

КОВАЛКО Н. М.,
кандидат юридичних наук,
доцент кафедри фінансового права
(Київський національний університет
імені Тараса Шевченка)

УДК 336.763

СВІТОВІ МОДЕЛІ РЕГУЛЮВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: ПОРІВНЯЛЬНО-ПРАВОВИЙ АСПЕКТ

Регулювання ринку цінних паперів – один із найважливіших факторів їх успішної та дієвої роботи. Ринок цінних паперів України перебуває на перехідному етапі свого розвитку та потребує активного вивчення міжнародного досвіду для запровадження ключових механізмів на практиці. У статті автор аналізує моделі регулювання ринку цінних паперів розвинених країн світу, ключові органи державної влади, які займаються регулюванням, і робить висновки щодо запровадження нових механізмів на території України.

Ключові слова: регулювання, ринок цінних паперів, цінні папери, регулювання ринку цінних паперів.

Регулирование рынка ценных бумаг – один из важнейших факторов их успешной и эффективной работы. Рынок ценных бумаг Украины находится на переходном этапе своего развития и требует активного изучения международного опыта для внедрения ключевых механизмов на практике. В статье автор анализирует модели регулирования рынка ценных бумаг развитых стран мира, ключевые органы государственной власти, которые занимаются регулированием, и делает выводы по внедрению новых механизмов на территории Украины.

Ключевые слова: регулирование, рынок ценных бумаг, ценные бумаги, регулирование рынка ценных бумаг.

Regulation of the securities market is one of the most important factors for their successful and effective work. The Ukrainian securities market is in a transitional stage of its development and requires an active study of international experience for the implementation of key mechanisms in practice. In the article the author analyzes the models of regulation of the securities market of the developed countries of the world, analyzes key government bodies that regulate and draw conclusions on the introduction of new mechanisms on the territory of Ukraine.

Key words: regulation, securities market, securities, regulation of the securities market.

Вступ. Дослідження показують, що державне регулювання є найважливішою й невід’ємною частиною функціонування будь-якої ринкової системи, у тому числі фінансової. Серед вітчизняних і зарубіжних юристів та економістів спостерігаються різні підходи як до самого поняття «державне регулювання ринку цінних паперів», так і до його організації на практиці. Поняття «державне регулювання ринку цінних паперів» є багатограним і значним, містить у собі безліч термінологічних і сутнісних тонкощів, які необхідно враховувати під час вивчення цієї тематики. Важливо відзначити, що в економічній літературі



зустрічаються такі поняття, як «державне регулювання ринку цінних паперів» і «регулювання ринку цінних паперів». Подібне розмежування виникло через те, що регулювання (або його окремі функції) ринку може здійснюватися не тільки державним уповноваженим органом, а й недержавними незалежними некомерційними організаціями.

Незважаючи на це, відповідні поняття є багато в чому рівнозначними за цілою низкою причин. Будь-який ринок, а особливо фінансовий, так чи інакше регулюється державою незалежно від правових традицій країни, ступеня розвитку інституту саморегулювних організацій (Self-Regulatory Organizations, SRO) та інших умов. Це зумовлено тим, що держава як чільний інститут управління спочатку має базові регулятивні функції в усіх сферах економіки.

Значну увагу дослідженням регулювання й ефективності функціонування ринку цінних паперів в Україні та світі приділяли такі учені, як Г. Багратян, О. Корнійчук, А. Окунев, С. Хоружий та інші. Проте, незважаючи на численні публікації із цієї тематики, ця проблема залишається до кінця не вирішеною й потребує подальшого наукового дослідження.

Постановка завдання. Мета стаття – проаналізувати моделі регулювання ринку цінних паперів розвинених країн світу, ключові органи державної влади, які займаються регулюванням.

Результати дослідження. На тому чи іншому етапі свого розвитку роль держави в регулюванні фінансового ринку може змінюватися. Так, Я. Міркін зазначає, що більш активну роль держава повинна виконувати на етапі становлення фондового ринку (як і будь-якого іншого ринку, у принципі), коли держава особливо стурбована побудовою архітектури фінансової безпеки країни [16, с. 376]. Подібне твердження особливо актуальне для України, оскільки вітчизняна фінансова система на сьогоднішній день продовжує перебувати в стадії свого становлення і зміцнення досягнутих за відносно нетривалий термін позицій.

Т. Бердникова в роботі «Ринок цінних паперів і біржова справа» визначає регулювання ринку цінних паперів як систему, яка виражається в сукупності конкретних способів і прийомів з регулювання, функціонування та розвитку фондового ринку. Водночас ця система оснований на використанні державної й недержавної (громадської) моделей регулювання. Відповідно до думки автора, перша модель передбачає, що регулювання фондового ринку є переважною функцією державних органів управління. За такої умови невелика частина повноважень щодо нагляду, контролю та встановлення правил держава передає об'єднання учасників ринку цінних паперів.

Друга модель полягає в тому, що держава зберігає за собою основні контрольні позиції, але при цьому передає максимально можливий обсяг функцій саморегулювним організаціям [14, с. 156]. Отже, Т. Бердникова розглядає регулювання фондового ринку як систему, яка оснований переважно або на державному управлінні, або на громадському.

Трохи інакше підходить до визначення поняття регулювання ринку цінних паперів Н. Маренков, який розглядає управління фондовим ринком не як систему, тобто об'єкт, що складається з окремих доданків-елементів, а як процес упорядкування діяльності всіх учасників ринку та операцій між ними з боку уповноважених на те органів [15, с. 226].

Аналогічного погляду дотримуються В. Галанов та А. Басов, які визначають, що регулювання ринку цінних паперів – це впорядкування діяльності на ньому всіх учасників та операцій між ними з боку організацій, уповноважених суспільством на ці дії [21, с. 129]. При цьому автори поділяють регулювання фондового ринку на зовнішнє і внутрішнє. Так, внутрішнє регулювання – це підпорядкованість діяльності організації її власним нормативним документам: статуту, правилам тощо, що визначає діяльність організації, її підрозділів і працівників. Зовнішнє регулювання, у свою чергу, – це підпорядкованість діяльності організації нормативним актам держави.

Отже, кажучи про регулювання фондового ринку з боку уповноважених державних органів або громадських організацій, необхідно мати на увазі, що держава завжди відіграє свою незамінну роль в управлінні ринком, при цьому варіюється лише обсяг виконуваних



нею функцій. Важливо також відзначити, що ні в одному з вищенаведених визначень регулювання ринку цінних паперів такі поняття, як «державна» або «державний», не вживаються. Регулювання ринку цінних паперів завжди включає в себе перелік таких базових принципів, характерних для кожного ринку:

- законотворча діяльність;
- законодавчо-правове регулювання;
- механізм безпосереднього регулювання ринку цінних паперів (ліцензування, атестація тощо);
- контрольні й наглядові функції щодо дотримання законодавства.

Не зупиняючись на загальних функціях державних уповноважених органів і саморегулювальних організацій на ринку цінних паперів, відзначимо, що як органи управління фондовим ринком у різних країнах можуть виступати найрізноманітніші організації. Залежно від цього можна виділити п'ять великих груп країн.

Перша група – країни, де органами державного регулювання фондового ринку є відносно незалежні інститути, підлеглі безпосередньо законодавчій владі (наприклад, парламенту) або вищим посадовим особам держави (наприклад, президенту). Прикладом є Комісія з цінних паперів і фондових бірж США, що підпорядковується безпосередньо президентові країни. В Австралії регулювання діяльності на фондовому ринку здійснюють Австралійська комісія з цінних паперів та інвестицій (The Australian Securities and Investments Commission, ASIC) [17] та Австралійський рада з пруденційного нагляду (The Australian Prudential Regulation Authority, APRA), у Польщі – Комісія з цінних паперів і бірж (Komisja Nadzoru Finansowego) [18]. В Угорщині – Управління фінансового нагляду Угорщини (Hungarian Financial Supervisory Authority, HFSA) [19].

Друга група – країни, де функції державного регулювання виконують міністерства фінансів, у складі яких виділяються спеціальні підрозділи, що відповідають за управління національним фондовим ринком. В Англії єдина система фінансових сервісів та учасників фінансового ринку входить у зону контролю єдиного регулятора фінансових ринків – Відомства з фінансових послуг, що належить до структури Міністерства фінансів Великобританії. Подібна ситуація склалася й у Швеції, де Державна фінансова інспекція (Finansinspektionens) є незалежним агентством при Міністерстві фінансів Швеції, що здійснює регулювання фінансового ринку країни. У Нідерландах функції регулювання фондового ринку покладено на Управління з фінансових ринків (Autoriteit Financiële Markten, AFM).

Третя група – країни, де регулюванням фондового ринку займаються центральні банки. У Нідерландах уже згадане Управління з фінансових ринків здійснює безпосередній контроль за професійною діяльністю на фондовому ринку, при цьому до компетенції Центрального банку Нідерландів входить нагляд за всіма секторами фінансового ринку країни. До недавнього часу в Російській Федерації регулювання фондового ринку здійснювалося Федеральною службою з фінансових ринків та іншими державними органами, однак з 1 вересня 2013 року відповідна структура скасована, а її функції передані єдиному мегарегулятору фінансового ринку. Так, у Росії роль мегарегулятора став виконувати Банк Росії (Центральний банк Російської Федерації).

Четверта група – країни, у яких нагляд та інші функції з регулювання фондового ринку, крім єдиного органу регулювання, також покладено на спеціальні підрозділи місцевих органів влади, як це зроблено частково в Німеччині.

І п'ята група – країни, де регулюванням фондового ринку займаються відразу кілька різних органів, що спеціалізуються на роботі в окремих сегментах ринку. Подібна практика особливо розвинена в країнах, де на фондовому ринку активно працюють комерційні банки, наприклад, у Франції.

Розглянемо приклади світових «гігантів» у сфері регулювання ринку цінних паперів для розуміння правової природи їхньої діяльності.

Державне регулювання ринку цінних паперів у Японії здійснює Міністерство фінансів. До його функцій входить експертиза компаній – членів бірж (аналіз господарської



діяльності й майна), їх атестація, дослідження та аналіз угод з метою запобігання маніпулюванню цінами, оформлення інсайдерських і фіктивних угод, накладення санкцій за порушення законодавства. При Міністерстві утворено Раду з цінних паперів і бірж, яка готує для Міністерства рекомендації щодо вдосконалення законодавства з цінних паперів. У Японії існують три типи організацій, що мають статус СРО: Асоціація інвестиційних трастів, Японська асоціація дилерів (JASD) і фондові біржі. Необхідною умовою для здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами є членство в JASD [20, с. 64].

Система регулювання ринку цінних паперів США має кілька рівнів:

1. Державні виконавчі органи – Комісія з цінних паперів і фондових бірж, Комісія з товарних ф'ючерсів.

2. Саморегулювні організації (СРО) – Управління з регулювання фінансової індустрії, Законодавча рада з муніципальних цінних паперів, Національна асоціація фондових бірж, біржі та клірингові агентства [5]. Контроль СРО передбачає надання щомісяця фінансової звітності, проведення перевірок та атестацію співробітників.

Основні регулятори ринку цінних паперів:

1. Комісія з цінних паперів і бірж/Securities and Exchange Commission (SEC) [11] – державне агентство з цінних паперів і бірж, яке працює з 1934 року. Здійснює контроль за дотриманням законодавства й торгівлею цінними паперами. Комітет Комісії складається з п'яти членів, які призначаються Президентом США за згодою Сенату. Штаб-квартира знаходиться у Вашингтоні, 11 регіональних офісів розташовані по всій країні. Комісія з цінних паперів і бірж складається з таких департаментів:

- департамент корпоративних фінансів (Corporation finance) займається перевіркою розкриття інформації у звітності компаній, що котируються;

- департамент інвестиційного менеджменту займається наглядом за фондами та інвестиційними консультантами;

- департамент торгівлі й фінансових ринків (Trading and markets) займається контролем за діяльністю саморегулювних організацій, брокерсько-дилерських та інвестиційних компаній;

- департамент планування, ризиків та інновацій;

- департамент правозастосування має право внести пропозицію розпочати розслідування щодо конкретної операції, передати справу адміністративному судді або подати позов до Федерального суду [13].

Протидію забороненій торговельній практиці на ринку Комісія здійснює спільно з провідними американськими біржами, а також саморегулювними організаціями, серед яких – Управління з регулювання фінансової індустрії (FINRA). У разі виявлення неправомірної угоди й установлення факту, що ця угода є інсайдерською або маніпулятивною, Комісія може обмежити діяльність чи позбавити ліцензії особу, яка уклала цю угоду.

2. Комісія з товарних ф'ючерсів/Commodity Futures Trading Commission (CFTC) [4] – державне агентство, створене для контролю за виконанням Закону про товарні біржі. Завдання Комісії – захищати учасників ринку від шахрайства та зловживань.

3. Управління з регулювання фінансової галузі/Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) – це саморегулювна організація з обов'язковим членством у ній усіх фірм і брокерів, які продають цінні папери в США.

4. Корпорація захисту інвесторів у цінні папери/Securities Investor Protection Corporation (SIPC) [12] виконує специфічну регулятивну функцію та контролюється SEC. Корпорація не розслідує випадки шахрайства або зловживання коштами інвесторів, а лише виконує роль гаранта повернення інвестицій клієнтів у цінні папери. Фінансується за рахунок поточних внесків її членів, що встановлюються за погодженням із SEC, а також за рахунок доходів, які отримує Корпорація від інвестицій у цінні папери уряду США. Періодично SIPC підвищує цільове порогове значення розміру Фонду. Протягом 2009–2014 роках ставка відрахувань становила 0,25% від чистого операційного доходу брокера, а у 2015 році була знижена до 0,0025% [1].



У Великобританії, на відміну від США, склалася інша практика державного регулювання ринку цінних паперів. Він регулюється державними установами. У 1998 році більшість наглядових повноважень Банку Англії передано Службі з нагляду за сектором фінансових послуг (Financial Services Authority – FSA). Проте неефективна координація дій Казначейства, FSA і Банку Англії призвела до краху системи мегарегулювання. Тому у 2012 році створено Управління пруденційного регулювання (Prudential Regulation Authority – PRA), яке підзвітне Банку Англії. Поточний нагляд закріплено за Управлінням фінансової поведінки (Financial Conduct Authority – FCA) [7].

Відомства з нагляду за ринком:

- Управління з фінансового регулювання та контролю/Financial Conduct Authority (FCA) [3] є незалежним від уряду органом і фінансується за рахунок внесків організацій, діяльність яких регулює. FCA законодавчо наділене широкими повноваженнями у сфері регулювання відносин у фінансовому секторі, включаючи видачу дозволів на право здійснення всіх видів інвестиційної діяльності, контроль за дотриманням учасниками ринку національного законодавства, пов'язаного з недопущенням легалізації доходів, отриманих злочинним шляхом; а також регулювання допуску цінних паперів до офіційного біржового списку. Внутрішні правила Управління включають розділ правил поведінки, серед яких є вимоги бути чесними, відкритими до співробітництва, професійно виконувати обов'язки тощо. За порушення правил передбачено дисциплінарну відповідальність;

- Орган пруденційного нагляду/Prudential Regulation Authority (PRA) підпорядковується Банку Англії та відповідає за регулювання діяльності компаній, що надають фінансові послуги, а також банків, страхових агентств та інвестиційних фірм. Основне завдання PRA полягає в забезпеченні безпеки роботи регульованих фінансових компаній. Орган пруденційного нагляду стежить за тим, щоб припинення діяльності компаній не спричинило негативного впливу на фінансову систему Великобританії.

- Комітет фінансової політики/Financial Policy Committee (FPC) [2] працює при Банку Англії. На Комітет покладено завдання щодо виявлення, моніторингу й ужиття заходів щодо підвищення стійкості фінансової системи Великобританії. Комітет публікує звіти про свої засідання з питань політики та відповідає за звіт про фінансову стабільність Банку Англії. До складу Комітету входять тринадцять членів, із яких шестеро є співробітниками Банку, п'ятеро членів – незалежними експертами [6].

Відомства з нагляду за ринком у Німеччині:

- Федеральне управління фінансового нагляду/Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) [9] із 2002 року є центральним органом нагляду за ринком фінансових послуг. BaFin є частиною Федерального уряду та підпорядковується Міністерству фінансів. Під час виконання функцій у сфері нагляду за банками та інвестиційними компаніями BaFin тісно співпрацює з Німецьким федеральним банком. З огляду на те що BaFin ліцензує компанії, які хочуть працювати у сфері послуг на фінансових ринках, у разі виявлення порушень BaFin має право застосовувати різні санкції. Організаційна структура: у структурі Федерального управління працює три департаменти, які відповідають за контроль за банківською діяльністю, страховими компаніями, а також ринком цінних паперів. Крім цього, функціонують три міжгалузеві відділи, які відповідають за боротьбу з відмиванням грошей і незаконними фінансовими операціями; контроль над фінансовим ринком; дотримання прав споживачів та інвесторів [7]. Натепер у BaFin працює 2 577 співробітників. Близько 74% співробітників є державними службовцями, 26% – наймані працівники [10].

Основними органами управління BaFin є президент і правління. Президент призначається Президентом Німеччини, він керує організацією BaFin на основі правил внутрішнього розпорядку. Правління приймає рішення щодо бюджету; складається з 21 члена.

Крім цього, при BaFin створена експертна рада, яка виконує функцію консультативно-го супроводу діяльності управління, вироблення рекомендацій щодо подальшого розвитку наглядової практики й удосконалення законодавства.



- Земельні органи нагляду. Основні функції та повноваження земельних органів влади:
- дозвіл на відкриття й закриття бірж;
 - правовий нагляд за біржею;
 - нагляд за платоспроможністю маклерів.

Висновки. Отже, як показує зарубіжний досвід регулювання ринку цінних паперів, на світовому фінансовому ринку превалює тенденція створення мегарегулятора. При цьому інститути мегарегуляторів створюються як у країнах із розвинутою економікою, так і в країнах з економікою, що розвивається. Для України особливої ролі набуває практика здійснення належного регулювання на ринку цінних паперів у вищеперерахованих країнах, адже формування власної системи регулювання є основою для проведення дійсно якісної торгової політики держави.

Список використаних джерел:

1. URL: <http://ir.kneu.edu.ua:8080/bitstream/2010/17499/1/159-171.pdf>.
2. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/fpc/default.aspx>.
3. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/pr/Pages/default.aspx>.
4. URL: <http://www.cftc.gov/index.htm>.
5. URL: http://zbirecon.com/wp-content/uploads/2015/08/%D1%81_1217_%D0%9B%D0%B8%D0%B7%D1%83%D0%BD_%D0%9B%D0%B8%D1%89%D0%B8%D0%BD%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B9.pdf.
6. URL: <https://corpgov.law.harvard.edu/2013/03/24/financial-services-act-2012-a-new-uk-financial-regulatory-framework/>.
7. URL: <https://nalivator.com/regulators/bafingermany>.
8. URL: <https://nalivator.com/regulators/fcauk>.
9. URL: https://www.bafin.de/DE/DieBaFin/GrundlagenOrganisation/Mitarbeiter/mitarbeiter_node.html.
10. URL: https://www.bafin.de/DE/Startseite/startseite_node.html.
11. URL: <https://www.sec.gov/>.
12. URL: <https://www.sipc.org/>.
13. Tsvizhba M. The USA's system of regulation of security market.
14. Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг и биржевое дело: учеб. пособие. Москва: ИНФРА-М, 2004. 270 с.
15. Маренков Н.Л. Ценные бумаги. Серия «Высшее образование». Москва: Московский экономико-финансовый институт; Ростов-на-Дону: Феникс, 2003. 608 с.
16. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. Москва: Перспектива, 1995. 532 с.
17. Офіційний сайт уповноваженого органу з регулювання ринку цінних паперів Австралії – Австралійської комісії з цінних паперів та інвестицій. URL: <http://www.asic.gov.au>.
18. Офіційний сайт уповноваженого органу з регулювання ринку цінних паперів Польщі – Комісії з цінних паперів і бірж Польщі. URL: <http://www.kpwig.gov.pl>.
19. Офіційний сайт уповноваженого органу з регулювання ринку цінних паперів Угорщини – Управління фінансового нагляду Угорщини. URL: <http://www.pszaf.hu>.
20. Радзімовська С. Ринки капіталу: українська та світова практика. Напрями розвитку та вдосконалення. Економіка і держава. 2007. № 4. С. 64.
21. Рынок ценных бумаг: учебник / под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Финансы и статистика, 2004. 448 с.

