

УДК 336.761(075.8)

ББК 65.264я73

Ф 77

Колектив авторів

- О. М. Мозговий**, доктор екон. наук, проф. (розділи 1, 2, 10)
А. Ф. Баторшина, канд. екон. наук (розділ 9)
О. Г. Величко, канд. екон. наук, доц. (розділи 3, 5; розділ 4, пп. 4.1—4.4, 4.6)
Т. О. Фролова, канд. екон. наук, доц. (розділ 4, пункт 4.5; розділ 7)
С. І. Прилипко, канд. екон. наук, доц. (розділ 8)
С. Л. Котляров, канд. екон. наук (розділ 10)
К. Г. Отченаш, канд. екон. наук (розділ 7)
В. В. Токар, канд. екон. наук (розділ 6)
К. С. Возіанов, аспірант (розділ 3, пункт 3.11)
І. І. Дороніна, асистент (розділ 4, пункт 4.4)

Рецензенти

- В. В. Корнєєв**, д-р екон. наук, проф.
(Інститут економіки та прогнозування НАН України)
Ю. О. Лупенко, д-р екон. наук, проф.
(Департамент фінансів підприємств державного сектору економіки,
майнових відносин та підприємництва Міністерства фінансів України)
Д. А. Леонов, канд. екон. наук, доц.
(Український інститут розвитку фондового ринку)

Редакційна колегія факультету міжнародної економіки і менеджменту

Голова редакційної колегії Д. Г. Лук'яненко, д-р екон. наук, проф.

Відп. секретар редакційної колегії Т. В. Кальченко, д-р екон. наук, проф.

Члени редакційної колегії: В. А. Білошапка, д-р екон. наук, доц.; О. М. Галенко, д-р екон. наук, доц.; Л. С. Козловська, канд. філол. наук, доц.; О. М. Мозговий, д-р екон. наук, проф.; А. М. Поручник, д-р екон. наук, проф.; Л. В. Руденко-Сударєва, д-р екон. наук, проф.; Т. М. Циганкова, д-р екон. наук, проф.; О. А. Швиданенко, д-р екон. наук, доц.; В. І. Чужиков, д-р екон. наук, проф.

Гриф надано Міністерством освіти, науки, молоді і спорту України
Лист № 1/11-10351 від 08.11.11

**Фондовий ринок [Електронний ресурс] : підруч. / О. М. Мозговий, Ф 77 А. Ф. Баторшина, О. Г. Величко та ін. ; за заг. ред. д-ра екон. наук, проф. О. М. Мозгового. — К. : КНЕУ, 2012. — 543 [1] с.
ISBN 978–966–483–625–5**

У підручнику розглянуто механізми функціонування фондового ринку. Головну увагу приділено розкриттю системи відносин між учасниками ринку щодо емісії, розміщення, обігу та обліку цінних паперів різних видів. Окремо розглянуто питання регулювання фондового ринку, обчислення вартості та доходності цінних паперів, підходи до аналізу ринку та управління портфелем цінних паперів, а також визначено тенденції розвитку ринку цінних паперів. Ключові питання висвітлено на підставі узагальнення світового досвіду та з урахуванням практичних проблем і специфіки розвитку вітчизняного фондового ринку.

Для викладачів, аспірантів та студентів вищих навчальних закладів, фахівців в галузі фондового ринку.

УДК 336.761(075.8)
ББК 65.264я73

*Розповсюджувати та тиражувати
без офіційного дозволу КНЕУ забороняється*

ISBN 978–966–483–625–5

© О. М. Мозговий, А. Ф. Баторшина,
О. Г. Величко та ін., 2012
© КНЕУ, 2012

РОЗДІЛ 5. Первинний ринок цінних паперів	270
5.1. Поняття первинного ринку	270
5.2. Емісія цінних паперів та її етапи	273
5.3. Зарубіжна практика підготовки та проведення IPO	282
5.4. Стандарти корпоративного управління та їх роль при IPO	290
5.5. Практика IPO українських компаній на міжнародних ринках	294
РОЗДІЛ 6. Вторинний ринок цінних паперів	303
6.1. Поняття вторинного ринку та сутність обігу цінних паперів	303
6.2. Договірний процес на фондовому ринку	306
6.3. Організація процесу торгівлі цінними паперами	329
6.4. Лістинг і делістинг цінних паперів	332
6.5. Ліквідність цінних паперів	335
6.6. Спекулятивні операції з цінними паперами	337
6.7. Фондові індекси	343
6.8. Капіталізація фондового ринку	353
РОЗДІЛ 7. Регулювання фондового ринку	364
7.1. Поняття та принципи регулювання фондових ринків	364
7.2. Державне регулювання фондового ринку	369
7.2.1. Цілі, форми та структура державного регулювання фондового ринку	369
7.2.2. Концепція державного регулювання фондового ринку	377
7.3. Саморегульвні організації на фондовому ринку	378
7.3.1. Поняття та види саморегульвних організацій	378
7.3.2. Саморегульвні організації на фондовому ринку України	385
7.4. Регулювання фондового ринку в Україні	388
РОЗДІЛ 8. Вартість і дохідність цінних паперів	401
8.1. Теперішня та майбутня вартість цінних паперів	401
8.2. Ставки відсотків	404
8.3. Визначення вартості й дохідності акцій, облігацій	412
8.3.1. Оцінювання вартості акцій	412
8.3.2. Дохідність акцій	420
8.3.3. Оцінювання вартості облігацій	422
8.3.4. Прибутковість облігацій	424
8.4. Страхування ризиків по цінним паперам	430
РОЗДІЛ 9. Аналіз та управління цінними паперами	441
9.1. Різновиди ризиків на ринку цінних паперів	441
9.2. Методи аналізу ринку цінних паперів	446
9.2.1. Фундаментальний аналіз у біржовій торгівлі	446
9.2.2. Суть технічного аналізу	450
9.3. Теорія ефективного ринку	454
9.4. Рейтинги цінних паперів та учасників	461
9.5. Портфель цінних паперів	472
9.5.1. Поняття портфеля цінних паперів	472
9.5.2. Управління портфелем цінних паперів	478
9.5.3. Моделі формування портфеля цінних паперів	479
РОЗДІЛ 10. Тенденції розвитку ринку цінних паперів	491
10.1. Тенденції розвитку світового ринку цінних паперів	491
10.2. Тенденції розвитку ринку цінних паперів країн Центральної та Східної Європи (ЦСЄ)	498
10.3. Тенденції розвитку ринку цінних паперів України	504
Словник основних термінів	532



- 7.1. *Поняття та принципи регулювання фондових ринків.*
- 7.2. *Державне регулювання фондового ринку.*
- 7.2.1. *Цілі, форми та структура державного регулювання фондового ринку.*
- 7.2.2. *Концепція державного регулювання фондового ринку.*
- 7.3. *Саморегульвні організації на фондовому ринку.*
- 7.3.1. *Поняття та види саморегульвних організацій.*
- 7.3.2. *Саморегульвні організації на фондовому ринку України.*
- 7.4. *Регулювання фондового ринку в Україні.*

Резюме

Терміни та поняття

Запитання для перевірки знань

Завдання для індивідуальної роботи

Література для поглибленого вивчення

При вивченні цього розділу студенти мають ЗНАТИ:

- ◆ наявні у світі моделі регулювання фондового ринку з огляду на такі чинники;
- ◆ вплив моделі регулювання на структуру державних органів, які регулюють фондовий ринок;
- ◆ взаємозв'язок регулятивної інфраструктури фондового ринку з рівнем централізації управління економікою в країні;
- ◆ засади функціонування фондових ринків, форми та методи регулювання;
- ◆ принципи державного регулювання фондових ринків, особливості й механізми саморегулювання на фондових ринках,

а також УМІТИ:

- ◆ аналізувати й оцінювати законодавче забезпечення функціонування фондового ринку;
- ◆ аналізувати вплив системи права, що склалася в країні, на правову інфраструктуру та правовідносини на фондовому ринку;
- ◆ приймати управлінські та регуляторні рішення з питань, що стосуються цінних паперів і фондового ринку;
- ◆ застосовувати здобуті знання за умов функціонування українського фондового ринку.

7.1. ПОНЯТТЯ ТА ПРИНЦИПИ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВИХ РИНКІВ

Фондовий ринок на відміну від інших ринків є одним із найбільш жорстко регульованих і регламентованих державними органами. Причиною цього є особливе значення для держави надійності і стабільності системи руху капіталів, які забезпечуються обігом різних видів цінних паперів та їх похідних,

у тісному зв'язку цього ринку із системою правовідносин власності, що склалися в державі. Фондовий ринок — важлива частина фінансового ринку і його ефективне регулювання є актуальним завданням для розвитку національної економіки.

Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. визначає, що держава здійснює регулювання цього ринку, а не управляє ним.

Отже, **регулювання фондового ринку** — це об'єднання в систему певних методів і прийомів, що дають змогу впорядкувати діяльність усіх його учасників (емітентів, інвесторів, професійних учасників фондового ринку) і операцій між ними з боку уповноважених на це органів, підпорядкувати їх установленим вимогам і правилам.

Регулювання фондового ринку може бути внутрішнім і зовнішнім.

Внутрішнє регулювання — це підлеглість учасників фондового ринку власним нормативним документам: статуту, правилам здійснення діяльності, стандартам діяльності тощо.

Зовнішнє регулювання — це підлеглість діяльності учасників фондового ринку нормативним актам держави, інших організацій (наприклад, саморегулювних організацій), міжнародним угодам. До зовнішнього регулювання відносять також *громадське регулювання*, тобто вплив суспільства на учасників ринку цінних паперів із використанням механізму громадської думки. Часто саме реакція широкої публіки є причиною тих чи інших регуляторних дій з боку держави чи саморегулювних організацій.

Державне регулювання ринку здійснюється державними органами, до компетенції яких входить регулювання процесу взаємодії всіх учасників ринку цінних паперів, контроль і нагляд за виконанням узятих ними зобов'язань, вимог законодавства і дотриманням стандартів роботи, які встановлені на фондовому ринку. Важливою умовою ефективного функціонування фондового ринку є визначення й обов'язкове дотримання всіма його учасниками чинних правил роботи на ринку цінних паперів.

На *первинному ринку* цінних паперів державне регулювання зосереджене на підтримці єдиного порядку емісії (випуску в обіг) цінних паперів шляхом реєстрації. На *вторинному ринку* контроль за обігом здійснюється шляхом видачі сертифікатів, що дають право на здійснення операцій з цінними паперами, ліцензування професійних учасників ринку та інвестиційних інститутів, а також через механізм оподаткування операцій із цінними паперами.

Крім уповноважених органів державного управління, діяльність із регулювання фондового ринку також здійснюється з боку професійних учасників фондового ринку або *саморегулювних організацій* — добровільних об'єднань професійних учасників ринку цінних паперів, які мають бути посередниками між учасниками ринку та державними органами регулювання. Їхня діяльність спрямована на захист інтересів членів організації і розроблення комплексних заходів із упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів, запобігання зловживанням та порушенням у цій сфері.

Сферами регулювання фондового ринку є (рис. 7.1):



Рис. 7.1. Сфери регулювання фондового ринку

Законодавство та правила, що встановлюються державними органами, мають забезпечити виконання професійними учасниками ринку таких **вимог**:

- чесність стосовно клієнтів і надійний захист їхніх активів;
- високий рівень кваліфікації;
- з'ясування реальних потреб клієнта для якомога кращого виконання обов'язків перед ним (принцип «пізнай свого клієнта»);
- надання клієнтам вичерпної й правдивої інформації;
- уникнення конфлікту інтересів;
- наявність достатніх фінансових ресурсів для виконання зобов'язань і покриття збитків, достатність власного капіталу;
- наявність дієвої системи внутрішнього контролю за виконанням своїми співробітниками вимог законодавства;
- надання всієї необхідної інформації органам контролю.

Система регулювання має базуватися на *принципах*, що подані на рис. 7.2.



Рис. 7.2. Принципи системи регулювання фондового ринку

Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) розробила і затвердила 1998 року 30 принципів регулювання фондових ринків, які базуються на трьох основних засадах:

- захист прав інвесторів;

- забезпечення функціонування справедливого, ефективного та прозорого ринку;

- зменшення ризику.

Згадані 30 принципів регулювання фондового ринку мають бути практично запроваджені у відповідній законодавчій структурі таким чином, щоб відповідати трьом визначеним засадам регулювання ринку цінних паперів. Принципи згруповано за вісьмома категоріями:

1. Принципи, що стосуються до регулятивного органу (РО): коло обов'язків РО має бути чітко визначеним; регулятор повинен бути, з одного боку, незалежним у своїй оперативній роботі, а з іншого — підзвітним вищому органу управління; РО повинен мати адекватні повноваження, достатні можливості для виконання своїх функцій; регулювання має бути зрозумілим і послідовним; співробітники РО мають строго дотримуватися вимог професійної етики, включно з вимогами конфіденційності.

2. Принципи саморегулювання: система регулювання має включати саморегулювальні організації (СРО) тією мірою, якою цього вимагають розміри та рівень розвитку ринків; СРО мають перебувати під контролем РО й дотримуватися всіх етичних норм і стандартів при здійсненні своїх функцій.

3. Принципи контролю за дотриманням законодавства: РО повинен мати широкі повноваження для контролю, проведення інспекторських перевірок і розслідувань; РО повинен мати широкі повноваження щодо контролю за дотриманням законодавства з цінних паперів, включно з контролем за покаранням порушників; регулятивна система має забезпечувати ефективне використання повноважень РО з проведення інспекторських перевірок, розслідувань, контролю за дотриманням законодавства й реалізацією ефективних програм.

4. Принципи міжнародної співпраці РО: РО має надавати інформацію (як відкриту, так і закриту) іншим національним і закордонним РО; РО зобов'язані створити механізм надання такої інформації (як, коли, за яких умов); регулятивна система має передбачати можливість надання допомоги закордонним РО у розслідуванні операцій на фондовому ринку.

5. Принципи щодо діяльності емітентів: емітенти мають надавати інвесторам повну, своєчасну й точну інформацію про свою діяльність, що може вплинути на їхні інвестиційні рішення; ставлення до акціонерів має бути чесним і неупередженим; стандарти обліку й аудиту мають відповідати міжнародним нормам.

6. Принципи регулювання для інститутів колективного інвестування (КІ): регулятивна система має встановлювати стандарти діяльності й регулювання тих, хто має намір продавати інструменти КІ або управляє ними; регулятивна система має містити положення, які стосуються юридичної форми й структури КІ, а також питання відокремлення і захисту активів клієнтів; регулятивна система має передбачати повне розкриття інформації елементами інструментів колективного інвестування, щоб інвестор мав можливість оцінити доцільність участі в даному КІ й величину своєї частки в ньому; регулятивна система повинна гарантувати наявність ясного й чіткого методу оцінювання чистої вартості активів, визначення ціни та погашення інструментів колективного інвестування.

Інститути колективного інвестування (ІКІ) в Україні відомі під назвою *інститути спільного інвестування* — ІСІ.

7. Принципи для посередників фондового ринку: регулювання має передбачати наявність певних мінімальних вимог для початку діяльності на фондовому ринку; мають бути встановлені первинні й постійно підтримувані вимоги щодо мінімальної величини капіталу, що відображають ризики, які несуть ці посередники; посередники мають дотримуватися певних стандартів внутрішньої організації й діяльності з метою захисту інтересів клієнтів, забезпечення належного управління ризиком і прийняття їхнім керівництвом основної відповідальності в цій сфері; для мінімізації втрат інвесторів і зменшення системного ризику система регулювання має передбачати процедури на випадок банкрутства посередника.

8. Принципи для вторинного ринку: створення торговельних систем, включно з фондовими біржами, не може мати нерегульованого характеру; система регулювання повинна передбачати постійний нагляд над біржами, щоб забезпечити чесні правила гри з дотриманням балансу інтересів усіх учасників ринку; регулювання має сприяти прозорості торгівлі; система регулювання має бути побудована таким чином, щоб учасно виявляти й перешкоджати маніпулюванню на ринку та іншим нечесним методам торгівлі; регулятивна система має спрямовуватися на управління ризиком дефолту, серйозного потрясіння ринку цінних паперів; система клірингу і розрахунків має перебувати під контролем регуляторних органів, забезпечуючи ефективну роботу та зменшення системного ризику.

Процес регулювання фондового ринку включає такі елементи:

- створення нормативної бази функціонування ринку, тобто розроблення законів, постанов, інструкцій, правил, методичних положень та інших нормативних актів, які закріплюють функціонування ринку на загальноновизнаній основі;
- реєстрація випусків цінних паперів, проспектів емісії;
- сертифікація фахівців фондового ринку;
- ліцензування професійних учасників ринку;
- контроль за дотриманням виконання всіма учасниками ринку норм і правил функціонування ринку;
- систему санкцій за відхилення від норм і правил, встановлених державою.

Регулятивна інфраструктура — це одна із систем (поряд з інформаційною, депозитарно-кліринговою інфраструктурами ринку цінних паперів), що забезпечує нормальне функціонування ринку цінних паперів. Вона має такі компоненти:

- ◆ регулятивні органи (державні регуляторні органи та саморегулятивні організації);
- ◆ регулятивні функції та процедури (законодавчі, реєструвальні, ліцензійні, атестаційні, контрольні, наглядові тощо);
- ◆ правову інфраструктуру (законодавчу та нормативну базу функціонування ринку цінних паперів);
- ◆ етику фондового ринку;
- ◆ традиції та звичаї.

У міжнародній практиці вирізняють різні моделі регулятивної інфраструктури ринку цінних паперів залежно від:

- суб'єкта регулювання (держава або держава спільно із саморегулювними організаціями);
- рівня жорсткості регулювання;
- моделі ринку цінних паперів.

Співвідношення між повноваженнями регуляторних органів у різних країнах неоднакове. У більшості країн контроль і регулювання фондового ринку здійснює один спеціальний орган (Комісія з цінних паперів), але можуть бути варіанти: кілька органів чи покладання регулятивних функцій на підрозділ певного органу державного управління (Міністерства фінансів або Центрального банку). Ефективність тієї чи іншої моделі залежить від низки загальних і специфічних чинників. Загалом завдання, що їх ставить перед собою Уряд України в плані створення ефективної регулятивної інфраструктури на ринку фінансових послуг, збігаються з сучасною методологією формування наглядових структур як для розвинених ринків, так і для ринків, що розвиваються. Справді, забезпечення захисту прав власності всіх учасників фінансових ринків, установлення прозорих правил і процедур діяльності на основі уніфікованих норм європейського законодавства дасть змогу створити конкурентне середовище для надійної співпраці інституціональних інвесторів і населення країни з метою розвитку ефективних галузей економіки та підвищення добробуту громадян у перспективі.

7.2. ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ

7.2.1. Цілі, форми та структура державного регулювання фондового ринку

Фондовий ринок віддзеркалює стан економіки країни взагалі. Він характеризується ще несформованими традиціями й правилами роботи, що вимагають активізацію дію системи його ефективного регулювання, насамперед з боку держави.

Необхідність державного регулювання ринку цінних паперів, тобто здійснення державою комплексних заходів щодо впорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів і запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері, зумовлюється тим, що:

- на фондовому ринку більшою мірою реалізуються національні інтереси держави, під якими розуміють комплекс макроекономічних і макрополітичних пріоритетів на сучасному етапі розвитку економіки країни;
- на ринку цінних паперів постійно присутні й активно взаємодіють інтереси різних учасників ринку — емітентів цінних паперів, інвесторів, професійних учасників ринку. Ці інтереси можуть суперечити між собою, тому для забезпечення стабільності і правового впорядкування ринку, регламентування взаємовідносин між усіма його учасниками держава впроваджує відповідну систему регулювання;

• головною дійовою особою на фондовому ринку є інвестор — вітчизняний або іноземний, юридична або фізична особа. Найчисельнішим інвестором є населення, яке частіше за все не володіє спеціальними знаннями у сфері фондового ринку. Без створення надійної системи захисту прав та інтересів інвесторів, передусім фізичних осіб, неможливо забезпечити подальший розвиток ринку капіталів. Формування та постійне вдосконалення такої системи під силу тільки державі;

• ситуація на ринку цінних паперів часто активно впливає на стабільність, дохідність і можливості інших секторів фінансового ринку, на економіку всієї країни. Кризові ситуації в економіці, як правило, розпочинаються з фондового ринку;

• уважне і водночас вимогливе ставлення до учасників фондового ринку з боку регуляторних органів, до вітчизняних і зарубіжних інвесторів допоможе забезпечити соціальну справедливість, подолати загрозу повного падіння авторитету України в світі. Програма і норми захисту інтересів інвесторів мають бути більш ефективними, але при цьому, ясна річ, не втрачають актуальності завдання захисту законних інтересів інших учасників ринку цінних паперів.

Слід зазначити, що державне регулювання фондового ринку треба започатковувати на певних принципах, найголовнішим з яких можна вважати *принцип першочергової реалізації загальнонаціональних інтересів і забезпечення гарантій і безпеки інвестиційної діяльності в економіці України*. Цей принцип впливає із загальної універсальної регулятивної функції держави щодо захисту прав та інтересів учасників ринку цінних паперів і базується на необхідності забезпечення відтворювальних процесів в економіці країни.

Світовий досвід доводить, що ринок цінних паперів ефективно розвивається лише тоді, коли держава зменшує безпосереднє втручання в процес залучення приватних інвестиційних коштів та вкладання їх в економіку.

З іншого боку, в процесі економічної лібералізації в Україні почастишали факти зловживань, шахрайства, ошукування, порушень законодавства, що вимагає застосування державою більш жорстких методів регулювання. З поєднання цих підходів впливає *принцип оптимальності державного регулювання*, який означає, що держава здійснює регулювання діяльності учасників ринку цінних паперів лише в тих випадках, коли це абсолютно необхідно, в інших випадках вона делегує частину своїх повноважень професійним учасникам фондового ринку, які об'єднані в саморегулівні організації.

Важливим моментом підвищення ефективності політики держави на фондовому ринку є прогнозованість розвитку цього ринку та його стабільності в довгостроковій перспективі. З огляду на це внеобхіднюється *принцип послідовності державного регулювання*, який означає послідовність і виваженість державної політики на фондовому ринку з урахуванням тенденцій, дотримання обраної моделі розвитку ринку, несуперечливість і досконалість законодавчо-нормативної бази з цих питань.

Ринок цінних паперів будь-якої країни не може нормально функціонувати, якщо він не інтегрований у світовий ринок капіталів. З цього впливає наступний *принцип: зорієнтованості на світовий досвід функціонування фінансових ринків*. Це означає, насамперед, урахування інтеграційних тенденцій на фінансових ринках, реалізацію завдань щодо входження у міжнародний ринок цінних

паперів шляхом створення конкурентоспроможного вітчизняного фондового ринку. Цей принцип також має передбачати: розроблення засадових положень державної політики стосовно іноземних інвесторів; створення умов іноземним учасникам вітчизняного ринку цінних паперів; забезпечення захисту українського інвестора під час здійснення ним операцій з іноземними цінними паперами; розвиток співпраці з іноземними органами регулювання та контролю на ринку цінних паперів; використання рекомендацій міжнародних фінансових інститутів з питань раціональної організації національних фондових ринків.

Ще одним не менш важливим принципом є *принцип єдності державного регулювання*, який означає єдність нормативно-правової бази, форм і методів державного регулювання, концентрацію державою регуляторних та контролювальних функцій у спеціальному державному органі, координацію діяльності інших органів державної влади з питань функціонування ринку цінних паперів в Україні.

Ринок цінних паперів має приваблювати інвесторів законністю, прозорістю, чесністю та порядком. Цього можна досягти лише шляхом державного регулювання індустрії цінних паперів у тісній взаємодії з її представниками.

Держава має створювати «правила гри» та регламентовано втручатися не в свободу, а задля свободи фондового ринку. Саме на цих засадах сформовано цілі й завдання державного регулювання ринку цінних паперів України, які закріплено в Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР.

Законодавством визначено, що *державне регулювання ринку цінних паперів* — здійснення державою комплексних заходів щодо впорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їхніх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Цілі державного регулювання фондового ринку представлені на рис. 7.3.

Як правило, потреба в посиленні державного регулювання того чи іншого ринку (насамперед ринку цінних паперів) виникає під час економічних криз. Як цілісна система державне регулювання фондового ринку сформувалося у Сполучених Штатах у 1930-ті роки внаслідок кризи кінця 1920-х років, а в більшості інших держав — після Другої світової війни як відповідь на глобальні фінансові кризи.

Особливо активну роль держава має відігравати на початкових етапах становлення фондового ринку в країні. Передусім це стосується країн із перехідною економікою. Зазвичай, ринки таких країн характеризуються чималими масштабами операцій щодо зміни форм власності, активними процесами її перерозподілу та підвищенням ризику фінансової дестабілізації. Фондові ринки висувають високі вимоги до інфраструктури та ресурсів на її розбудову, що підвищує роль держави в організації роботи ринку цінних паперів за правилами, які відповідають міжнародним стандартам.

Для досягнення мети регулювання державою ринку цінних паперів необхідне створення відповідної структури державного регулювання цього ринку й обов'язкове запровадження його різноманітних форм. Відповідно до статті 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», регулювання фондового ринку здійснюється у *формах*, що наведені на рис. 7.4.



Рис. 7.3. Цілі державного регулювання фондового ринку



Рис. 7.4. Форми регулювання фондового ринку

Найголовнішим елементом структури державного регулювання є **законодавче регулювання ринку цінних паперів**. Основною формою здійснення державного регулювання, безумовно, є прийняття актів законодавства з питань діяльності ринку цінних паперів, що забезпечує вплив на діяльність та поведінку всіх учасників цього ринку й утворює необхідний нормативно-правовий базис, у межах якого учасники ринкових взаємовідносин, у тому числі держава та її уповноважені органи, реалізують свої права, обов'язки, повноваження та інтереси.

Законодавче регулювання, крім обґрунтування засад створення і функціонування ринку цінних паперів, передбачає конкретне нормативне регулювання найважливіших взаємовідносин на ринку. Законодавче регулювання фондового ринку України — це багаторівнева структура, в основу якої покладено конституційні принципи. Так, стаття 92 Конституції України проголошує, що основи створення і функціонування фінансового, кредитного та інвестиційного ринків встановлюються лише законами України.

За роки незалежності в Україні формується та постійно вдосконалюється законодавство, що стосується різних граней регулювання правовідносин на українському ринку цінних паперів — це закони України, Укази Президента України, постанови Кабінету Міністрів України, рішення НКЦПФР, нормативні акти міністерств і відомств, які в межах своїх повноважень здійснюють регулювання та контроль на фондовому ринку.

Серед *основних законодавчих актів*, які регулюють діяльність суб'єктів фондового ринку України, є:

- цивільний кодекс України, Господарський кодекс України від 16 січня 2003 року, які встановлюють порядок створення, функціонування й діяльності акціонерних товариств, порядок випуску акцій емітентом, порядок скликання загальних зборів акціонерів, збільшення і зменшення статутного капіталу, компетенції керівних органів товариства тощо;

- Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. № 514-VI дає позитивне посилання для розвитку фондового ринку в Україні та спрямований на те, щоб полегшити підприємствам залучити капітал і в результаті створити в Україні повноцінне корпоративне законодавство, що неодмінно приведе до становлення національного ринку капіталу;

- Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року № 448/96-ВР визначає мету і форми державного регулювання фондового ринку, органи, що здійснюють державне регулювання, зокрема щодо ДКЦПФР визначені завдання, функції, повноваження, права, відповідальність і відносини з іншими державними органами регулювання й контролю на фондовому ринку;

- Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок» від 23.02.2006 року № 3480-IV чітко визначає класифікацію цінних паперів України, розширює перелік послуг, які можуть надаватися професійними учасниками ринку цінних паперів в Україні; увідповіднює світовим стандартам визначення та вимоги до таких послуг; упроваджує систему розкриття інформації на фондовому ринку; врегульовує питання, пов'язані з використанням інсайдерської інформації. За-

уважимо, що з набранням чинності цього Закону з травня 2006 р. Закон України «Про цінні папери та фондову біржу» втратив чинність;

- Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10 грудня 1997 року № 710/97, визначає правові засади і загальні правила обігу в Україні цінних паперів у документарній і бездокументарній формах, особливості обліку, переходу і реалізації прав власності на цінні папери, основи депозитарної, розрахунково-клірингової діяльності і діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів;

- Закон України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» від 15.03.2001 р. № 2299-III, визначає правові й організаційні засади створення, діяльності і відповідальності суб'єктів спільного інвестування, особливості управління їхніми активами, встановлює вимоги до складу, структури та збереження активів, особливості розміщення та обігу цінних паперів ІСІ, порядок і обсяг розкриття інформації цими інститутами в цілях залучення й ефективного розміщення фінансових ресурсів інвесторів;

- Закон України «Про власність» від 7.02.1991 року № 697-XII, визначає поняття права власності і його складових: прав володіння, користування і розпорядження, закріплює форми власності, підтверджує принципи рівності всіх форм власності і гарантії захисту прав та інтересів власників від неправомірних дій з боку юридичних чи фізичних осіб або держави;

- Закон України «Про підприємництво» від 7.02.1991 року № 698-XII;

- Закон України «Про господарські товариства», від 19.09.1991 року № 1576-XII встановлює порядок створення та діяльності господарських товариств, у тому числі акціонерних (АТ), порядок випуску акцій емітентом, визначає особливості діяльності АТ, порядок скликання загальних зборів акціонерів, збільшення чи зменшення статутного капіталу АТ, компетенцію керівних органів АТ тощо. Слід мати на увазі, що з набранням чинності Закону України «Про акціонерні товариства» з 29.04.2009 р. Закон України «Про господарські товариства» в частині, що стосується акціонерних товариств, залишатиметься чинним протягом двох років, тобто до 29.04.2011 р.;

- Закон України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 року № 2121-III.

Регулювання ринку цінних паперів в Україні законодавчо здійснюється також великою кількістю відомчих нормативних актів державних органів, які в основному розкривають делеговані їм конкретні регулятивні повноваження на інвестиційному та фінансовому ринках й у сфері приватизації, встановлені чинним законодавством України.

На практиці законодавче регулювання має бути стабільним і забезпечувати ефективне функціонування фондового ринку, але зараз воно вимагає постійного вдосконалення через нестабільність умов господарювання.

Важливу роль в законодавчому регулюванні національного фондового ринку відіграють також міжнародні акти (договори, конвенції, угоди), укладені з міжнародними організаціями та міжнародними фінансовими інститутами в сфері розвитку, функціонування та регулювання ринку цінних паперів. Укладання та-

ких актів спрямоване на сприяння інтеграції України в Європейський Союз, Міжнародну організацію комісій з цінних паперів (IOSCO), поглибленню співпраці зі Світовим банком та МВФ.

Загальновизнаними орієнтирами у створенні національного законодавства є такі міжнародні документи:

- 1) директиви ЄС (обов'язкові для країн — членів ЄС);
- 2) резолюції IOSCO;
- 3) рекомендації Групи Тридцяти (авторитетної групи міжнародних експертів).

Найціннішими з перелічених документів є *Директиви Європейського Союзу*: вони узгоджуються з традиціями цивільного права більшості країн Центральної та Східної Європи; відображають узагальнену точку зору на необхідний рівень регулювання фондового ринку; країни, які прагнуть стати членами ЄС, мають дотримуватися цих Директив.

Директиви ЄС сьогодні охоплюють також усі найважливіші аспекти законодавства про компанії. Основна увага приділяється питанням розкриття інформації та захисту інтересів інвесторів, кредиторів та інших зацікавлених осіб. Мета законодавства про компанії в усіх країнах ринкової економіки майже однакова: врегулювати конфлікти інтересів між сторонами — держателями більшої або меншої кількості акцій, керівництвом компанії та акціонерами-кредиторами.

Іншими Директивами ЄС, які впливають на режим регулювання національних фондових ринків, є положення щодо стандартів обліку і аудиту, банківської діяльності (введення жорстких нормативів адекватності капіталу, диверсифікації портфеля та обмежень на надання кредитів пов'язаним між собою особам).

Зазначені Директиви ЄС включені до національних законодавств різних країн у складі самих законів.

Рекомендації Групи Тридцяти. Для усунення бар'єрів у міжнародній торгівлі цінними паперами представники (експерти) 30 ринків об'єднали свої зусилля й у 1978 році утворили зазначену групу як незалежну недержавну некомерційну організацію, що дістала назву «Група Тридцяти» (Г-30).

Одним із елементів структури державного регулювання фондового ринку є **ліцензування професійної діяльності**. Ліцензування включає: видачу ліцензій на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку; призупинення або анулювання ліцензій у разі порушення законодавства про цінні папери.

Діяльність на ринку цінних паперів без спеціального дозволу (ліцензії) кваліфікується як серйозне порушення чинного законодавства про цінні папери.

Окремим елементом структури державного регулювання фондового ринку є **нагляд за діяльністю** учасників ринку цінних паперів, який передбачає:

- надання всіма професійними учасниками ринку фінансової звітності про свою діяльність;
- аналіз отриманої звітності з метою перевірки відповідності інформації дійсності і вимогам законодавства;
- аналіз будь-якої інформації про ситуацію на ринку з метою виявлення ознак порушень законодавства про цінні папери;

— нагляд за діяльністю професійних учасників ринку цінних паперів з метою запобігання порушення законодавства.

Коли йдеться про нагляд, то тут під ним слід розуміти безперервний моніторинг процесів на фондовому ринку. Контроль, на відміну від нагляду, є моніторингом діяльності учасників ринку з метою виявлення порушень законодавства про цінні папери. **Контроль має передбачати** здійснення таких заходів:

- проведення планових та позапланових перевірок діяльності учасників фондового ринку;
- з'ясування обставин порушення законодавства;
- створення системи «внутрішнього» контролю шляхом запровадження в діяльність усіх професійних учасників ринку цінних паперів та їх об'єднань відповідних процедур самоконтролю.

Функція контролю за дотриманням законодавства вимагає залучення значних матеріальних, інтелектуальних та кадрових ресурсів.

Наступним елементом структури державного регулювання фондового ринку є **правозастосування**, тобто здійснення державою відповідних заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів шляхом застосування санкцій.

Елементи структури державного регулювання ринку цінних паперів тісно пов'язані між собою. Наприклад, підставою для проведення перевірок діяльності учасників фондового ринку можуть стати випадки порушення законодавчо-нормативного регулювання обігу цінних паперів; своєю чергою, встановлення факту порушення законодавства викликає необхідність правозастосування; узагальнення досвіду контрольної діяльності та правозастосування на фондовому ринку сприяє вдосконаленню та розвитку чинного законодавства з цих питань, що відображається на вимогах до ліцензування, нагляду та контролю на фондовому ринку.

На сучасному етапі розвитку фондового ринку важливо створити систему правового регулювання, складовими елементами якої мають стати нове покоління взаємопов'язаних і узгоджених законодавчих актів, вироблених на засадах сучасної законодавчої методології і техніки, здатних регулювати більшість суттєво важливих аспектів ринку цінних паперів (а не окремі з них), а також формувати та встановлювати конкретні критерії, стандарти і процедури відносин учасників — емітентів, індивідуальних інвесторів, посередників, інших інфраструктурних інститутів, регулювати біржову та позабіржову систему торгівлі, визначати повноваження й обов'язки саморегулювних організацій.

Отже, в контексті законодавчого регулювання та ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку слід мати на увазі систему державно-правового регулювання ринку цінних паперів, яка є основною. Ще однією системою, котра є допоміжною щодо державно-правової, є інституційно-правова система.

Інституційно-правова система — це система заходів, спрямованих на нормативне впорядкування відносин на фондовому ринку, яке здійснюється саморегулювними організаціями. Ця система є важливим засобом регулювання конкретних взаємин на фондовому ринку, не охоплених системою державно-правового регулювання.

7.2.2. Концепція державного регулювання фондового ринку

Концепція державного регулювання ринку цінних паперів кожної країни залежить від історії розвитку її фондового ринку, прийнятої моделі ринку (банківська чи небанківська), міри централізації управління. У країнах із федеративним устроєм частину повноважень держави на фондовому ринку передано територіям (наприклад у США — штатам, у Німеччині — землям, у Росії — регіонам).

Розрізняють дві основні концепції державного регулювання. *Перша концепція* ґрунтована на тому, що регулювання ринку переважно зосереджується у державних органах, лише невелика частина повноважень щодо нагляду, контролю та встановлення правил передається державою саморегулювним організаціям. *Друга концепція* передбачає, що максимально можливий обсяг повноважень передається саморегулювним організаціям, значне місце в контролі належить не жорстким розпорядженням, а переговорному процесу. При цьому держава зберігає за собою основні контрольні функції. Прикладом першої концепції є Франція, другої — Велика Британія.

В Україні система регулювання фондового ринку фактично ґрунтується на поєднанні державного регулювання та саморегулюванні, але пріоритет належить державі.

Державне регулювання на ринку цінних паперів може бути прямим і непрямим.

Пряме (адміністративне) державне регулювання здійснюється шляхом встановлення обов'язкових вимог до учасників ринку цінних паперів, ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів, забезпечення гласності та рівної поінформованості учасників ринку тощо.

Непряме (економічне) державне регулювання ринку цінних паперів здійснюється такими методами, як проведення певної податкової та грошової політики, політики з формування та використання коштів державного бюджету у сфері управління державною власністю тощо.

Досвід країн із розвиненим ринком цінних паперів переконує, що держава має здійснювати такі функції:

- ◆ *ідеологічну*, тобто розроблення концепції розвитку ринку цінних паперів та програми її реалізації;
- ◆ *законодавчу*, тобто законодавче й нормативне забезпечення функціонування ринку цінних паперів;
- ◆ *адміністративну*, тобто пряме адміністративне регулювання учасників ринку;
- ◆ *стимулювальну*, тобто використання всіх можливих інструментів впливу на ринок цінних паперів з метою його розвитку, створення ефективного механізму перерозподілу грошових ресурсів у найважливіші сектори економіки;
- ◆ *наглядову та контрольну*, тобто запобігання порушенням з боку різних учасників ринку цінних паперів;
- ◆ *арбітражну*, тобто розв'язання спорів між учасниками ринку цінних паперів через систему судових органів.

Таким чином, можна сказати, що держава є одним з основних *регуляторів* ринку цінних паперів. Крім цього, держава виступає як *учасник* ринку цінних паперів, а саме:

- держава є найбільшим *позичальником й емітентом* облігацій;
- держава є найбільшим *інвестором* на ринку цінних паперів як власник пакетів акцій акціонерних товариств;
- держава виконує функції *професійного учасника* ринку цінних паперів через Національний банк України, що є посередником, який бере участь у розміщенні державних цінних паперів.

Для забезпечення єдиної державної політики у сфері регулювання фондового ринку у світовій практиці виправдало себе існування єдиного незалежного регулятивного органу. У більшості країн таким органом є чи абсолютно самостійна державна установа — Комісія з цінних паперів і бірж у США, чи установа, підконтрольна іншому державному органу, наприклад, Міністерству економіки та фінансів — Комісія з біржових операцій у Франції.

В Україні це **Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)**.

НКЦПФР плідно співпрацює з Кабінетом Міністрів України, міністерствами та відомствами. Спільні зусилля стимулюють розвиток ринку цінних паперів в Україні, триває активна спільна робота щодо вдосконалення правової бази функціонування ринку з метою увідповіднення її міжнародним принципам та стандартам регулювання. При розв'язанні найважливіших питань розвитку фондового ринку Комісія використовує інтелектуальний потенціал учених, спеціалістів і практиків, які надають вагому методологічну підтримку, співпрацюючи з Комісією в рамках Консультативно-експертної ради.

Поширюється співпраця НКЦПФР з органами регулювання ринку капіталів інших країн, з міжнародними організаціями та іноземними інвесторами в рамках чинного законодавства відповідно до загальнодержавної політики у сфері зовнішніх зносин, яка має багатовекторний характер і зорієнтована на запровадження в Україні світових стандартів регулювання економіки.

7.3. САМОРЕГУЛІВНІ ОРГАНІЗАЦІЇ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ

7.3.1. Поняття та види саморегулівних організацій

У сфері регулювання і контролю за фондовим ринком беруть участь саморегулівні організації (СРО). Як показує світовий досвід, фінансовий ринок ефективно розвивається тоді, коли враховується принцип оптимальності державного регулювання: держава регулює діяльність учасників ринку лише у випадках, коли це абсолютно необхідно, у решті випадків вона делегує частину своїх повноважень професійним учасникам ринку, які об'єднуються в саморегулівні організації (СРО).

СРО у багатьох країнах світу створені з метою участі в розробленні і затвердженні правил, контролю за їх дотриманням з боку самих учасників ринку, стан-

дартів професійної поведінки та провадження виду професійної діяльності. По-над те, часто це дає змогу подолати певні недоліки законодавства. В деяких країнах СРО створюються винятково на добровільних засадах, а в деяких членство в них є обов'язковим.

Світова практика визнає саморегульними організаціями (selfregulatory organizations) підприємницькі асоціації, добровільні об'єднання, які встановлюють для своїх членів формальні правила у веденні бізнесу, діють в національному масштабі та визнані державою як основні представники професійної спільноти у сфері цінних паперів.

За такого визнання держава делегує частину своїх функцій з нагляду й регулювання ринку, щоб професійні оператори ринку цінних паперів самі встановлювали для себе правила гри та здійснювали контроль за їх виконанням, маючи на увазі, що цей контроль (за обсягом та якістю) значно результативніший за наглядову діяльність, обмежену державою.

У Великій Британії, наприклад, ринок більшою мірою саморегулюється, ніж перебуває під контрольним впливом держави. Натомість в інших країнах моделі регулювання фондового ринку передбачають жорсткість державних наказів і значно меншу активність професійних учасників у встановленні й контролі правил на ринку.

СРО — це не лише вироблення загальних правил гри або захист інтересів. Це й досі нерідко відокремлений ринок, доступ на який обмежений вимогами щодо професіоналізму, етики, обсягу торгівлі й капіталу. Основними ознаками саморегульних організацій є:

- добровільне об'єднання;
- членство — професійні учасники ринку цінних паперів;
- функції — саморегулювання, встановлення формальних правил ведення бізнесу;
- відносини з державою — держава делегує їм частину своїх функцій.

Вирізняють такі види саморегульних організацій:

1. *Міжнародні організації* (наприклад, Federation International des Bourses de Valeurs — Міжнародна організація фондових бірж);
2. *Національні організації*. Як правило, в кожній країні є саморегульні організації, які претендують на презентацію інтересів усього професійного світу, пов'язаного з ринком цінних паперів тієї чи іншої країни.

Регіональні саморегульні організації можна засновувати за наявності відносно закритих регіональних ринків цінних паперів.

З метою захисту інтересів своїх членів організації можуть створювати емітенти, інституційні та індивідуальні інвестори. Подібні організації можуть розробляти власні правила та стандарти діяльності на фондовому ринку.

Найвідомішою СРО у світі є організація брокерів та дилерів США — Управління з регулювання фінансової індустрії (Financial Industry Regulatory Authority, **FINRA**), що було створене у липні 2007 року шляхом об'єднання Національної асоціації дилерів з цінних паперів (National Association of Securities Dealers, **NASD**) із Нью-Йоркською фондовою біржею (New York Stock Exchange, NYSE) для забезпечення регулятивних функцій.

FINRA — це модель СРО, що передбачає делегування цій організації на підставі закону певної частини повноважень державної влади з регулювання й контролю за діяльністю брокерів і дилерів. Проте головним регулятором і контролером на ринку цінних паперів США залишається державний орган — Комісія з цінних паперів і бірж США (Securities and Exchange Commission, *SEC*), що має більші повноваження виконавчої, представницької й почасти судової влади.

Створення FINRA пов'язане із Законом про відновлення національної промисловості 1933 р. Відповідно до цього закону була створена Національна адміністрація з відновлення (National Recovery Administration, *NRA*), що сприяла розвитку галузевого саморегулювання через систему «кодексів чесної конкуренції». Інвестиційні банки й інші галузі розробили «кодекс чесної конкуренції». Незважаючи на те, що 1935 року *NRA* була оголошена неконституційною, інвестиційні банки зберегли свій кодекс чесної торгівлі за назвою Комітету конференції інвестиційних банків. У 1938 році Конгрес ухвалив виправлення до Закону 1934 р., додавши розділ 15А Закону Мелоуні. З огляду на обмеженість державних ресурсів Закон Мелоуні надав *SEC* право реєструвати добровільні професійні асоціації брокерів/дилерів, які б самостійно здійснювали регулювання своєї діяльності під наглядом *SEC*. На той час єдиними саморегулювальними організаціями, визнаними Законом 1934 р., залишалися біржі. *NASD* стала єдиною асоціацією в індустрії цінних паперів, що була створена на базі виправлень, які містяться в Законі Мелоуні.

Закон надав уповноваженій асоціації право створювати та вводити в дію правила, які запобігають шахрайству й спекуляції, отриманню надприбутків і захищають інвесторів і суспільні інтереси. У 1990 році членами *NASD* були 5827 фірм, які мали 24 457 філій і в сукупності 417 048 зареєстрованих представників і принципалів. Зараз *FINRA* є провідним недержавним регулятором фондового ринку в США, об'єднує близько 5000 брокерських фірм, 172 000 філій і 663 000 осіб зареєстрованих представників учасників ринку.

FINRA поєднує фірми, що займаються торгівлею на позабіржовому ринку, інвестиційні банки, брокерські фірми та взаємні фонди, для яких участь у *FINRA* є обов'язковою. Крім того, чимало страхових компаній створили філії або дочірні компанії, що також входять до *FINRA*. Члени *FINRA* мають відповідати кваліфікаційним вимогам, установленим асоціацією за фінансовою спроможністю, операційними можливостями, досвідом, компетенцією персоналу, якістю обліку.

Функції *FINRA*: захист інтересів членів *FINRA* у відносинах із владою, створення механізму узгодження інтересів держави, громадськості, емітентів і професійних учасників на ринку цінних паперів; визначення правил чесної практики й уніфікованого кодексу правил за технікою здійснення операцій із цінними паперами, забезпечення самодисципліни й саморегулювання серед членів асоціації; підготовка, реєстрація й кваліфікація фізичних осіб як професіоналів, які працюють на ринку цінних паперів; отримання звітності компаній-членів, нагляд за ринком, контроль і нагляд за членами *FINRA* і їхнім персоналом з позицій їхньої фінансової стійкості, дотримання правил чесної практики, вимог до адекватного надання інформації й техніки ведення операцій (включно

з перевітками на місцях); контроль спеціальних сфер (андеррайтинг, реклама діяльності, інвестиційні фонди, обіг іноземних цінних паперів); дисциплінарні процедури (адміністративні заходи, штрафи, призупинення або припинення членства в FINRA, позбавлення фахівців права здійснення операцій із цінними паперами тощо); арбітраж спірних ситуацій між членами FINRA, а також між компаніями-членами і їхніми клієнтами; негайне втручання в будь-якій формі в будь-які торговельні або операційні процеси позабіржового ринку або в діяльність будь-яких компаній-членів у випадку катастрофічного або екстраординарного становища на ринку з метою захисту інтересів економічних суб'єктів і належного функціонування ринку.

Надаючи великого значення самостійному регулюванню своєї діяльності професійними учасниками ринків, SEC одержує можливість передавати свої повноваження й підвищувати ефективність використання своїх ресурсів. Погоджена робота експертів із різних галузевих структур спрямована на те, щоб змусити обернутися механізм американських ринків капіталів, надає структурі регулювальних органів США всеосяжного характеру і дозволяє забезпечувати справедливе ставлення до всіх учасників ринків. Система саморегулювання працює, оскільки індустрія цінних паперів усвідомлює, що цілісність ринку веде до посилення впевненості інвесторів, а це, своєю чергою, сприяє розширенню бізнесу.

Унаслідок обмеженості ресурсів SEC саморегулювальної організації (FINRA та інші CPO, наприклад, National Securities Clearing Corporation, Option Clearing Corporation), перебувають в центрі уваги, коли йдеться про регулювання діяльності професійних учасників ринку цінних паперів. На базі федеральних законів про цінні папери CPO визначають правила для своїх членів і здійснюють їх правозастосування. Власне, вони діють як агенти SEC, допомагаючи реалізувати на практиці закони про цінні папери й забезпечувати справедливість і впорядкованість у діяльності ринків.

Сьогодні, попри, що саме з економіки США розпочалася глобальна фінансова криза, найбільший фондовий ринок світу менше за інших постраждав від її наслідків. Не останньою чергою це пояснюють дієвим саморегулюванням ринку. Тим не менше існують численні закиди щодо недостатнього рівня врегульованості учасників ринку з боку FINRA, незважаючи на широкі повноваження цієї CPO, та пропозиції збільшити обсяг цих повноважень задля підвищення якості регулювання на ринку.

На увагу заслуговує також досвід роботи саморегулювальних організацій у Російській Федерації на близькому, але значно успішнішому, аніж український, фондовому ринку.

Діяльність саморегулювальних організацій професійних учасників ринку цінних паперів Російської Федерації регламентована такими нормативними документами:

1. Федеральний Закон «Про ринок цінних паперів» від 22.04.1996 р. № 9-ФЗ.
2. Федеральний Закон «Про інвестиційні фонди» від 29.11.2001 р. № 156-ФЗ (про CPO керівних компаній).
3. Федеральний Закон «Про захист прав та законних інтересів інвесторів на ринку цінних паперів» від 12.02.1999 р. № 46-ФЗ (про захист CPO інтересів інвесторів).

4. Постанова ФКЦП Росії «Про затвердження Положення про саморегульвні організації професійних учасників ринку цінних паперів і Положення про ліцензування саморегульвних організацій професійних учасників ринку цінних паперів» від 01.07.1997 р. № 24.

Відповідно до вказаних документів СРО професійних учасників ринку цінних паперів функціонує за принципами некомерційної організації. Статус саморегульвної може отримати організація, заснована не менш ніж 10 професійними учасниками ринку цінних паперів. Усі доходи саморегульвної організації використовуються нею винятково для виконання статутних завдань і не розподіляються серед її членів.

За даними Федеральної служби з фінансових ринків, професійних учасників ринку цінних паперів РФ об'єднують СРО (табл. 7.1).

Таблиця 7.1

СРО НА ФОНДОВОМУ РИНКУ РОСІЙСЬКОЇ ФЕДЕРАЦІЇ

Назва	Дата отримання ліцензії	Кількість членів на 01.05.2009 р.	Професійні учасники	Сайт
Саморегульвна організація Некомерційне партнерство «Національна асоціація недержавних пенсійних фондів» (НП «НАПФ»)	21.06.2000 р.	118	Недержавні пенсійні фонди (дійсні члени) та керівні компанії, спеціальні депозитарії та інші організації, що діють у сфері недержавного пенсійного забезпечення та обов'язкового пенсійного страхування (асоційовані члени)	www.napf.ru
Некомерційне партнерство «Національна ліга керуючих» (НП НЛК)	27.12.2002 р.	80	Керівники інвестиційних фондів, пайових інвестиційних фондів і недержавних пенсійних фондів	www.nlu.ru
Професійна Асоціація реєстраторів, трансфер-агентів і депозитаріїв (ПАРТАД)	22.10.2003 р.	101	Реєстратори, депозитарії, спецдепозитарії	www.partad.ru
«Національна фондова асоціація» (НФА)	12.11.2003 р.	244	Брокери, дилери, керуючі цінними паперами	www.nfa.ru
Некомерційне партнерство професійних учасників фондового ринку Уральського регіону (ПУФРУР)	27.02.2004 р.	22	Брокери, дилери, керуючі цінними паперами	www.uralprofi.ru
Національна асоціація учасників фондового ринку (НАУФОР)	16.06.2004 р.	396	Брокери, дилери, керуючі цінними паперами та депозитарії	www.naufor.ru

Саморегульвна організація має право:

1) отримувати інформацію за результатами перевірок діяльності своїх членів, здійснюваних у порядку, встановленому федеральним органом виконавчої влади з ринку цінних паперів (регіональним відділенням);

2) розробляти правила і стандарти здійснення професійної діяльності й операцій із цінними паперами своїми членами та здійснювати контроль за їх дотриманням;

3) контролювати дотримання своїми членами прийнятих саморегульвною організацією правил і стандартів здійснення професійної діяльності й операцій з цінними паперами;

4) здійснювати навчання громадян у сфері професійної діяльності на ринку цінних паперів, а також у випадку, якщо саморегульвна організація є акредитованою федеральним органом виконавчої влади з ринку цінних паперів, приймати кваліфікаційні іспити та видавати кваліфікаційні атестати.

Як і в Україні, дещо більші повноваження делеговані СРО керівних компаній, а саме:

— вживати відповідно до правил і стандартів саморегульвної організації до членів цієї саморегульвної організації дисциплінарні заходи впливу й накладати штрафи в разі порушення ними правил і стандартів саморегульвної організації;

— направляти у федеративний орган виконавчої влади з ринку цінних паперів клопотання про видачу ліцензії членам саморегульвної організації.

У Великій Британії Закон 1986 року (The Financial Services Act) ухвалює специфічну систему делегування повноважень державної влади на ринку цінних паперів, за якої регулювання і нагляд за ринком передано організаціям, що наділені певними правами. Вирішальним принципом є «саморегулювання у межах системи законів» (self-regulation within a statutory framework). Згідно із Законом було створено Раду з цінних паперів та інвестицій (Securities and Investment Board — SIB), із повноваженнями спостерігача і контролера за його виконанням. Ця організація фінансується за рахунок внесків учасників ринку, проте вона не має статусу саморегульвної організації. За законодавством SIB має право самостійно видавати ліцензії на здійснення інвестиційної діяльності на ринку цінних паперів або може делегувати ці повноваження СРО, що практично і було зроблено.

Під егідою SIB було створено систему саморегульвних організацій, кожна з яких розробляє правила за напрямками діяльності її членів. SIB запропонувала найважливіші правила і методи регулювання, прийнятні для саморегульвних організацій. Ці правила передбачають такі головні положення: незалежність (інвестиційні консультанти мають бути незалежними від жодного впливу, щоб не завдати збитків своїм клієнтам); інвестиційна реклама (інвестиційна реклама має бути чесною і запобігати інвестиційним ризиком); публічні рекомендації (всі рекомендації потребують серйозного обґрунтування); правило «знайте свого клієнта» (інвестиційні консультанти мають досконало розуміти сутність операцій клієнта і надавати доцільні поради); найкраще виконання угоди; капітал інвестора (фірми, що займаються управлінням капіталу клієнтів, мають тримати цей капітал окремо від капіталу своєї фірми).

Різними сферами інвестиційної діяльності «керують» різні СРО, найвідомішими є такі саморегульвні організації:

✓ *the Securities and Futures Authority (SFA)* займається брокерами і дилерами, які є членами London Stock Exchange (LSE), London Futures and Options Exchange, London Metal Exchange (LME) та інших товарних бірж Великої Британії;

✓ *the Investment Management Regulatory Organisation (IMRO)* — регулює діяльність керівних компаній, які організують функціонування схем колективного інвестування і пенсійних планів;

✓ *Personal Investment Authority (PIA)* організує діяльність індивідуальних підприємців у сфері управління й консультування колективних інвестиційних, пенсійних і страхових схем.

Формально у Великій Британії участь у СРО не є обов'язковою. Дозвіл на право здійснювати інвестиційну діяльність компанії можуть отримувати в СРО або безпосередньо в SIB, проте на практиці другий варіант радше є винятком. При цьому одна й та сама компанія може бути членом двох і більше СРО. Подібно до США законодавство Великої Британії не вимагає від бірж, організаторів торгівлі, клірингових і депозитарних організацій членства у СРО. Саморегульвні організації тут покликані захищати дрібного і середнього інвестора, надаючи професійним учасникам ринку цінних паперів змогу самостійно регулювати свої відносини.

У світовій практиці накопичено чималий досвід діяльності СРО на ринку цінних паперів. За інформацією експертів проекту USAID «Розвиток ринків капіталу», «Завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів» Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO) передбачають два основні принципи саморегулювання.

По-перше, режим регулювання має повністю використовувати потенціал саморегульвних організацій, які здійснюють нагляд за відповідними секторами, а інтенсивність контролю залежить від розміру та особливостей ринків у цілому.

По-друге, СРО підлягають контролю з боку регулятора і повинні дотримуватися стандартів справедливості та конфіденційності, користуючись делегованими їм повноваженнями та обов'язками.

СРО може виявитися для регулятора важливим інструментом для досягнення цілей регулювання ринку цінних паперів. Існує низка різноманітних моделей саморегульвних організацій і рівнів інтенсивності їх використання. Спільними ознаками СРО у більшості країн є відокремленість їх від урядового регулятора, участь у цих організаціях представників ділових кіл, промисловості та інвесторів.

Саморегулювання може дати відчутні переваги:

— можуть вимагати дотримання тих етичних норм, які залишаються поза сферою державного регулювання;

— мають значний досвід стосовно ринкових операцій та практик і можуть реагувати на динамічність ринкового розвитку більш оперативно, ніж це може зробити урядова структура. При цьому СРО мають відповідально ставитися до виконання своїх обов'язків.

Перш ніж надати СРО певні повноваження, регулятор має вимагати від них дотримання встановлених норм. Контроль за діяльністю СРО має здійснюватися на постійній основі. Крім того, після початку діяльності СРО регулятор повинен переконатися в тому, що ця організація захищає інтереси своїх учасників, а також справедливо та послідовно застосовує законодавство з цінних паперів, положення та відповідні правила СРО.

На ефективність діяльності СРО може негативно вплинути наявність конфлікту інтересів. Регулятор має відстежувати й передбачати будь-яку можливість виникнення такого конфлікту. Ризик виникнення конфлікту інтересів може підвищитися, якщо СРО відповідатиме як за нагляд за діяльністю своїх членів, так і за регулювання відповідного сектору ринку.

Незалежно від того, як широко застосовується саморегулювання, регулятор має залишити за собою право проводити розслідування справ, що стосуються інвесторів або ринку загалом. Своєю чергою, СРО повинні дотримуватися стандартів професійної поведінки, аналогічних тим, які встановлені для регуляторів, зокрема конфіденційності та процедурної справедливості.

7.3.2. Саморегулівні організації на фондовому ринку України

В Україні підготовка до створення системи СРО розпочалася від моменту ухвалення Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» № 448/97. За українським законодавством *саморегулівні організації* — це добровільні об'єднання професійних учасників ринку цінних паперів, які не мають за мету отримання прибутку, а створені з метою захисту інтересів своїх членів, інтересів власників цінних паперів і інших учасників ринку і зареєстровані НКЦПФР. Але незважаючи на добровільність цієї організації, в результаті було встановлено, що кожен професійний учасник ринку обов'язково має бути учасником однієї з СРО.

Виходячи з розроблених документів, можна схарактеризувати місце і роль СРО на фондовому ринку України.

У квітні 2009 року набули чинності положення частини першої статті 48 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», згідно з якими з кожного виду професійної діяльності на ринку цінних паперів має існувати *лише одна саморегулівна організація*. Така СРО може об'єднувати понад 50 відсотків професійних учасників фондового ринку за одним з видів професійної діяльності. Цей Закон визнає щонайменше три види СРО, члени яких здійснюють таку діяльність:

- 1) торгівля цінними паперами;
- 2) управління активами інституційних інвесторів;
- 3) депозитарна діяльність (діяльність реєстраторів та зберігачів).

Метою діяльності саморегулівних організацій професійних учасників фондового ринку є забезпечення провадження діяльності профучасниками ринку, які є членами СРО, розробка і затвердження правил, стандартів професійної поведінки та провадження відповідного виду професійної діяльності.

Об'єднання професійних учасників фондового ринку набуває статусу СРО від дня його реєстрації НКЦПФР. Порядок та умови проведення реєстрації СРО та анулювання реєстрації встановлюються НКЦПФР.

Основними функціями СРО є:

- 1) розроблення і затвердження правил і стандартів провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку;
- 2) розроблення та прийняття кодексу професійної етики та здійснення контролю за його дотриманням членами організації;
- 3) установлення вимог до професійної кваліфікації працівників членів СРО;
- 4) організація професійної підготовки та підвищення кваліфікації працівників членів СРО;
- 5) розміщення на веб-сайті СРО інформації щодо законодавства України про цінні папери та змін до нього;
- 6) упровадження ефективних механізмів розв'язання спорів між СРО і членами СРО та їх клієнтами;
- 7) ініціювання вдосконалення законодавства України;
- 8) представлення інтересів членів СРО в органах державної влади, судах, інших організаціях та захист їхніх інтересів;
- 9) сприяння захисту прав інвесторів.

СРО може здійснювати інші функції відповідно до законодавства.

Повноваження СРО визначені статтею 17 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 року № 3480-IV, Рішенням ДКЦПФР «Про затвердження Положення про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку» від 17.02.2009 року № 125, зареєстрованим у Міністерстві юстиції України 25.05.2009 р. за №458/16474 (рис. 7.6). Водночас однією з основних умов прийняття рішення про делегування НКЦПФР саморегулівній організації професійних учасників фондового ринку повноважень щодо регулювання фондового ринку є наявність правил і стандартів професійної діяльності на ринку цінних паперів, які є обов'язковими для виконання всіма членами СРО.

Із рис. 7.5 бачимо, що порядок і умови реєстрації та анулювання СРО визначає НКЦПФР, вона ж встановлює зразки свідоцтва для СРО.

НКЦПФР може делегувати інші додаткові повноваження СРО за умови задовільного виконання раніше делегованих повноважень.

СРО набуває делегованих їй НКЦПФР повноважень за заявою цієї організації й від дня опублікування рішення в офіційному друкованому виданні НКЦПФР. У рішенні зазначають:

- найменування СРО, якій делегуються повноваження;
- повноваження, які делегуються;
- термін, на який делегуються повноваження;
- порядок державного контролю за здійсненням делегованих повноважень.

Рішення про делегування СРО повноважень підлягає державній реєстрації в Міністерстві юстиції України як нормативно-правовий акт та оприлюдненню відповідно до законодавства.

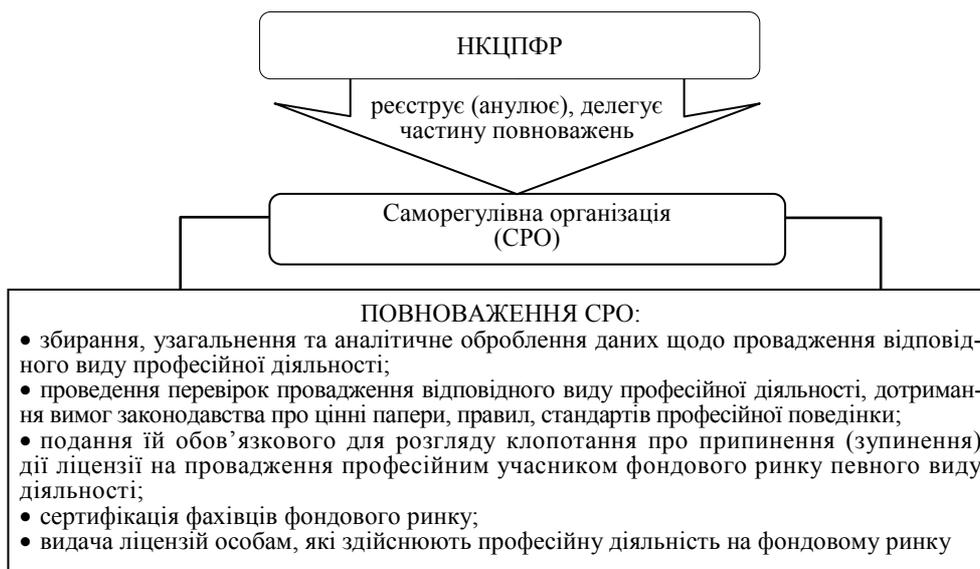


Рис. 7.5. Повноваження СРО на фондовому ринку України

Умовами для прийняття такого рішення є:

- наявність правил і стандартів професійної діяльності на фондовому ринку, що є обов'язковими для виконання всіма членами СРО;
- статус невідприємницької організації;
- наявність у власності для забезпечення статутної діяльності активів у розмірі не менш як 600 тис. грн.

11 травня 2009 року в Україні втратили чинність усі видані НКЦПФР раніше Свідоцтва про СРО на ринку цінних паперів, які не відповідають вимогам Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Натомість у зв'язку з тим, що відповідно до цього Закону України з травня 2009 р. в Україні має бути лише по одній СРО за кожним видом діяльності на ринку цінних паперів, НКЦПФР видано нові Свідоцтва про реєстрацію об'єднань юридичних осіб як саморегулівних організацій терміном на 3 роки (рис. 7.6). Членами СРО мають бути професійні учасники фондового ринку як юридичні особи, а не фізичні особи.

Свідоцтва видані відповідно до Рішень ДКЦПФР від 30.04.2009 р. № 444, від 30.04.2009 р. № 451, від 22.05.2009 р. № 483.

Професійні учасники фондового ринку, які згідно з видом професійної діяльності на фондовому ринку не входили відповідно до СРО ПАРД або АУФТ, упродовж двох місяців мають вступити до цих СРО.

Оновлені СРО зобов'язані були шестимісячний термін внести зміни до внутрішніх документів у частині посилення засад саморегулювання. СРО повинні були моніторити інформацію, розміщену на офіційному сайті НКЦПФР, з метою оперативного реагування на інформацію щодо анулювання ліцензій учасників фондового ринку (табл. 7.2).

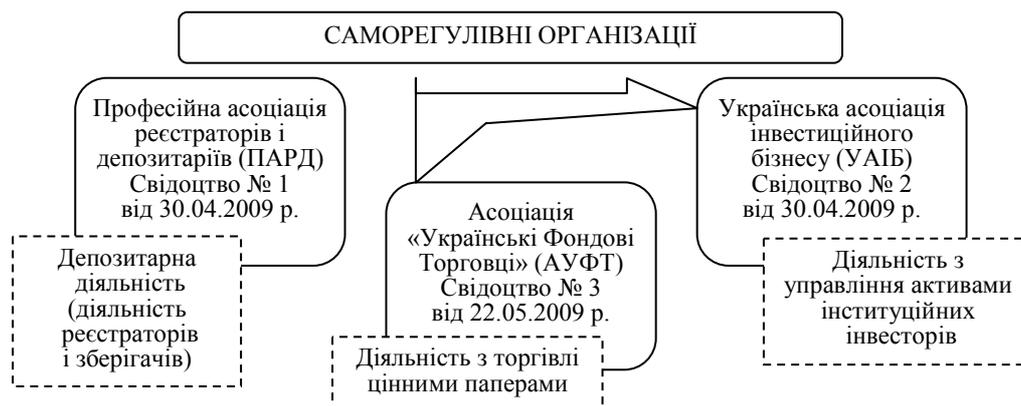


Рис. 7.6. Види саморегулівних організацій в Україні

Таблиця 7.2

СРО НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

Назва	Рік заснування	Кількість членів	Кількість проф. учасників	Професійні учасники	Сайт
Українська Асоціація Інвестиційного Бізнесу (УАІБ)	1995	411	411	Компанії з управління активами інститутів спільного інвестування та недержавних пенсійних фондів	http://www.uasb.com.ua
Професійна Асоціація Реєстраторів та Депозитаріїв (ПАРД)	1996	577	646	Зберігачі цінних паперів, реєстратори	http://www.pard.kiev.ua
Асоціація «Українські Фондові Торговці» (АУФТ)	2004	478	798	Торговці цінними паперами	http://www.aust.com.ua

Отже, з часу отримання нових свідоцтв про СРО у 2009 році головним в їхній діяльності стає дотримання вимог Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та «Положення про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку», затвердженого Рішенням ДККЦПФР від 17.02.2009 року № 125.

7.4. РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

Фондовий ринок України почав формуватися у XVIII ст. У 1796 році було відкрито Одеську фондову біржу. Уже тоді поряд з біржовими комітетами, які контролювали діяльність маклерів, урядові комісії стежили за котируванням цінних паперів.

У грудні 1917 року радянський уряд заборонив операції з цінними паперами. Але в період нової економічної політики знову з'явився організований обіг цінних паперів, які здійснювали в основному фондові відділи при товарних біржах у кількох великих торговельно-промислових центрах, у тому числі в Києві та Харкові. Після припинення нової економічної політики за рішенням радянського уряду у 1930 році всі товарні й фондові біржі було ліквідовано.

Очікувати на їх відродження довелося понад півстоліття — до початку 1990-х років. Приватизація та поява акціонерних товариств були вирішальними чинниками відновлення діяльності фондових бірж і налагодження позабіржового обігу цінних паперів.

Історія сучасного фондового ринку України розпочалась від дня ухвалення у 1991 році Закону України «Про цінні папери і фондову біржу».

Розкриваючи сучасний стан і структуру вітчизняного фондового ринку як результат процесу його становлення, визначено та охарактеризовано головні етапи формування системи регулювання фондового ринку в Україні:

1) I етап (1991 — 1994 рр.) — головним регулятивним органом було Міністерство фінансів;

2) II етап (1995 — 1998 рр.) — законодавчо визначено принципи та шляхи розвитку фондового ринку (Концепція функціонування та розвитку ринку цінних паперів; комплекс перших ринкових законів України), створено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку;

3) III етап (1999 — 2000 рр.) — реалізація Указів Президента України «Про основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році», «Про невідкладні заходи щодо прискорення приватизації майна в Україні»;

4) IV етап (2001 — 2003 рр.) — створено міжвідомчу робочу групу з опрацювання юридичних і технологічних аспектів діяльності центрального депозитарію;

5) V етап (від 2004 року) — Верховна Рада України ухвалює закони, головним розробником яких слугує ДКЦПФР.

Макроекономічний аналіз розвитку фондового ринку України дав підстави виокремити основні проблеми й ускладнення, що перешкоджають ефективному формуванню та розвитку державного регулювання фондового ринку в Україні. Встановлено, що досягти позитивних змін на фондовому ринку можна лише завдяки зусиллям державних органів, що регулюють фондовий ринок.

Державне регулювання фондового ринку в Україні розвивалось одночасно з проведенням ринкових реформ і пошуком оптимальних методів державного регулювання економіки загалом. Процес становлення державних органів, які здійснюють регулювання ринку цінних паперів, визначення їхніх повноважень і компетенцій у цій сфері відбувалися в кілька етапів.

Перший етап характеризується політикою державного «невтручання», відсутністю протягом тривалого часу єдиної концепції його формування. Фондовий ринок розвивався сам по собі.

Методи приватизації в Україні не передбачали обов'язковості використання фондового ринку, тому він не дістав з боку держави достатніх стимулів для початкового розвитку. Розвиток фондового ринку стримувала також відсутність

макроекономічної стабільності, зокрема високий рівень інфляції. До 1995 року окремі функції з регулювання ринку здійснювалися численними державними установами, позаяк єдиного органу з координації державної політики на фондовому ринку не було. Через низький рівень розвиненості правової бази учасники фондового ринку самостійно створювали інститути і механізми для торгівлі цінними паперами.

Як уже зазначалося, формування ринку цінних паперів в Україні розпочалося у 1991 році після ухвалення Закону України «Про цінні папери та фондову біржу» та зі створення Української фондової біржі (УФБ). Тому в основі перших концептуальних засад розвитку українського ринку цінних паперів були розробки саме УФБ. У своїй «Концепції функціонування і розвитку ринку капіталів в Україні» (1993 р.) УФБ запропонувала не тільки модель власної діяльності, а й модель розвитку фондового ринку України, яка була зорієнтована на формування централізованого вторинного ринку. Це означало наявність в Україні лише одного місця котирування, а відтак, однієї національної фондової біржі з розвинутою інфраструктурою, яка б дозволяла забезпечити торги, укладання угод і доставку цінних паперів по всій території країни. Згідно з обраною моделлю біржа мала запобігати виникненню неорганізованих паралельних ринків. Запропонована Концепцією європейська модель розвитку фондового ринку України була розцінена експертами і учасниками ринку як спроба усунення конкуренції між фондовими біржами під приводом їх неорганізованості та прагнення монополізації ринку цінних паперів з боку УФБ.

Учасники ринку цінних паперів дотримувалися іншого підходу щодо розвитку фондового ринку України, який, на їхню думку, мав відбуватися на засадах децентралізації, подібно до американської моделі.

Тому наступна «Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні», схвалена Кабінетом Міністрів України й оприлюднена в 1994 році, визначила УФБ як основний елемент централізованої системи обігу цінних паперів, але поряд з цим включила в модель фондового ринку позабіржовий ринок цінних паперів.

Отже, єдності в підходах щодо визначення моделі українського ринку не було ані у вітчизняних фахівців, ані серед іноземних радників, кожен з яких пропонував та обстоював концептуальні засади моделей, які діяли в їхніх країнах. Головні розбіжності стосувалися рівня централізації ринку та системи реєстрації прав власності.

На першому етапі однією з головних причин стримування розвитку фондового ринку була майже цілковита відсутність правового поля, законодавчого регламентування поведінки учасників ринку, першою чергою, захисту їхніх прав. Зокрема через відсутність в Законі України «Про цінні папери та фондову біржу» норм створення інститутів, що обслуговують обіг цінних паперів, створення інфраструктури вітчизняного фондового ринку відбувалося безсистемно.

На цьому етапі згідно із Законом України «Про цінні папери і фондову біржу» регуляторними і контролювальними повноваженнями на фондовому ринку було наділено Міністерство фінансів України та його фінансові органи.

Із початком масової приватизації в Україні певні функції у сфері регулювання і контролювання ринку цінних паперів став виконувати Фонд державного майна України. При утворенні акціонерних товариств у процесі приватизації державних підприємств і подальшого обігу цінних паперів на ринку в деяких інвесторів, насамперед інституційних (інвестиційних фондів і компаній, довірчих товариств), стали акумулюватися значні пакети акцій приватизованих підприємств. Контроль за дотриманням норм антимонопольного законодавства став здійснювати Антимонопольний комітет України.

Крім того, в Україні складався дезінтегрований ринок, на якому не було стандартних правил укладання контрактів і стандартів щодо обсягів і періодичності розкриття інформації, формування звітності. Механізм її надання мав формальний характер. Учасники ринку отримували надзвичайно обмежену інформацію, виконання угод з цінними паперами відбувалося на неофіційних ринках або на ринках, не призначених для цих операцій, зокрема на товарних біржах. У 1995 році 14 товарних бірж відкрили фондові відділи і здійснювали операції з цінними паперами.

Другий етап розвитку фондового ринку України характеризується більш активною і конструктивною участю держави, спрямованою на розвиток інфраструктури ринку, формування правового забезпечення і системи регулювання. Саме на цьому етапі здійснено вибір методологічного підходу до формування моделі розвитку ринку.

Але особливим недоліком у системі органів, які здійснюють державне регулювання ринку цінних паперів, була відсутність спеціального державного органу, який би виконував найважливіші функції на фондовому ринку. Спочатку (Постановою Кабміну України від 23.08.1994 р. № 585) було створено Комісію з цінних паперів, але вона мала дуже обмежені повноваження і практично не діяла. І лише в червні 1995 року зроблено значний крок у становленні спеціального державного органу. Указом Президента від 12.06.1995 р. за № 446/95 була створена Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Цим документом визначалися структура, склад, підлеглість, завдання і функції Комісії, які вже мали більш чітке організаційне визначення. Однак повноваження Державної комісії з цінних паперів і фондового ринку залишалися декларативними, оскільки не закріплювалися законодавчим актом.

Поступовий розвиток фондового ринку в Україні унеобхіднив приведення в дію механізму державного регулювання ринку цінних паперів.

У 1997 році Указом Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку» затверджено Положення про Комісію, в якому, зокрема, зазначено, що Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку входить до центральних органів виконавчої влади, підпорядкована Президенту України і підзвітна Верховній Раді України. Зі сфери державного регулювання поступово усуваються Міністерство Фінансів і Міністерство економіки, Фонд державного майна, Антимонопольний комітет та інші, що раніше мали відношення до регулювання фондового ринку. До кінця 1998 року ДКЦПФР мала сформувати свої регіональні управління по 18—20 осіб і самостійно проводити моніторинг ринку цінних паперів. Створювані територіальні відділення ДКЦПФР мали взяти на себе повноваження з контролю за виконанням законодавства

України, спільно з Фондом державного майна вирішувати проблеми діяльності підприємств у постприватизаційний період.

Комісія утворюється в складі голови та шести членів Комісії, термін повноважень яких — сім років. Головною формою роботи Комісії є засідання, які скликаються за рішенням Голови Комісії у разі необхідності, але не рідше одного разу на місяць.

У 1996 році ДКЦПФР утворила 25 територіальних відділень (зараз — управлінь), які здійснюють контроль за дотриманням у відповідному регіоні законодавства, проводять розгляд справ про порушення цього законодавства, а також вживають заходів, спрямованих на запобігання таким порушенням. Крім того, територіальні органи здійснюють контроль за емітентами, реєстраторами, торговцями цінними паперами та іншими суб'єктами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів. Згідно Указу Президента України № 1063/2011 від 23.11.2011 року «Про утворення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)», на основі ДКЦПФР сформовано НКЦПФР. Сьогоднішню схему організаційної структури НКЦПФР унаочнено на рис. 7.7.

У своїй діяльності Комісія спирається на Конституцію і нормативно-правові акти України. Необхідність створення спеціального державного органу, що забезпечує реалізацію єдиної державної політики на ринку цінних паперів України, була підтверджена Концепцією функціонування і розвитку фондового ринку, яку 22 вересня 1995 року ухвалила Верховна Рада України. Із прийняттям Концепції завершується етап вибору моделі державного регулювання ринку цінних паперів в Україні відповідно до міжнародних стандартів і світового досвіду і розпочинається етап розроблення і впровадження методів такого регулювання.

Законом України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» встановлюється, що державне регулювання зазначеного ринку здійснює ДКЦПФР, визначаються її повноваження та права. На рис. 7.8 відображено основні завдання, повноваження і спрямованість управління ринком цінних паперів через управління професійною діяльністю на фондовому ринку.

З метою забезпечення координації діяльності державних органів з питань реалізації загальнонаціональних інтересів і забезпечення гарантій і безпеки інвестиційної діяльності в економіці України Президента України від 10 травня 1997 р. № 409/97 була створена Координаційна рада при Президентові України з питань функціонування ринку цінних паперів в Україні. Цим же Указом був затверджений персональний склад Координаційної ради і Положення про Координаційну раду. Очолює Координаційну Раду Голова НКЦПФР.

Для забезпечення формування державної політики ринку цінних паперів і підготовки проєктів законодавчих актів, які забезпечують розвиток і функціонування фондового ринку відповідно до міжнародних стандартів, була створена Консультаційно-експертна рада (КЕР) Національної комісії з цінних паперів і фондового ринку. На КЕР покладено такі функції:

- ◆ визначення основних чинників, які впливають на розвиток фондового ринку;
- ◆ розгляд проблем регулювання ринку цінних паперів на макроекономічному рівні;

- ◆ розгляд проектів державних програм і законодавчих актів про напрями формування і розвитку фондового ринку;
- ◆ здійснення експертизи проектів нормативних актів з питань розвитку і функціонування ринку цінних паперів;
- ◆ підготовка пропозицій Комісії про необхідність розробок нормативних актів з окремих питань розвитку фондового ринку.

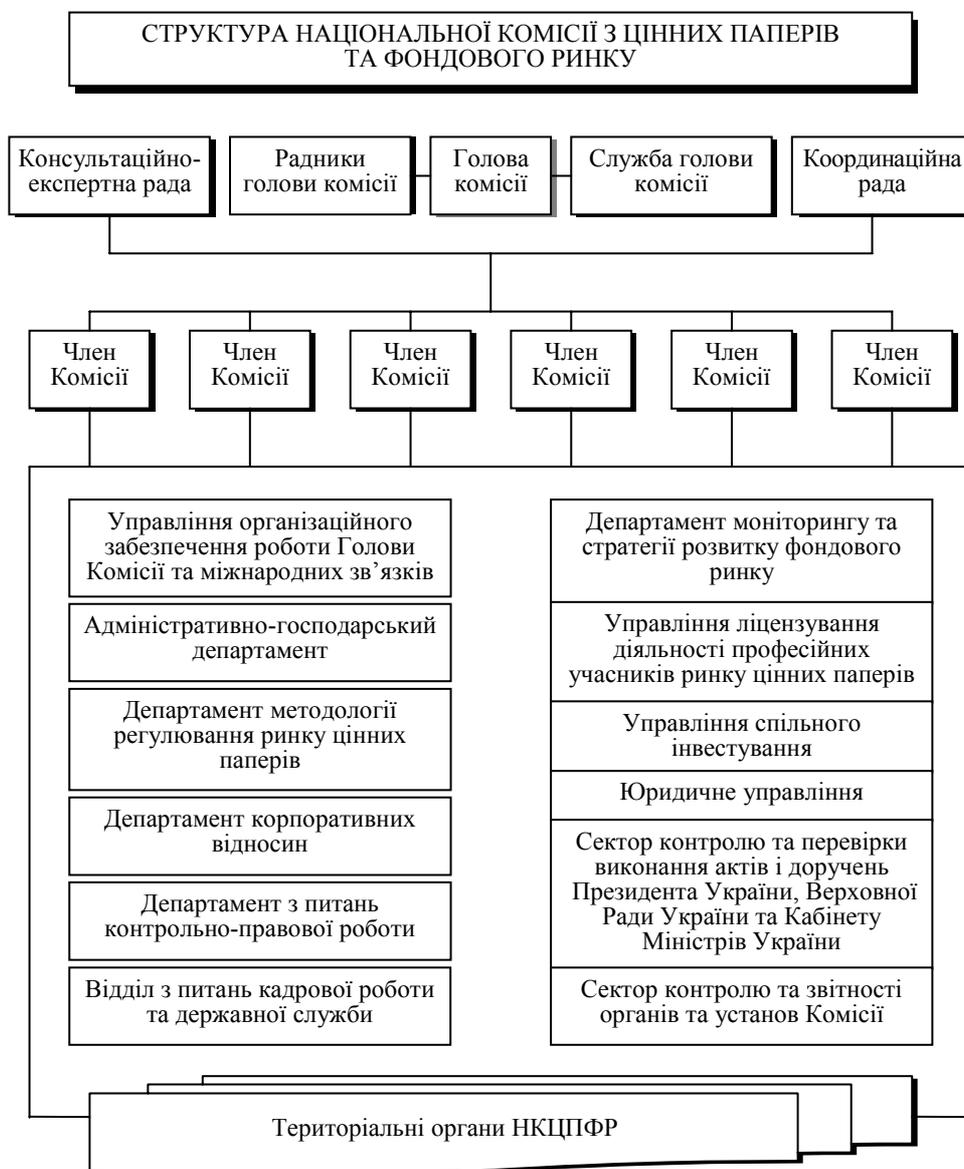


Рис. 7.7. Структура Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

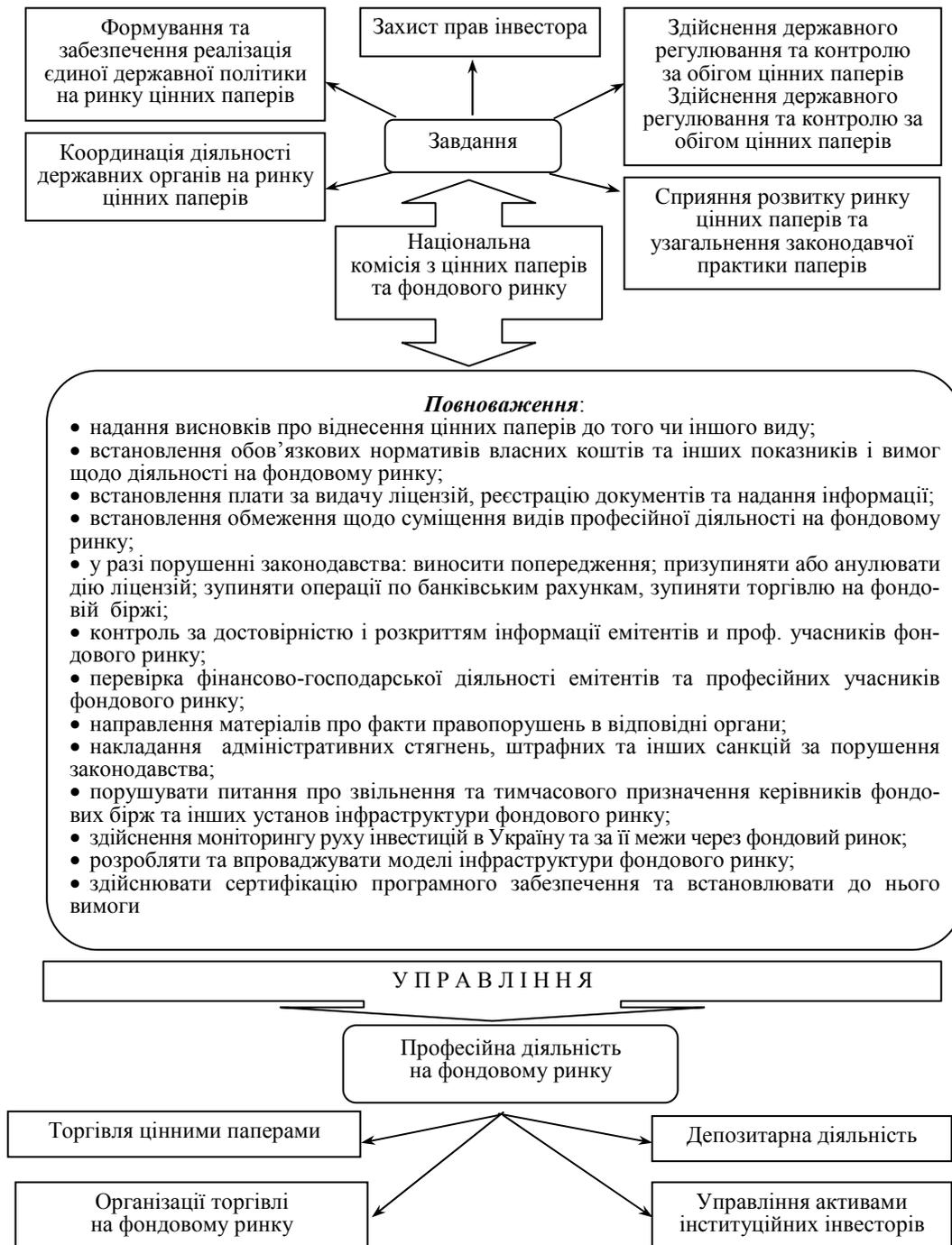


Рис. 7.8. Завдання та повноваження НКЦПФР

Фондовий ринок України є переважно неорганізованим. Організований ринок цінних паперів в Україні не виконує одну зі своїх основних функцій — визначення справедливої ціни на цінні папери.

Важливим кроком у процесі інтеграції українського ринку цінних паперів у міжнародні ринки капіталів був вступ НКЦПФР у члени Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO).

Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO), штаб-квартира якої розташована в Монреалі, була створена 1974 року як Міжамериканська асоціація Комісій з цінних паперів. Ця організація, членами якої є регулятивні органи фондових ринків країн-учасниць, на початку 1990-х років виконувала переважно функції інформаційно-координаційного центру. Сьогодні це впливова й авторитетна міжнародна організація, яка координує діяльність світового ринку капіталів та об'єднує комісії з цінних паперів понад 120 країн світу. Україна є членом IOSCO з 18 вересня 1996 р.

Головними завданнями IOSCO є:

- розроблення стандартів регулювання діяльності на фондових ринках;
- обмін інформацією для прискорення розвитку національних ринків;
- розроблення стандартів нагляду за міжнародними операціями з цінними паперами.

Визнання України рівноправним учасником розбудови міжнародного ринку цінних паперів стало можливим лише після проведення Комісією великої попередньої роботи, що полягала перш за все в ретельному аналізі вимог, викладених у резолюціях IOSCO, та у відповідності чинного законодавства України цим вимогам.

Практична користь для НКЦПФР від членства в IOSCO полягає головним чином у безпосередньому доступі до бази даних цієї організації, у можливості працювати з нормативними документами, що регулюють ринок цінних паперів у різних країнах світу, знайомитись із світовим досвідом з цієї галузі й отримувати консультативну допомогу від компетентних спеціалістів IOSCO.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку входить до складу Комітету Нових ринків і працює в Європейському регіональному Комітеті. Ця співпраця відкриває перед Україною великі можливості в питаннях вдосконалення законодавчої бази та регулювання відносин між учасниками фондового ринку, увідповіднення законодавства України з цих питань стандартам, прийнятим більшістю країн світу.

НКЦПФР активно співпрацює з іншими міжнародними організаціями, які діють у сфері ринку капіталів і фінансових послуг. Це Організація економічного співробітництва та розвитку (ОЕСД), Міжнародна фінансова корпорація (IFC), Світовий банк, а також Комісії з цінних паперів інших країн та Міжнародні донорські організації, які працюють в Україні.

Так само як законодавство, адміністративна система має ієрархічну структуру. Органи, які здійснюють державне регулювання фондового ринку в Україні у межах повноважень та компетенції, підрозділяються на чотири групи (рис. 7.9).

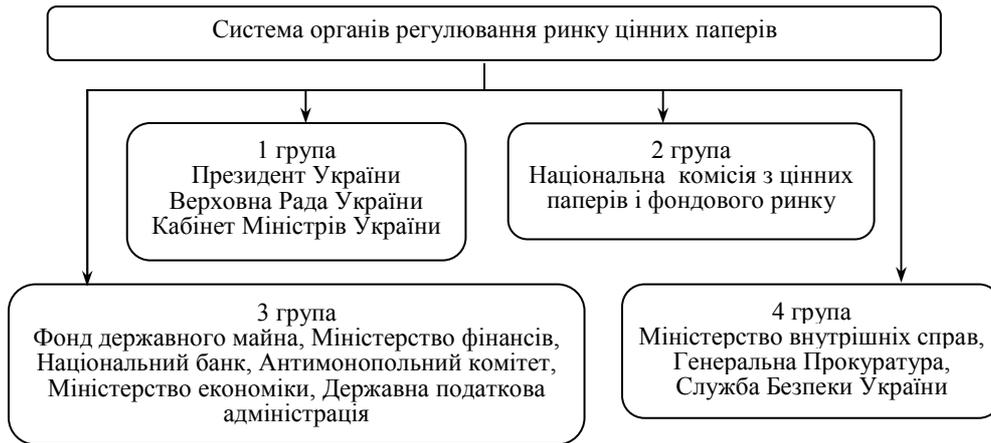


Рис. 7.9. Система органів регулювання ринку цінних паперів

До першої групи входять Президент України, Верховна Рада України і Кабінет Міністрів України, які, ухвалюючи законодавчі і нормативні акти з питань ринку цінних паперів, визначають напрями державної політики на ринку цінних паперів, забезпечують засади державного регулювання ринку цінних паперів України. До цієї групи необхідно віднести Міністерство юстиції, котре виконує загальну нормотвірну функцію в державі.

Друга група — це Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку, яка здійснює забезпечення реалізації єдиної державної політики розвитку і функціонування ринку цінних паперів та їх похідних в Україні.

До третьої групи входять державні органи, які в межах своєї компетенції здійснюють контроль або функції управління на ринку паперів України. Це Фонд державного майна, Міністерство фінансів, Національний банк, Антимонопольний комітет, Міністерство економіки, Державна податкова адміністрація, інші.

До складу четвертої групи належать державні організації, які здійснюють спеціальні функції контролю і нагляду за виконанням законодавства і правозастосування в державі. Ці функції поширюються і на ринок цінних паперів. До цієї групи входять Міністерство внутрішніх справ, Генеральна Прокуратура, Служба Безпеки України, Вищий господарський суд України.

Причому майже жоден із вищезазначених органів системи державно-правового регулювання не здійснює впорядкування відносин тільки на фондовому ринку України. Усі вони або регулюють окремі аспекти взаємодії на цьому ринку, або впорядковують відносини у цій сфері економіки разом з іншими її сферами.

Звісно, на шляху розбудови державного регулювання фондового ринку України є проблеми і труднощі. Проте відсутність послідовної і виваженої політики держави на фондовому ринку, недостатність політичної волі та ресурсів для забезпечення його державного регулювання можуть спричинити такі суспільно-політичні наслідки, які поставлять під загрозу продовження економічних реформ в Україні. Інтернаціоналізація національних фондових ринків має виве-

сти Україну до уніфікації нормативної бази регулювання ринку цінних паперів і збалансованості в ньому участі всіх суб'єктів, включно з державою регульовальником, контролером, творцем інфраструктури ринку, та саморегульованих організацій.

НКЦПФР реалізує єдину державну політику щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів, а також координує діяльність державних органів у розв'язанні зазначених питань. У 2008 році ДКЦПФР визначено такі стратегічні напрями розвитку фондового ринку:

1. **Удосконалення механізмів захисту прав інвесторів** шляхом поширення найліпшої практики корпоративного управління в діяльності акціонерних товариств; удосконалення правового врегулювання корпоративних конфліктів.

2. **Розвиток інструментів ринку цінних паперів** шляхом законодавчого врегулювання питань обігу похідних фінансових інструментів (деривативів) та іпотечних цінних паперів; удосконалення практичного використання і застосування методики визначення справедливої (ринкової) вартості фінансових інструментів.

3. **Удосконалення обліку прав власності в депозитарній системі** шляхом введення єдиних правил і технологічних процедур обліку цінних паперів, уніфікації принципів і порядку здійснення діяльності учасниками Національної депозитарної системи та взаємодії між ними.

4. **Розвиток інвестиційної інфраструктури** шляхом законодавчого врегулювання питань діяльності недержавних пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування, в процесі формування ними ліквідних активів; удосконалення стандартів діяльності організаторів торгівлі та саморегульованих організацій.

5. **Поступове впровадження механізмів пруденційного нагляду в діяльності професійних учасників ринку цінних паперів** шляхом встановлення вимог до оцінювання ризиків під час організації діяльності з торгівлі цінними паперами, впровадження підходів для вимірювання і управління ризиками з боку професійних учасників ринку цінних паперів.

6. **Популяризація ринку цінних паперів серед широкого загалу населення та інвесторів**, а саме: проведення НКЦПФР роз'яснювальної інформаційної роботи, тематика якої включатиме особливості інвестиційного процесу, ознайомлення з правами й обов'язками акціонерів та інвесторів; забезпечення Комісією інформаційного підтримування найбільш значущих проектів, які стосуються регулювання ринку цінних паперів і перебувають у стадії реалізації.

РЕЗЮМЕ

Фондовий ринок на відміну від інших організованих ринків зазвичай є одним із найбільш жорстко регульованих і регламентованих державними органами ринків. Причиною цього є особливе значення для держави надійності і стабільності системи руху капіталів, які забезпечуються обігом різних видів цінних паперів і їхніх похідних, у тісному зв'язку цього ринку із законодавчою базою і системою правовідносин власності, що склалися в державі. Фондовий ринок є важливою частиною фінансового ринку, а

його ефективне регулювання є актуальним завданням для розвитку національної економіки.

Регулювання ринку цінних паперів (як і будь-якого іншого об'єкта) можна розподілити на внутрішнє і зовнішнє.

Регулювання фондового ринку має на меті:

- створення нормальних умов для функціонування фондового ринку, всіх його учасників;

- підтримку порядку на фондовому ринку;

- захист учасників ринку цінних паперів від несумлінних дій, шахрайства, злочинів з боку окремих осіб;

- забезпечення нормального ціноутворення на фондовому ринку на засадах вільного формування попиту та пропозиції фінансових інструментів;

- стимулювання розвитку фондового ринку як механізму перерозподілу грошових ресурсів, його окремих сегментів, створення нових сегментів ринку;

- використання фондового ринку для досягнення специфічних суспільних цілей (наприклад, для підвищення темпів зростання економічного розвитку, розв'язання проблеми неплатежів, зниження рівня безробіття тощо).

Становлення фондового ринку в Україні відбувалося за умов відсутності необхідної практики та досвіду і супроводжувалося періодичною зміною його моделі. Тому на сучасному етапі розвитку фондовий ринок України має елементи і європейської, і американської моделей фондових ринків. Подібна еkleктичність пояснюється тим, що в Україні в певні періоди розбудови інфраструктури фондового ринку орієнтувалися на різні моделі.

Можна виокремити два основні етапи формування фондового ринку України.

Перший етап характеризується політикою державного «невтручання», відсутністю тривалий час єдиної концепції його формування. Фондовий ринок розвивався сам по собі.

Другий етап розвитку фондового ринку України характеризується більш активною і конструктивною участю держави, спрямованою на розвиток інфраструктури ринку, формування правового забезпечення і системи регулювання.

В Україні система регулювання фондового ринку фактично ґрунтується на поєднанні саморегулювання та державного регулювання, але пріоритет належить державі.

Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30 жовтня 1996 року зі змінами, що є основним у цій сфері, визначає державне регулювання як здійснення державою комплексу заходів щодо впорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їхніх похідних, запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері.

Основним органом державної виконавчої влади України, що здійснює регулювання фондового ринку, є Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР). Крім НКЦПФР, державне регулювання ринку цінних паперів здійснюють також інші державні органи.

Підвищення ефективності функціонування ринку цінних паперів в Україні неможливе без чіткого визначення основних напрямів його подальшого розвитку. Такими напрямками мають бути: підвищення його прозорості, відкритості та ліквідності, інтегрування в міжнародні ринки цінних паперів. Для цього необхідно запровадити такі форми і методи його регулювання, які відчутно підвищать рівень захисту прав та інтересів інвесторів, суспільства і держави.

Подолання наявних проблем фондового ринку України передбачає вдосконалення законодавства, яке регулює діяльність цього ринку загалом та окремих складових його інфраструктури зокрема, а також встановлення більш жорсткої відповідальності за порушення вимог цього законодавства.



ТЕРМІНИ ТА ПОНЯТТЯ

Внутрішнє регулювання
Державне регулювання ринку цінних паперів

Зовнішнє регулювання
Регулювання фондового ринку
Саморегулівні організації



ЗАВДАННЯ ДЛЯ ІНДИВІДУАЛЬНОЇ РОБОТИ

1. Назвіть принципи регулювання фондових ринків.
2. Дайте визначення поняття та мети державного регулювання ФР. З яких елементів складається процес регулювання ФР?
3. Дайте характеристику формам регулювання фондового ринку.
4. Опишіть регулятивну інфраструктуру ФР. Дайте характеристику наявних моделей регулятивної інфраструктури ФР.
5. Якими методами держава забезпечує захист прав та інтересів інвесторів? Дайте характеристику цих методів.
6. Які закони України регулюють ФР в Україні?
7. Які державні органи здійснюють регулювання ФР? Опишіть їх структуру, функції, повноваження. Якими є особливості формування системи державного регулювання ФР, що розвиваються?
8. Дайте визначення СРО згідно з українським законодавством.



ЗАПИТАННЯ ДЛЯ ПЕРЕВІРКИ ЗНАТЬ

1. Здійснити порівняльний аналіз систем державного регулювання фондового ринку в країнах СНД (не менше 5-и країн), обравши такі критерії аналізу: 1) державний регулятивний орган на фондовому ринку, 2) структура і повноваження цього органу, 3) підпорядкованість, 4) наявність і повноваження СРО, 5) повноваження інших державних органів щодо регулювання фондового ринку, 6) законодавче забезпечення державного регулювання фондового ринку. Оформити результати цього аналізу у вигляді порівняльної таблиці.



ЛІТЕРАТУРА ДЛЯ ПОГЛИБЛЕНОГО ВИВЧЕННЯ

1. Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» від 30.10.1996 р. № 448/96-ВР (зі змінами та доповненнями).
2. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні» від 10.12.1997 р. № 710/ВР (зі змінами та доповненнями).
3. Закон України «Про цінні папери і фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV.

4. Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. № 514-VI.
5. Антонов С. Напрями саморегулювання торговців цінними паперами України // Відомості ДКЦПФР. — № 117. — 26.06.2009. — С. 2—12.
6. Клямкова А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело : Учебное пособие. — М.: Юрист, 2000.
7. Концепція функціонування і розвитку фондового ринку в Україні // Урядовий кур'єр. — 1994. — № 23.
8. Краев А.О., Коньков И.Н., Малев П.Ю. Рынок долговых ценных бумаг : Учебное пособие. — М.: Экзамен, 2002.
9. Мозговий О.М. Фондовый рынок : Навчальний посібник. — К.: КНЕУ, 1999.
10. Павлов В.І., Пилипенко І.І., Кривов'язнюк. Цінні папери в Україні : Навчальний посібник. — Вид. 2-ге, доп. — К.: Кондор, 2004. — 400 с.
11. Портфельне інвестування : Навчальний посібник / А.А. Пересада, О.Г. Шевченко, Ю.М. Коваленко, С.В. Урванцева. — К.: КНЕУ, 2004. — 408 с.
12. Ромашико О.Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків : Навчальний посібник. — К.: КНЕУ, 2000. — 240 с.
13. <http://www.finra.org>

