

ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ З ТОРГІВЛІ ЦІННИМИ ПАПЕРАМИ: ВІТЧИЗНЯНИЙ ТА МІЖНАРОДНИЙ ДОСВІД

**Тетяна
Мовчанюк,**
старший викладач
кафедри фінансів
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

МАКРОЕКОНОМІКА

Сьогодні кожна держава намагається знайти свою оптимальну модель регулювання фондового ринку поєднуючи державне регулювання з ринковим саморегулюванням. Дослідження державного втручання в регулювання вітчизняного ринку цінних паперів є актуальним як для учасників ринку так і для самої держави. По-перше, це пов'язано з фінансовою кризою, яка виявила ряд недоліків в регулюванні фондового ринку, що негативно вплинуло на його діяльність. По-друге, прагнення України приєднатися до Європейського співтовариства, вимагає пошуку та впровадження сучасної системи методів регулювання ринку цінних паперів. Нажаль, на сьогодні, ринок цінних паперів в Україні регулюється емпіричним методом державного регулювання не використовуючи провідні методи прогнозування результатів.

Питанню державного втручання в регулювання ринку цінних паперів присвячено багато наукових досліджень як вітчизняних так і зарубіжних науковців, зокрема: А. Даниленко, В.Клименко, Д. Леонов, О. Ромашко, Дж. Сакс, Дж.Сорос, Дж.Стігліц, В. Суторміна, А.Торнелл, В.Унінець-Ходаківська та інші [3-9]. Незважаючи на детальний аналіз і вивчення проблем державного регулювання фондового ринку в роботах вказаних фахівців, суттєвим недоліком цих досліджень є відсутність конкретних рекомендацій щодо застосування важелів державного регулювання з метою формування ліквідного, надійного і прозорого ринку цінних паперів в Україні з урахуванням його сучасного розвитку.

Узагальнення основних підходів до державного регулювання діяльності з торгівлі цінними паперами та визначення особливостей його застосування на вітчизняному та зарубіжних фінансових ринках є основним завданням цієї статті.

Головним принципом регулювання фондового ринку є першочергова реалізація загальнонаціональних інтересів і забезпечення гарантій та безпеки інвестиційної діяльності в економіці Ук-

раїни. Так, державне регулювання ринку цінних паперів слід розглядати як здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю і нагляду за діяльністю суб'єктів ринку цінних паперів та їх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється з метою:

- 1) реалізації єдиної державної політики у сфері випуску та обігу цінних паперів;
- 2) створення умов для ефективної мобілізації та розміщення суб'єктами господарювання фінансових ресурсів з урахування інтересів суспільства;
- 3) захисту прав учасників фондового ринку.

В Україні державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється державою та саморегулювальними організаціями в таких формах (рис. 1.):

Провідне місце в державному регулюванні ринку цінних паперів займає регулювання професійної діяльності з торгівлі цінними паперами, адже завдяки їй забезпечується ліквідність фондових інструментів, що обертаються на ринку та ефективна діяльність підприємств-емітентів (зокрема, акціо-

нерних товариств, які, внаслідок приватизаційних процесів, сьогодні охоплюють значну частину виробничого потенціалу національної економіки). Професійна діяльність з торгівлі цінними паперами включає: брокерську, дилерську діяльність, андеррайтинг та діяльність з управління цінними паперами.

Серед торговців цінними паперами, враховуючи особливості їх діяльності, можна виділити насамперед спеціалізовані фінансові установи - торговці цінними паперами, які здійснюють виключно діяльність по випуску та обігу цінних паперів. Крім торговців цінними паперами на фондовому ринку України як фінансові посередники діють і комерційні банки. Вони можуть виконувати такі операції з цінними паперами як купівля, продаж і зберігання цінних паперів, а також операції з ними, довірчі операції за дорученням клієнтів, тобто всі види діяльності з торгівлі цінними паперами.

Держава в процесі регулювання торгівлі цінними паперами здійснює контроль за фінансовим станом торговців цінними паперами за трьома показниками:

1. Коефіцієнт абсолютної ліквідності обчислюється як відношення грошових засобів, їхніх еквівалентів і поточних

фінансових інвестицій до поточних зобов'язань. Коефіцієнт абсолютної ліквідності показує, яка частина боргів підприємства може бути сплачена негайно.

$$K(abl) = \frac{\text{Грошові засоби}}{\text{Поточні зобов'язання}}$$

2. Коефіцієнт рентабельності активів розраховується як відношення чистого прибутку (збитку) підприємства до середньорічної вартості активів і характеризує ефективність використання активів підприємства.

$$ROA = \frac{\text{Чистий прибуток}}{\text{Активи}} \times 100 \%$$

3. Коефіцієнт платоспроможності (автономії) розраховується як відношення власного капіталу підприємства до підсумку балансу підприємства і відображає питому вагу власного капіталу в загальній сумі активів, авансованих у його діяльність.

$$Ka = \frac{\text{Власний капітал}}{\text{Валюта балансу}}$$

Наведені показники мають виключно розрахунковий характер і визначаються на основі бухгалтерської звітності торговців цінними паперами, що негативно впливає як на самих торговців так



Рис.1. Форми державного регулювання ринку цінних паперів
(розроблено автором на основі Закону України
«Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» [2])

і на якість державного регулювання, оскільки не відображає реального фінансового стану торгівців цінними паперами та не дозволяє державі в повному обсязі виконати контрольну функцію. Для вирішення даної проблеми державі необхідно ввести єдиний для всіх учасників ринку стандарт розрахунку основних показників що відповідають міжнародним стандартам, а також встановити вимогу щоденного розрахунку капіталу професійними учасниками ринку. Для розрахунку таких показників система звітності професійних учасників ринку має бути удосконалена так, щоб вона дозволяла одержувати всі необхідні дані. Крім цього необхідно розробити та запровадити сучасні методики оцінки ризиків, що базуються на загальноприйнятих моделях та активному використанні рейтингових оцінок.

В зарубіжній практиці існує кілька підходів до державного регулювання ринку цінних паперів. Основна їх відмінність пов'язана з мірою втручання держави в регулювання фондового ринку. Доцільність усталених підходів останнім часом піддається сумніву через наслідки їх використання для економіки в цілому, що пов'язано з кризовими проявами які можна спостерігати в світі. Загальноприйнятими є дві основні моделі регулювання державою ринку цінних паперів:

1) регулювання фондового ринку здійснюється в основному державними органами, і лише невелика частина повноважень з нагляду, контролю, навчання учасників передається саморегулювним організаціям. Прикладом такої моделі регулювання ринку є Франція;

2) максимально можливий обсяг повноважень передається саморегулювним організаціям, але держава зберігає за собою основні контрольні позиції і у певних випадках має широкі можливості втручання в систему регулювання й саморегулювання. Значне місце в такій системі контролю займають не тверді державні норми, а сталі традиції, прийнята система взаємин між учасниками ринку. Прикладом такої моделі ринку є Великобританія, але й там останнім часом умови контролю й регулювання зазнали певного посилення.

На більшості розвинених закордонних ринків прийняті певні змішані моделі регулювання фондового ринку, і регулювання здійснюється найчастіше самостійними органами на зразок

комісій з цінних паперів, рідше регулювання забезпечується Міністерством фінансів або Центральним банком і його структурними підрозділами.

Звіт Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO)[12] містить висновок, що саморегулювання зарекомендувало себе як ефективний механізм регулювання у країнах з довготривалим досвідом функціонування фінансових ринків. У звіті наголошується на перевагах саморегулювних організацій при застосуванні спеціалізованих знань відповідного сектору, забезпеченні мотивації, фінансуванні сектору, договірних відносинах між саморегулювними організаціями та її членами, забезпеченні прозорості, відповідальності і гнучкого дотримання відповідних правил. У звіті згадується про здійснення саморегулювними організаціями професійних перевірок, перевірок на придатність при отриманні доступу на ринок, врегулювання скарг і претензій споживачів, програму моніторингу для виявлення зловживань на ринку, забезпечення механізму вирішення спорів, а також про співпрацю з іншими саморегулювними організаціями.

Таким чином, світовою тенденцією щодо саморегулювання фінансових ринків є існування саморегулювних організацій з повноцінними повноваженнями щодо розробки та контролю власних правил або у формі асоціацій, які лише приймають участь у здійсненні певних програм.

Що стосується структури державних органів, що регулюють фондовий ринок, то вона залежить від прийнятої моделі ринку цінних паперів (банківської або небанківської) та ступеню централізації управління в країні та автономності регіонів. В країнах з федеративним устроєм частину повноважень держави на ринку цінних паперів прийнято передавати окремим територіям. Державні органи регулювання фондового ринку можуть функціонувати на національному, міжрегіональному, регіональному і муніципальному рівнях.

В країнах з розвинутим ринком цінних паперів в державному регулюванні фондового ринку прийнято виділяти два підходи:

1) рестрикційне регулювання, яке являє собою систему взаємопов'язаних методів упорядкування процесів укладання угод на основі обов'язкових пра-

вил і вимог, при цьому невиконання останніх веде за собою встановлення міри відповідальності;

2) стимулююче державне регулювання, в основу якого покладені методи активації певних процесів на ринку цінних паперів.

Система регулювання фондового ринку США вважається найбільш розвинутою у світі. В її основу покладено рестрикційний підхід до державного регулювання, що складається з 3 рівнів:

1) Законодавча влада – Конгрес. Контроль за індустрією цінних паперів здійснюють Комітет по нагляду за банками Сенату та Комісія з торгівлі Палати Представників;

2) Державні виконавчі органи, до яких входять:

- Комісія з цінних паперів і фондових бірж;

- Комісія з товарних ф'ючерсів;

3) Саморегулювальні організації, які складаються з:

- Національної асоціації фондових бірж;

- 8 бірж;

- Законодавчої ради з муніципальних цінних паперів;

- 15 клірингових агентств;

- Корпорації захисту інвесторів у цінні папери, яка виконує специфічну регуляторну функцію.

Значення американського досвіду регулювання ринку цінних паперів дуже велике у всьому світі, і цей досвід обов'язково повинен бути прийнятий до уваги при розробці системи державного регулювання українського фондового ринку.

Специфікою регулювання фондового ринку Великобританії є участь держави тільки на законотворчому рівні при формуванні нормативної бази. Безпосереднє регулювання здійснюють спеціальні органи, причому здебільшого – не державні, а незалежні саморегульовані організації та уповноважені біржі. Звичайно, в основі їх діяльності лежить закон, але жодного тиску з боку держави вони практично не відчують. Регулювання ринку цінних паперів здійснює Рада з цінних паперів та інвестицій (Securities and Investment Board). За своїм статусом ця Рада є некомерційною організацією, учасниками якої є представники різних компаній, що працюють на фінансовому ринку, іншими словами – це саморегульована організація професійних учасників ринку цінних паперів. Формально Рада підпорядковується Казначейству,

але на практиці є незалежною установою. Рада делегує свої повноваження більш спеціалізованим організаціям, які поділяються на 2 групи: саморегульовані організації (Рада з цінних паперів та ф'ючерсів (SFA), Асоціація фінансових посередників, менеджерів і брокерів (FIMBRA), Організація інвестиційних керуючих (IMRO), Організація компаній страхування життя та юніттрастів (LAUTRO)) та уповноважені біржі (Лондонська товарна біржа, Міжнародна нафтова біржа (LPE), Лондонська біржа металів, Лондонська фондова біржа). Також до регулюючих органів ринку цінних паперів Великобританії слід віднести Раду з цінних паперів та ф'ючерсів, Лондонську раду з питань злиттів і поглинань (The City Panel on Takeovers and Mergers) та Банк Англії.

Що стосується України, то на даний час склалась змішана модель регулювання та функціонування ринку цінних паперів, яка потребує певної зміни та вдосконалення. На сьогоднішній день слідуючи прагненню України якомога швидше інтегруватися в світовий фінансовий простір розробляється багато стратегій розвитку вітчизняного ринку цінних паперів за участю провідних країн світу та міжнародних організацій. Так, угодою про партнерство та співробітництво між Україною і Європейським Співтовариством та його державами-членами Україна намагається адаптувати вітчизняне законодавство до законодавства ЄС, що дозволить вирішити ряд завдань серед яких і оптимальне поєднання державного регулювання з ринковим саморегулюванням діяльності з торгівлі цінними паперами.

Сьогодні регулювання фондового ринку України здійснюється уповноваженими органами чи організаціями в межах наданих їм функцій та повноважень:

1. Державне регулювання ринку, що здійснюється державними органами такими як:

- Верховна Рада України, Президент України та Кабінет Міністрів України шляхом ухвалення законодавчих актів та нормативних актів з питань ринку цінних паперів, визначення напрямів державної політики щодо ринку цінних паперів, призначення склад Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку забезпечують загальні засади державного регулювання.

- Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР),

яка безпосередньо формує й забезпечує реалізацію єдиної державної політики з розвитку й функціонування в Україні ринку цінних паперів.

- Державні органи, які в межах своєї компетенції здійснюють контроль або функції управління на ринку цінних паперів України: Фонд державного майна, Міністерство фінансів, Національний банк України, Антимонопольний комітет, Міністерство економіки, Державна податкова адміністрація.

2. Регулювання ринку цінних паперів з боку професійних учасників фондового ринку, або саморегулювання ринку.

На професійних учасників фондового ринку поширюються норми загального законодавства – Конституція України, Цивільний та Господарський кодекси України, законодавство про захист економічної конкуренції, антимонопольне законодавство, податкове законодавство та інші, а також спеціальні закони та нормативні документи, розроблені на їх виконання (табл. 1) [10].

Для формування ліквідного, надійного і прозорого фондового ринку в Україні з урахуванням його сучасного розвитку необхідним є виконання наступних пріоритетних завдань:

1) запровадження нових фінансових інструментів на фондовому ринку та видів професійної діяльності з метою залучення внутрішніх і зовнішніх джерел інвестицій;

2) зосередження торгів цінними паперами на фондових біржах і консолідація біржової системи з метою підвищення довіри з боку емітентів та інвесторів;

3) створення центрального депозитарію з метою забезпечення цілісного, прозорого й надійного порядку реєстрації прав на цінні папери й виконання угод із цінними паперами;

4) підвищення якості послуг професійних учасників фондового ринку, що сприятиме створенню ефективної системи захисту прав та інтересів інвесторів – як вітчизняних, так і іноземних;

5) підвищення рівня регулювання та нагляду на ринку цінних паперів шляхом впровадження системи пруденційного нагляду, підвищення можливостей та ефективності державного регулювання, удосконалення діяльності саморегулювних організацій, підвищення вимог до професійних учасників ринку цінних паперів та удосконалення системи фінансового моніторингу на ринку цінних паперів;

6) створення умов для підвищення конкурентоспроможності фондового ринку України з подальшою цивілізованою його інтеграцією в міжнародні ринки капіталу;

7) популяризація фондового ринку з метою залучення додаткових інвестиційних ресурсів і спрямування їх в реальний сектор економіки;

8) створення умов для появи потужного національного інституційного інвестора, здатного здійснювати довгострокові інвестиції в економіку країни, шляхом стимулювання розвитку інститутів спільного інвестування, зокрема недержавних пенсійних фондів;

9) гармонізація політики держави на фондовому ринку з податковою, валютною політикою з метою активізації залучення прямих та портфельних інвесторів шляхом створення сприятливого податкового та валютного механізмів регулювання фондового ринку України.

Велике значення для реалізації вище зазначених завдань покладено на регулювання процесу функціонування професійної діяльності з торгівлі цінними паперами на ринку цінних паперів.

Таблиця 1

Поширення норм спеціального законодавства

Професійний учасник	Спеціальні	Загальні
Торговець цінними паперами	Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»	Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»
Компанія з управління активами	Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення»	
Депозитарій, зберігач, реєстратор	Закон України «Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»	
Фондова біржа	Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»	

Торговці цінними паперами – це господарські товариства, для яких операції з цінними паперами є виключним видом діяльності, а також банки.

Торгівці цінними паперами відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» здійснюють такі основні види посередницької діяльності з випуску і обертання цінних паперів як:

а) діяльність з випуску цінних паперів;

б) комісійна діяльність з цінними паперами;

в) комерційна діяльність з цінними паперами.

Найбільш активну роль у торговельних операціях на фондовому ринку України займають торговці цінними паперами, що представлені суб'єктами підприємницької діяльності, для яких цей вид діяльності є винятковим (близько 69 %); комерційними банками (16 %) і інвестиційними компаніями (15 %).

Торгівля цінними паперами є важливою сферою державного регулювання, тому що завдяки їй забезпечується ліквідність фондових інструментів, що обертаються на ринку, а також відбувається формування ефективного власника на акціонерних підприємствах. Купівля-продаж цінних паперів може здійснюватися при особистій участі продавців і покупців або за допомогою професіоналів фондового ринку – фінансових посередників.

ВИСНОВКИ

Державне регулювання ринку цінних паперів України має здійснюватися на принципах створення гнучкої та ефективною системи управління, надійного діючого механізму обліку та контролю, запобігання і профілактики зловживань та проявів злочинних дій на основі відповідної законодавчої бази. При визначенні міри втручання держави в ділове життя учасників ринку цінних паперів слід уникати екстремальних позицій і знаходити правильні зважені рішення, оскільки, як переконує світовий досвід, надмірне втручання обмежує фінансову свободу, а надмірне невтручання створює середовище для зловживань.

На сучасному етапі у світі нагромаджено значний досвід регулювання ринку цінних паперів як розвинутих, так і таких, що розвиваються. Питання для України полягає в тому, як правильно і раціонально використати цей досвід та вдосконалити вітчизняне законодавство відповідно до директив ЄС та інших країн.

ЛІТЕРАТУРА

1. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23 лютого 2006 року N 3480-IV.

2. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року N 475/96-ВР.

3. Фінансово-кредитні методи державного регулювання економіки: Монографія / За ред. д-ра екон. наук. А.І. Даниленка. — К.: Інститут економіки НАНУ, 2003. — 415 с.

4. Клименко В.В. Фондовий ринок України у контексті фінансової безпеки держави. — К.: КНУДТ, 2006. — 188 с.

5. Леонов Д.А. Фінансовий моніторинг на ринку цінних паперів: навчальний посібник / Д.А. Леонов, С.М. Яровий. — К.: УІРФР, 2012. — 512 с.

6. Ромашко О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: Навч. посібник. — К.: КНЕУ, 2000. — 240с.

7. Сакс Дж. Економіка перехідного періоду (уроки для України) / Дж. Сакс, О. Пивоварський. — К.: Основи, 1996. — 345 с.

8. Суторміна В.М., Савчук Н.В. Фондовий ринок. Навч.-метод. посібник для самост. вивч. дисц. — К.: КНЕУ, 2001. — 72 с.

9. Унінець-Ходаківська В.П., Костюкевич О.І., Лятанбор О.А. Ринок фінансових послуг: теорія та практика. Вид. 2-ге, доп. і перероб: Навчальний посібник. — К.: Центр учбової літератури, 2009. — 392 с.

10. Торгівля цінними паперами: навч. посіб / В.П. Лісовий, К.Г. Отченаш, В.В. Токар. — К.: КНЕУ, 2010. — 407 с.

11. Єрмошенко А.М. Переваги і недоліки організації наглядових органів за фінансовими ринками на основі консолідованого підходу / Єрмошенко А.М. — Спеціальна робоча група з економічних реформ аналітично-дорадчого центру Блакитної стрічки Проекту Розвитку ООН. — 7 с.

12. Завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів / Звіт Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) — вересень, 1998 р., зі змінами (лютий 2002)(<http://www.iosco.org>)

13. Офіційний сайт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<http://www.nssmc.gov.ua>)