

ОСОБЛИВОСТІ ВИКОРИСТАННЯ СВІТОВОГО ДОСВІДУ У ПРОЦЕСІ ФОРМУВАННЯ МОДЕЛІ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

Полюхович В. І.,

*кандидат юридичних наук, старший науковий співробітник
НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України*

В статті розглядаються та аналізуються існуючі в світі моделі державного регулювання фондового ринку, можливості застосування світового досвіду в Україні.

Ключові слова: модель фондового ринку, модель державного регулювання фондового ринку, мегарегулятор.

Завдання становлення та розвитку національної моделі фондового ринку тісно пов'язано з питаннями моделі його державного регулювання. Воно знаходиться серед дискусійних з моменту здобуття незалежності України і не втратило своєї актуальності і сьогодні [1]. Національна модель фондового ринку – це складна багатофакторна динамічна система взаємопов'язаних та взаємодіючих елементів, що утворюють єдине ціле. До цієї системи входять такі головні елементи: цільова спрямованість системи, її об'єкти, суб'єкти, принципи їх побудови, функціонування та механізми їх взаємодії, включаючи роль держави. При цьому, якщо цільова спрямованість, коло об'єктів та суб'єктів є більш чи менш типовими, стандартними для будь-якої країни, то принципи їх побудови і функціонування, а також механізми їх взаємодії несуть на собі відбиток особливостей розвитку конкретної країни. У своїй сукупності вони і утворюють ту чи іншу конкретну національну модель як предмет теоретичного аналізу.

Існує безліч перехідних та змішаних форм, їх сутність визначається ступенем присутності та роллю держави, банків, депозитаріїв, реєстраторів, бірж, саморегулюючих організацій на фондовому ринку. Проте з певним ступенем умовності їх можна класифікувати на дві групи: американська та європейська моделі фондового ринку [2].

Зовнішня відмінність американської моделі від європейської – в її комплексному, швидкому, навіть революційному впровадженні держави в управління фондовим ринком, який до 30-х років ХХ ст. фактично не управлявся. В американській моделі існують три головні елементи: концепція, яку було сформовано близько семидесяти років тому, правова база та традиції. Її сутність: фінансові інвестиції мають бути на фондовому ринку, який функціонує відокремлено від банківської системи та оперує до всіх верств населення, залучаючи їх капітали та заощадження; наявність відповідної правової бази у вигляді пакета законів створює юридичний фундамент для системи регулювання цього ринку та спеціального державного органу регулювання ринку цінних паперів з широкими повноваженнями для забезпечення виконання прийнятих законів.

Як зазначає Л. А. Серебрякова, основна особливість американського методу регулювання – це створення спеціального інституту, який працює без змін в статусі, правах та обов'язках понад 60 років [3].

Найсуттєвіша відмінність європейської та американської моделей фондового ринку міститься в ролі, яку законодавство та історичні традиції формування національних ринків цих країн відводять банкам. Основна практична та теоретична проблема полягає в тому, як розділити ризики, властиві «класичним» банківським операціям (депозитно-кредитним, розрахунковим), від

ризиків, які виникають у зв'язку з участю банків на фондовому ринку. Світова практика виробила два підходи до проблеми поєднання звичайної банківської діяльності з діяльністю на фондовому ринку.

Згідно з одним з них банкам заборонено займатись деякими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів (брокерською, дилерською, організатора ринку), а також мають бути суттєво обмежені окремі види непрофесійної діяльності як інвесторів (вкладення в недержавні цінні папери, крім дочірніх банківських та фінансових компаній).

Цей підхід застосовується в США, де розподіл універсальних банків на комерційні та інвестиційні в 30-ті роки ХХ ст. було введено як реакцію на хвилю масових банкрутств банків [4]. Жорстка економічна криза та депресія призвели до масового розорення компаній, знецінення їх цінних паперів і, як результат, банкрутства банків. Результатом економічної кризи стала перебудова системи державного регулювання економіки, фінансово-кредитної сфери та фондового ринку США, що заклало основу, на нашу думку, найефективнішої в світі моделі регулювання ринку цінних паперів. Законом про банки (Glass-Steagall Act) в 1933 році започатковано інвестиційну справу: вперше інвестиційний бізнес було відокремлено від традиційної банківської справи. Було диференційовано банки на комерційні та інвестиційні, що означало заборону комерційним банкам (які приймають вклади та депозити) здійснювати деякі непрофесійні операції з цінними паперами (інвестувати в недержавні цінні папери), які є основним джерелом ризику. А також було заборонено деякі види професійної діяльності, пов'язані з високим ризиком (наприклад, дилерську). Протягом десятиліть «американська модель» успішно вирішувала поставлене перед нею завдання – захист коштів масового вкладника від ризиків, властивих інвестиціям в цінні папери.

Проте в останнє десятиліття в США ситуація на фінансових ринках змінилась. Конкурентоспроможність американських банків, які не були універсальними фінансовими інститутами, стала знижуватись [5]. Безкризовий розвиток та стабільне зростання економіки США в дев'яностих роках минулого століття дещо «приспали» пильність законодавців, що надало можливість банківським колам пролобіювати зміни, які фактично скасували встановлені Законом про банки (Glass-Steagall Act) в 1933 обмеження для комерційних банків щодо участі в операціях на фондовому ринку. Акт Gramm–Leach–Bliley від 1999 року, по суті, ліквідував розподіл, який існував між інвестиційними банками Уолл-стріту та комерційними банками, надавши можливість останнім створювати та володіти фінансовими компаніями, що оперують на ринку

інвестицій. Таким чином, відкрився значний потенціал для отримання надприбутків шляхом безпосереднього спрямування коштів комерційних банків на фондовий ринок. Це призвело до його різкого зростання та, відповідно, зростання кредитування, яке, однак, не було забезпечене ростом реального сектора економіки США. Були знижені вимоги до платоспроможності кредитоотримувачів. Легкість, з якою особи отримували внутрішні займи, спровокувала штучний бум з їх розміщення на ринку житла і зумовила наступне невідворотне падіння, що стало однією з основних причин світової економічної кризи 2007–2010 років [6].

Цей приклад є найбільш актуальним та яскравим свідченням як, загалом, необхідності державного регулювання фондового ринку, так і, зокрема, необхідності в процесі здійснення регулювання дотримання принципів розмежування економічної активності суб'єктів фінансового ринку, регулювання суміщення діяльності на фондовому ринку з метою недопущення його монополізації.

Сутністю європейської моделі фондового ринку є наявність дозволу комерційним банкам поєднувати звичайні банківські операції з більшістю операцій на ринку цінних паперів. Такий підхід переважає в європейських країнах, він став однією з основ для формування об'єднаної Європи. Згідно з цим підходом, обмеження ризикових банківських інвестиційних операцій має здійснюватись не заходами прямого розмежування функцій, а шляхом державного контролю за банківською діяльністю та уваги до проблеми конфлікту інтересів під час операцій на фінансових ринках.

Найбільш розвинуту форму цей підхід має в Німеччині, де ще донедавна лише банківські організації мали право на отримання спеціальної ліцензії, на основі якої вони працюють з фінансовими коштами клієнтів як у сфері «класичних» банківських операцій, так і у сфері інвестиційної діяльності та обслуговуванні такої діяльності (депозитарна, клірингова тощо). Таке становище не сприяє розвитку фондового сегмента фінансового ринку. Так, за величиною ВВП, трудовими ресурсами і розмірами фінансового ринку ФРН займає лідируючі позиції в Європейському Союзі, але за масштабом ринку цінних паперів Німеччина за багатьма позиціями поступається Великій Британії й США. Традиційно порівняно з англосаксонськими країнами за рахунок випуску акцій у Німеччині фінансувалася значно менша частка капіталовкладень. Так, відносно капіталізації фондового ринку ФРН у п'ять разів поступається Великій Британії, у два рази – США. Акціями володіє відносно невелика частка населення.

Ця специфіка зумовлена особливою роллю банків в економіці країни. Через кредитування вони задовольняють більшу частину потреб підприємств у довгостроковому капіталі. Фінансовий сектор Німеччини являє собою зразок фінансової системи, «заснованої на банках», на протилежності фінансовій системі, «заснованій на ринку цінних паперів», що характерно для англосаксонських країн.

І хоча в 90-х роках ХХ ст. було розроблено загальнонаціональну стратегію розвитку фінансових ринків під назвою «Фінансова площадка Німеччина» (Finanzplatz Deutschland) і за низкою показників Німеччина помітно підсилила свої позиції в Європі й світі, зокрема, у сфері торгівлі похідними фінансовими інструментами, структурно модель фондового ринку не зазнала серйозних змін.

Фондові біржі в країнах Європи перебувають під значним впливом, а інколи під повним контролем найбільших

комерційних банків [7]. Населення, зазвичай, бере участь в операціях фондового ринку за допомогою банків. Державне регулювання фондовими ринками здійснюється через призму регулювання діяльності банків та банківської системи.

Під впливом конкуренції в Європі деякі банки самі впроваджують в свою діяльність концепцію спеціалізації та розподілу різних банківських функцій по різних філіях та дочірніх товариствах. Проте необхідно підкреслити принцип добровільності, самостійності у виборі банківської стратегії, законодавчо закріплену можливість поєднувати різні банківські операції в рамках однієї юридичної особи. Таким чином, панування банків на фондовому ринку – основна ознака, що визначає специфіку європейської моделі.

Статистичний аналіз фондових ринків, які кваліфікуються як розвинені, свідчить, що приблизно 40 % – це фондові ринки з небанківською системою організації, яка розділяє банки на комерційні та інвестиційні, 40–45 % – це змішані фондові ринки, де разом з банками активно працюють небанківські інвестиційні інститути, і лише 10–15 % фондових ринків носять виключно банківський характер [8].

До європейської специфіки фондового ринку можна віднести те, що державне регулювання цього ринку складалося поступово, еволюційним шляхом, у відповідь на назрілі практичні потреби різних суспільних груп. Регулювання не опирається на якусь конкретну теоретичну концепцію [9].

Водночас новостворені ринкові економіки країн Центральної та Східної Європи формували фондові ринки та системи їх регулювання з урахуванням передового в 90-ті роки досвіду, а тому вони здійснили спроби відходу від класичної європейської в бік американської моделі.

В Україні склалася змішана модель фондового ринку. З одного боку у нас історично превалює континентальна система права, основну роль в регулюванні займають державні нормативні акти на протилежності саморегулюванню, а головну роль на фінансовому ринку займають банки. Водночас, за прикладом США, основним регулятором на фондовому ринку є небанківський орган – Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Такі особливості зумовлені тим, що в Україні формування фондового ринку багато в чому обумовлювалось джерелами допомоги та діяльністю груп технологічної допомоги, яка надавалась різними західними країнами: USAID – США, UEPLAC – Німеччина, а формування депозитарної системи здійснювалось за допомогою Франції.

Наведене свідчить про необхідність системного підходу до побудови національної моделі ринку цінних паперів, адже на сьогодні багато у чому українське законодавство в цій галузі є еkleктичним, не завжди системно запозиченим із законодавства різних країн світу. Побудова системи регулювання має бути заснована на чітких критеріях і принципах, що пройшли випробування часом в розвинутих країнах світу.

Пов'язано з моделлю фондового ринку, а часто і обумовленою її змістом є модель державного регулювання ринку цінних паперів, хоча пряма залежність між ними існує не завжди. В зв'язку з цим можна навести кілька класифікацій.

Традиційно здійснюється класифікація моделей державного регулювання фондового ринку з огляду на розподіл повноважень та функцій між державними та саморегулювальними організаціями. За цією ознакою у світовій практиці розрізняють дві основні моделі регулювання ринку цінних

паперів. Перша модель – регулювання фондового ринку зосереджується переважно в державних органах, і лише невелика частина повноважень щодо нагляду, контролю, встановлення обов’язкових правил поведінки передається державою саморегулювальним організаціям професійних учасників ринку. Такий підхід застосовується в США, Китаї. По такому шляху нині рухається і Україна.

Друга модель – великий обсяг регулювання ринку зосереджений в саморегулювальних організаціях, значне місце в системі контролю посідають не жорсткі нормативні приписи, а переговорний процес, індивідуальні узгодження з професійними учасниками ринку. При цьому держава зберігає за собою основні контрольні функції, можливості втручання в будь-який момент процесу саморегулювання. Це властиво «старим» європейським ринкам. Прикладом такої моделі є Велика Британія, Франція, а до реформ 30-х років – США.

Наведена класифікація є класичною і на даному етапі в чистому вигляді не існує, адже в усіх провідних країнах світу законодавчо встановлено прерогативу державного регулювання і створено відповідні державні регулюючі органи. Проте поділ на дві моделі відбиває традиційне сприйняття і реальний суб’єктний зміст правового регулювання в тій чи іншій країні, а також рівень розвитку саморегулювання. Наприклад, хоча у Великій Британії і створено мегарегулятор фінансового ринку – Відомство з фінансових послуг (Financial Services Authority), що здійснює регулювання в тому числі і фондового ринку, проте фактично збережено суттєву складову саморегулювання.

Інша класифікація здійснюється, виходячи з правового статусу органу державного регулювання, його місця в ієрархії органів державної влади та сфери, на яку поширюється його регулюючий вплив.

Так, найчисленніша група країн має окремий спеціалізований орган з регулювання безпосередньо фондового ринку, як правило, у вигляді комісії з цінних паперів. Це США, Китай, Індія тощо. В другій групі країн, яка останнім часом постійно розширюється, створені і діють мегарегулятори – державні органи, в яких сконцентровані функції регулювання фінансового ринку в цілому. Подібний підхід реалізується у таких країнах як Австралія, Велика Британія, Данія, ФРН, Японія, скандинавські країни тощо. В низці країн цієї групи роль мегарегулятора відіграє міністерство фінансів або центральний банк. До третьої групи країн належать ті, які використовують різні комбінації регулювання, що об’єднують окремі сектори фінансового ринку, включаючи фондовий. Зокрема, в одному органі зосереджено спільне регулювання банків та фондового ринку, фондового ринку та страхування тощо. Це такі країни як Мексика, Швейцарія, Ірландія (див. таблицю).

Сфера регулювання	Вид органу	Країни, державні утворення
1	2	3
		Малайзія, Нідерланди, Нова Зеландія, Пакистан, Парагвай, Португалія, Росія, США, Словенія, Україна, Тайвань, Таїланд, Туреччина
2. Фінансовий ринок в цілому: банківська система, фондовий ринок, ринок страхування	Мега-регулятор (в тому числі Центробанк, Міністерство фінансів)	Австралія, Австрія, Велика Британія, Данія, Казахстан, Корея, Німеччина, Норвегія, ПАР, Польща, Сингапур, Угорщина, Швеція, Японія
3. Об’єднані окремі сектори фінансового ринку	Спеціальний орган (Рада, Відомство)	Бельгія, Ірландія, Люксембург, Мексика, Уругвай, Франція, Чилі, Швейцарія

Як слідує з наведеного, переважна більшість держав світу використовує модель державного регулювання з окремим спеціалізованим органом державного регулювання. Проте вибір системи регулювання часто зумовлений як моделлю фондового ринку, так і традиціями державного регулювання окремих країн. Наприклад, в Японії за американської адміністрації в 1948 році було створено Комісію з цінних паперів Японії за зразком Комісії з цінних паперів та біржі США. З припиненням окупації Комісію в 1951 році було скасовано, а її повноваження передано до Міністерства фінансів. Також, якщо в XX ст. загальною тенденцією було створення самостійних відомств – комісій з цінних паперів, то нині має місце тенденція до створення мегарегулятора всього фінансового ринку, яка зумовлена для Європи як сучасними євроінтеграційними чинниками, так і традиційною континентальною моделлю фінансового (в тому числі фондового) ринку з пануючою роллю банків [11]. Формування мегарегуляторів в деяких азіатських країнах зумовлено як традиціями (Японія), так і наслідками економічної кризи (Корея). Для детальнішого розуміння системи державного регулювання доцільно розглянути приклади державного регулювання фондового ринку в провідних країнах світу, в яких склався розвинутий фондовий ринок та шляхи розвитку регулювання порівняно молодих нових ринкових економік, що є актуальним для України.

Межі статті не дають змоги проводити детальний порівняльний аналіз систем державного регулювання фондового ринку країн світу. Проте загалом з усього різноманіття представлених систем можна виділити дві основні тенденції в розвитку моделі державного регулювання фондового ринку. Одна з них передбачає існування спеціалізованого державного органу, як правило, у вигляді комісії з цінних паперів як регулюючого суб’єкта з широким обсягом регулятивного впливу та, відповідно, виділяє сам фондовий ринок як окремий об’єкт державного регулювання. В іншому випадку має місце регулювання фондового ринку як сегмента фінансового, яке здійснюється мегарегулятором – єдиним регулятором фінансового сектора економіки, що діє незалежно і не підпорядкований ні міністерству фінансів, ні національному банку країни. Інші варіанти проміжні і зводяться до одного з названих. На нашу думку, обидві тенден-

Таблиця

Сфера регулювання і вид регуляторів фондового ринку в провідних економіках світу [10].

Сфера регулювання	Вид органу	Країни, державні утворення
1	2	3
1. Фондовий ринок	Спеціальний орган (Комісія)	Аргентина, Болівія, Бразилія, Венесуела, Єгипет, Франція, Греція, Гонконг, Індія, Індонезія, Ізраїль, Іспанія, Італія, Канада, Колумбія, Китай,

ції мають свої переваги і недоліки та запровадження кожної з них зумовлено такими чинниками як рівень розвитку інститутів фондового ринку, наявність певних правових традицій регулювання та саморегулювання в країні, рівня сегментарної розмежованості фінансового ринку, рівня консолідації капіталу на національному фінансовому ринку, рівня відповідності національного законодавства міжнародним нормам щодо консолідованого нагляду, а також політичними пріоритетами тощо.

По суті, питання полягає у способі консолідації управління фінансовим сектором економіки. Вертикальна консолідація управління фінансового ринку шляхом створення мегарегулятора доцільна при великій монополізації та низькому рівні сегментації фінансового ринку, відсутності стійких традицій правового регулювання окремих сегментів, в тому числі фондового ринку. Це характерно для традиційних «банківських» економік.

Якщо ж у країні є стійкі правові традиції окремого правового регулювання окремих сегментів фінансового ринку, відповідно побудована законодавча база та система регуляторів і саморегулювних організацій, злиття їх в один мегаорган може дезорганізувати систему регулювання, призвести до розвитку одних секторів фінансового ринку за рахунок деградації інших. Водночас в науковому розумінні важливо стратегічно визначити існуючу модель фондового ринку України, шляхи її розвитку, теоретично обґрунтувати шляхи розбудови фондового ринку з урахуванням досвіду провідних держав світу. З огляду на невисокий рівень розвитку фондового ринку для України більш доцільним є окреме регулювання фондового ринку, щоб він не був підпорядкований та структурно залежний від банківської системи, а тому і регулювання його не повинно зливатися з банківським, яке, по суті, підімне його під себе.

Ідея створення мегарегулятора на ринку фінансових послуг з метою об'єднати в один центр регулювання всього фінансового ринку – кредитний, валютний, страховий та фондовий сегменти, дискусія про яку прохо-

дить останніми роками, на сьогодні залишається передчасною. З тієї самої причини, що недорозвинутий та роздроблений в організаційному та економічному розумінні фондовий ринок буде «засунуто в підвал» правового регулювання головним гравцем на фінансовому ринку – Національним банком України.

Тому вважаємо, що на даному етапі відносини між основними регуляторами фінансового ринку повинні будуватися на горизонтальному рівні шляхом укладення та реалізації вже підписаних спільних меморандумів та угод про співробітництво, а по вертикалі узгоджуватись шляхом створення міжвідомчих координаційних органів на зразок Координаційної ради з питань політики фінансового сектору, що існувала з 2000 по 2008 рік.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ:

1. Шкодін І. В. Формування національної моделі фондового ринку в перехідній економіці інверсійного типу: дис... канд. екон. наук: 08.01.01 // Х. – Харк. нац. ун-т ім. В. Н. Каразіна. – 2001. – С. 31.
2. Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 352.
3. Серебрякова Л. А. Мировой опыт регулирования рынка ценных бумаг // Финансы. – 2006. – № 4. – С. 10–16.
4. Сухова О. Организация рынка ценных бумаг США // Рынок ценных бумаг. – 2007. – № 2. – С. 104–110.
5. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2008. – С. 867.
6. Gramm–Leach–Bliley of 1999 [Електронний ресурс] // Wikipedia, the free encyclopedia. – Режим доступу: www.wikipedia.org.
7. Ромашко О. Ю. Роль державного регулювання фондового ринку в подоланні кризових явищ // Моніторинг. – 2008. – № 3. – С. 9–13.
8. Тьюлз Р. Д. Фондовый рынок. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 23.
9. Парнюк В. Структура та особливості функціонування біржового фондового ринку ФРН // Ринок цінних паперів. – 2006. – № 6. – С. 10–15.
10. Розроблено автором з урахуванням даних джерела: Рубцов Б. Б. Современные финансовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 882.
11. Царукян А. Регуляторні принципи захисту інвесторів на ринках капіталу // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 1. – С. 14.

The article considers and analyzes models of state regulation of the share market existing in the world, an opportunity of application of global experience in Ukraine.

В статтє рассматриваются и анализируются существующие в мире модели государственного регулирования фондового рынка, возможности применения мирового опыта в Украине.

МЕХАНІЗМИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ МАЛОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА

Сергійко О. В.,

*науковий співробітник відділу правових проблем підприємництва
НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України*

У статті досліджуються теоретичні і практичні проблеми побудови дієвих механізмів державного регулювання розвитку малого підприємництва. Дістало подальшого розвитку визначення ролі малого підприємництва в соціально-економічному розвитку суспільства. Уточнено теоретичні засади побудови та розвитку системи державного регулювання розвитку малого підприємництва на регіональному рівні.

Ключові слова: мале підприємництво, система державного регулювання, механізми, регіональні програми, державна політика.

Важливою передумовою здійснення радикальних ринкових перетворень, реалізації стратегії економічного зростання в Україні є становлення та розвиток малого підприємства (далі – МП). Об'єктивно типовою рисою малого бізнесу в Україні є його нестійкість, слабка життєздатність, недостатній рівень використання потенціалу МП як потуж-

ного джерела соціально-економічного розвитку країни. Однією з причин такої ситуації в Україні є те, що на сьогодні держава приділяє недостатньо уваги створенню умов для ефективного функціонування суб'єктів МП. Заходи державної політики підтримки МП і механізми її реалізації мають лише схематичний вигляд та носять суперечливий