чинників наявних провалів на фондових ринках було визнано «неадекватну оцінку ризиків спекулятивного інвестування фінансових ресурсів» [12]. Регуляторний вплив має здійснюватись: а) через системну оцінку прозорості індивідуальних контрактів, правил обміну, порядку дотримання прав власності тощо; б) шляхом ринкової підтримки неформальних інститутів – культури і стилю поведінки та цивілізаційного світогляду, які значною мірою структурують політико-економічну і соціальну взаємодію і таким чином, суттєво впливають на кінцеві результати функціонування фондового ринку.

Одним із інструментів мінімізації фінансових ризиків на фондових ринках стало юридичне введення інституту «кваліфікованого інституціонального інвестора». Такий крок був здійснений з метою мінімізації ризиків функціонування ринків капіталу та підвищення їх ефективності. Кваліфікованим інституціональним інвестором визнавалась особа, здатна адекватно оцінювати системні ризики, пов'язані з інвестиціями в ті чи інші фондові інструменти, і самостійно здійснювати операції з цінними паперами на основі таких оцінок.

Статус кваліфікованого інституціонального інвестора уже законодавчо визначений у США. Кваліфікований інституціональний інвестор (Qualified Institutional Investor) має право, згідно з класифікацією Комісії з цінних паперів і бірж, брати участь у торговельних операціях з цінними паперами поряд з іншими кваліфікованими інституційними інвесторами без реєстрації цих цінних паперів у Комісії з цінних паперів і бірж США. Однак при цьому кваліфікований інституціональний інвестор повинен мати під своїм управлінням не менше 100 мільйонів доларів США [13]. Зрозуміло, що зазначена сума, якою вправі розпоряджатися кваліфікований інституціональний інвестор для вітчизняних підприємств є непо-сильною. Однак сама ідея заслуговує на увагу та законодавчу підтримку.

Достовірно оцінити реальні можливості і перспективи функціонування фондового ринку та забезпечити повну реалізацію потенційних його можливостей можна лише за умови його все більшого опертя на сучасні інфокомунікаційні й Інтернет-досягнення. В основі сучасних «Інтернет-комунікацій» закладена можливість «дистанційної присутності». На нашу думку, підґрунтям фінансових ризиків на окремих фондових майданчиках стає застосування традиційних маркетингових комунікацій, базування їх діяльності на морально застарілих інформаційних технологіях.

На сьогодні досить перспективним різновидом Інтернет-торгівлі є так звані «електронні торговельні майданчики». Учасники розміщують акції на первинному ринку цінних паперів. Продавці та покупці за домовленістю при самостійному укладенні угод можуть ініціативно розширювати масштаби операцій та ринки, знижуючи при цьому трансакційні витрати та не використовуючи послуг брокерів чи трейдерів. «Можна вважати, що створені таким чином майданчики продавця чи покупця становлять спосіб здійснення електронної дистрибуції» [6, с.129]. Разом з цим наростають ризики здійснення «електронного шахрайства». Виходячи з цього, на часі розробка та прийняття нормативно-правових актів вищої юридичної сили (законів), які б унеможливили подальший розвиток Інтернет-шахрайства.

**Висновки.** Вітчизняний фондовий ринок, який реально є лише квазі-ринком і має значно більше слабких місць, ніж реальних досягнень, потребує не реформування, а модернізаційного утвердження. Саме підхід, що передбачатиме приведення правил гри не просто у відповідність із існуючою реальністю, а й з перспективними тенденціями, зменшить ризик повторення кризових явищ системного характеру.

Досліджуючи правочини, пов'язані з обігом цінних паперів на фондовому ринку, можна зробити висновок, що сутність фінансових ризиків полягає не лише в мірі юридичного забезпечення сукупності тих прав, що з нього випливають, але й в можливості одержання додаткових активів за рахунок формування договірних фондових конструкцій та самостійного обігу, предметом яких є так званий базовий актив у вигляді сукупності як однорідних, так і різного роду цінних паперів та їх похідних.

Має відбутися корекція державної політики щодо функціонування вітчизняного фондового ринку, на часі кардинальна зміна практичної мети регулювання фондового ринку, розвитку його інфраструктури на випередження, а не лише у напрямку виведення його з фактичної стагнації.

Створення умов для ефективного функціонування фондового ринку потребує досягнення високої інформаційної спроможності ринку; недопущення випадків покривання приватних ризиків за рахунок суспільних фондів, ефективну координацію та взаємодію регулюючих та контрольно-наглядових органів.

Реалізація цих напрямків потребує більш активної та дієвої участі насамперед рейтингових агентств, саморегульованих організацій, самих інвесторів з тим, щоб максимально мінімізувати фінансові ризики, насамперед у рамках вітчизняного фондового ринку.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. *Паньков В.* Глобализация экономики : gualis es et guo vadis? / В. Паньков // Мировая экономика и международные отношения. – 2011. – № 1. – С. 23.
2. *Козз Р.* Фирма, рынок и право. – М. : Дело, 1993. – С. 28.

3. Про цінні папери і фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV / Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31.
4. Ковальчук А.Т. Рынок спекулятивного капитала : эксклюзивность финансово-правового позиционирования / А.Т. Ковальчук // Государство и право. – 2009. – № 1. – С. 58.
5. Парахин Ю.Н. Макроэкономическая оценка уровня процентного риска в сфере формирования заемного капитала предприятий» / Ю.Н. Парахин, А.А. Рубан // Деньги и кредит. – 2010. – № 12. – С. 49.
6. Ковальчук Т.Т. Сучасний інформаційний ринок / Т.Т. Ковальчук, І.Ю. Марко, Є.Ю. Марко. – К. : Знання, 2011. – С. 137.
7. Кейнс Дж.М., Общая теория занятости, процента и денег. – М. : Издательство «Прогресс», 1978. – С. 146.
8. Дюу Ш. Психология финансовых рынков : Кейнс, Мински и поведенческие финансы. Пер. с англ. // Вопросы экономики. – 2010. – № 1. – С. 111.
9. Детальніше про це див. : Шахрайство на фінансовому ринку. Практичний посібник з протидії / За заг. ред. В.В. Фещенка. – К. : УАФР, 2011. – С. 105-138.
10. Ковальчук А.Т. Финансовое право – «ревматизм» старой эпохи или комплексный регулятор публичных отношений / А.Т. Ковальчук // Государство и право. – 2010. – № 1. – С. 43.
11. 20 Declaration.Summit on Financial Market and the World Economy, 15 November 2008. // [Електронний ресурс] : [http://www.g20.org/Documents/g20\\_summit\\_declaration.pdf](http://www.g20.org/Documents/g20_summit_declaration.pdf)
12. Розинка Л.О. Місце і роль фондового ринку в сучасних макросистемах : дисерт. на здобуття наук. ступ. канд. екон. наук. – К. : Київський національний університет імені Тараса Шевченка, 2010 (235 с.). – С. 85.

**Коваленко В.В. Правові засади мінімізації фінансових ризиків на фондовому ринку**  
*Досліджуються правові фактори мінімізації фінансових ризиків на фондових ринках. Аналізується міжнародний досвід застосування методів мінімізації ризиків у післякризовий період.*

**Ключові слова:** мінімізація ризиків, фіктивно-спекулятивний капітал, фінансові ризики, фондовий ринок.

**Коваленко В.В. Правовые факторы минимизации финансовых рисков на фондовых рынках**

*Исследуются экономико-правовые факторы минимизации финансовых рисков на фондовых рынках. Анализируется международный опыт применения методов минимизации рисков в послекризисный период.*

**Ключевые слова:** минимизация рисков, фиктивно-спекулятивный капитал, финансовые риски, фондовый рынок.

**Kovalenko V. Legal factors of minimization of financial risks on fund markets**  
*Economic and legal factors of financial risks' minimization at the stock market are examined. The international experience of the implementation of the post-crisis risks' minimization methods is analyzed.*

**Key words:** risks' minimization, fictitious speculative capital, financial risks, stock market.

Стаття надійшла до редакції 11.05.2011.