

**НАУКОВО-ДОСЛІДНИЙ ІНСТИТУТ
ПРИВАТНОГО ПРАВА І ПІДПРИЄМНИЦТВА
НАЦІОНАЛЬНОЇ АКАДЕМІЇ ПРАВОВИХ НАУК УКРАЇНИ**

В. І. ПОЛЮХОВИЧ

**ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ
ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ:
ГОСПОДАРСЬКО-ПРАВОВИЙ МЕХАНІЗМ**

КИЇВ 2012

ЗМІСТ

ВСТУП

РОЗДІЛ 1. ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ГОСПОДАРСЬКО-ПРАВОВОГО МЕХАНІЗМУ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

- 1.1. Фондовий ринок як економіко-правова категорія
- 1.2. Поняття державного регулювання фондового ринку
- 1.3. Складові господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку
- 1.4. Формування нормативної бази державного регулювання фондового ринку України (історико-правовий аспект)

РОЗДІЛ 2. ПРАВОВИЙ ЗМІСТ ДІЯЛЬНОСТІ РЕГУЛЯТОРІВ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

- 2.1. Суб'єкти державного регулювання фондового ринку. Особливості правового статусу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку
- 2.2. Регулююча роль саморегулювних організацій на фондовому ринку
- 2.3. Світовий досвід діяльності регуляторів фондових ринків

РОЗДІЛ 3. ГОСПОДАРСЬКА ДІЯЛЬНІСТЬ УЧАСНИКІВ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ЯК ОБ'ЄКТ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

- 3.1. Поняття і класифікація учасників фондового ринку України
- 3.2. Правові аспекти господарської діяльності емітентів
- 3.3. Провідна роль господарської діяльності інвесторів на фондовому ринку
- 3.4. Функціонування інституту професійних учасників
 - 3.4.1. Забезпечення процесів на фондовому ринку – суть господарської діяльності інфраструктурних учасників
 - 3.4.2. Господарська діяльність інвестиційних посередників – основа динаміки фондового ринку

РОЗДІЛ 4. ЗАСОБИ ТА ФОРМИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

- 4.1. Поняття засобів та форм державного регулювання фондового ринку України
- 4.2. Застосування основних засобів та форм регулюючого впливу держави на фондовому ринку України
 - 4.2.1. Правові особливості ліцензування професійної діяльності
 - 4.2.2. Зміст та складові системи захисту прав інвесторів на фондовому ринку
 - 4.2.3. Державний контроль на фондовому ринку як реалізація організаційно-господарської функції державного регулювання

ВИСНОВКИ

ПРОПОЗИЦІЇ ПО ВНЕСЕННЮ ЗМІН ДО ЗАКОНОДАВСТВА

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

ВСТУП

Фондовий ринок України є відносно молодим. Перший етап організаційно-правового формування в цілому завершено і на сьогодні побудована функціонуюча система ринку та відповідний господарсько-правовий механізм його державного регулювання, проте вони є недостатньо усталеними та слабо структурованими, а тому потребують удосконалення, а в окремих ланках – реформування.

Державне регулювання фондового ринку в Україні має досить коротку історію, адже до 90-х рр. XX ст. фондовий ринок у нас був фактично відсутній, а органи державної влади в сфері економіки здійснювали лише планово-директивне управління діяльністю господарюючих суб'єктів. В зв'язку з тим, що формування нормативно-правової бази не завжди мало системний і послідовний характер, в Україні склалась змішана модель фондового ринку. Так, з одного боку у нас історично превалює континентальна система права, а основними гравцями на фінансовому полі є банки. Водночас, за прикладом США, основним регулятором на фондовому ринку є небанківський орган – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Тому науково доцільним є дослідження існуючої моделі державного регулювання фондового ринку України, в тому числі шляхом порівняння її зі світовими зразками для визначення шляхів удосконалення та розвитку.

Не існує і не може існувати єдиної методики державного регулювання фондового ринку, яка була б придатною для застосування в усіх країнах в силу специфіки умов, ступеню розвитку ринкових відносин, історичних традицій, юридичної бази, національних, ментальних та інших особливостей. Відповідно, необхідна розробка теоретично обґрунтованого і реально функціонуючого господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку для України. Існуюча нормативно-правова база потребує удосконалення і зміни відповідно до сучасного етапу розвитку економіки та суспільства.

Поняття та терміни, які часто вживаються в теоретичних працях, не зведені в єдину систему. Форми, методи, принципи, об'єкти регулювання розглядаються як одні й ті ж сукупності інструментів. Необхідне комплексне і системне дослідження господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку на основі

діалектичного методу, що охоплює рух від абстрактного до конкретного, від загального до особливого, а також і у протилежному напрямку, має загальні і специфічні риси системи, базується на аналізі та синтезі.

Світова практика свідчить про те, що не можна зайвий раз покладатися на самоорганізацію фондового ринку. Падіння провідних світових фондових індексів, світова криза спонукає переглянути роль державного регулювання фондового ринку. В багатьох розвинутих країнах держава вимушена переходити до рішучих заходів для того, щоб стримати панічні настрої, що виникають серед інвесторів на тлі падіння показників прибутку великих корпорацій, індексів на світових біржах. Часто для стабілізуючого впливу на ринок у держави недостатньо важелів впливу. Тому важливим є визначення балансу між державним регулюванням та саморегулюванням фондового ринку України.

На сьогоднішній день в основному сформовані економічні, правові та організаційні основи фондового ринку, створена його інфраструктура. Водночас, фондовий ринок недостатньо виконує свої функції із залучення інвестицій для розвитку економіки. Український фондовий ринок характеризується, по-перше, слабкою ефективністю існуючого господарсько-правового механізму його державного регулювання і саморегулювання; по-друге, недовірою потенційних вітчизняних інвесторів до фондового ринку і його інструментів; по-третє, недостатнім розвитком нормативно-правової бази.

Комплексне дослідження інструментів державного регулювання та саморегулювання у взаємозв'язку та взаємодії дає підстави віднести фондовий ринок України до фондових ринків, що формуються. Необхідно зазначити, що вплив держави на ринки, що формуються, має бути значно вищий, ніж на розвинуті ринки, оскільки необхідне більше регулятивне навантаження, перспективне і поточне правове регулювання. В зв'язку з цим розвиток і вдосконалення господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку є невідворотним та об'єктивно необхідним завданням розвитку як самого ринку, так і економіки України в цілому.

РОЗДІЛ 1

ЕКОНОМІКО-ПРАВОВІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ ГОСПОДАРСЬКО-ПРАВОВОГО МЕХАНІЗМУ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

1.1. Фондовий ринок як економіко-правова категорія

Для здійснення дослідження будь-якого суспільного явища першочерговим є з'ясування правового змісту термінології, яка застосовується, та окреслення меж існування такого явища в правовому та соціально-економічному просторі. Лише після з'ясування зовнішніх умов існування фондового ринку як економіко-правової системи варто звернутися до аналізу її внутрішніх складових і зв'язків між ними та розробити пропозиції щодо оптимізації правового регулювання досліджуваних процесів. Адже фондовий ринок України є складною системою економіко-правових відносин в суспільстві.

В економічній літературі не існує цілковитої узгодженості між такими поняттями, як «фондовий ринок», «ринок цінних паперів», «фінансовий ринок», «грошовий ринок», «ринок фондових цінностей» тощо.

Сучасні вітчизняні правова та економічна літератури по-різному тлумачать термін «фондовий ринок». Одні автори розглядають його як синонім поняття «ринок цінних паперів», інші – як ринок лише класичних довгострокових біржових цінних паперів: акцій та облігацій. Згідно з останнім тлумаченням «ринок цінних паперів» є більш широким поняттям, ніж «фондовий ринок».

Має місце позиція, згідно з якою фондовий ринок охоплює лише середньо- і довгострокові цінні папери з терміном обігу більше року, а ринок цінних паперів включає, крім того, й короткострокові цінні папери. Такої думки дотримується відомий український фахівець у цій сфері

О.М. Мозговий, який відрізняє ці два поняття та вважає, що ринок цінних паперів містить фондовий ринок як сегмент ринку¹. Ця думка, безумовно, має сенс, якщо розглядати фондовий ринок в історичному аспекті та з урахуванням саме його перерозподільної функції – однієї з найважливіших для механізму державного регулювання фондового ринку.

Проте інший відомий автор В.М. Шелудько вважає, що за строком обігу цінних паперів саме фондовий ринок поділяється на ринок грошових та капітальних цінних паперів. До фондового ринку він включає і короткотермінові цінні папери та дає своє пояснення: «На ринку грошових цінних паперів перебувають у обігу боргові зобов'язання з терміном обігу менш, ніж один рік: короткострокові облігації, векселі, ощадні сертифікати, комерційні цінні папери тощо. На ринку капітальних цінних паперів мають обіг інструменти власності – акції, середньо- та довгострокові боргові зобов'язання, тобто безстрокові цінні папери та цінні папери з терміном обігу більше одного року»².

Водночас, у багатьох економічних посібниках та монографіях поняття «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» здебільшого ототожнюються. Багато сучасних українських та російських вчених-економістів, а саме Я. Миркін, Б. Рубцов, В. Загорський, В. Колесник, Н. Костіна, В. Ляшенко, О. Мендрул, В. Оскольський, А. Ковальова та інші ототожнюють поняття «фондовий ринок» і «ринок цінних паперів» без спеціальних пояснень такої позиції³.

¹ Мозговий О.М. Фондовий ринок: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – С. 8.

² Шелудько В.М. Фінансовий ринок. – К.: Знання-Прес, 2003. – С. 358.

³ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 532 с.; Рубцов Б.Б. Современные финансовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.; Загорський В.С. Ринок цінних паперів: принципи, організації і механізм функціонування. – К.: ІСДО, 1995. – 171 с.; Колесник В.В. Введение в рынок ценных бумаг. – К.: ІДП АН України, 1996. – 175 с.; Костіна Н.І., Марахов К.С. Проблеми формування фондового ринку в Україні // Фінанси України. – 2000. – № 2. – С. 30-36.; Ляшенко В.И. Фондовые индексы и рейтинги. – Д.: Сталкер, 1998. – 320 с.; Мендрул О.Г., Шевчук І.А. Ринок цінних паперів: Навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 1998. – 152 с.; Оскольський В.В. Ринок цінних паперів України: проблеми функціонування і розвитку. – К.: КСУ, 1996. – 148 с.; *Финансы: учебное пособие* / Под ред. проф. А.Н. Ковалевой. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 384 с.

Ми виходимо із широкого тлумачення терміна «фондовий ринок», використовуючи його як синонім терміна «ринок цінних паперів». Тому розглянемо існуючі тлумачення термінів «фондовий ринок», «ринок цінних паперів», практику їх застосування в Україні і за кордоном для обґрунтування позиції автора.

Слово «фонд» широко використовують для визначення різних за змістом економічних понять. Так, фондами є ресурси, запаси (наприклад, земельний фонд, зерновий фонд). Але найчастіше цей термін застосовують щодо процесів накопичення матеріальних активів, що мають оцінку, виражену у грошових коштах. До фондів відносяться матеріальні та грошові кошти, що використовуються підприємством (наприклад, основні виробничі фонди), а також джерела коштів, що мають певний порядок утворення і використання – статутний фонд, резервний фонд, основні та оборотні фонди, фонд заробітної плати, фонд розвитку виробництва, фонд накопичення, амортизаційний фонд. У масштабах країни існують пенсійний фонд, фонд соціального страхування тощо. Аналогічно поширюється така термінологія і щодо сукупності цінних паперів.

Історично термін «фондовий ринок» походить від французького «fonds» або англійського «funds», одне зі значень якого – «грошовий капітал». В XVIII столітті в англійській мові слово «stocks» використовувалось саме в цьому значенні. Звідси і поняття stock exchange (тобто, біржа грошового капіталу), що вперше з'явилося в Англії в 1773 р. (London Stock Exchange), що звичайно перекладається як «фондова біржа». На перших фондових біржах торгували, головним чином, облігаціями, тобто грошовий капітал існував переважно в боргових інструментах. Акцій до середини XIX ст. і в Англії, і в США, не кажучи вже про інші країни, випускалося небагато.

У цей час в Англії термін «stocks» розуміють як боргові цінні папери, у США – акції. Відповідно термін «stock market» у США звичайно вживається в значенні «ринок акцій»⁴. З огляду на те, що на частку США доводиться

⁴ Тьюлз Р.Д. Фондовый рынок. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 23.

приблизно половина світового фінансового ринку та в цій країні видається більшість аналітичних економічних видань, використання неамериканськими авторами даного терміна в значенні «ринок акцій» цілком зрозуміло. Однак із його вживанням варто все ж таки застосовувати історичний підхід і виходити з реального наповнення змісту слова, а не тільки сучасне американське слововживання. Тим більше, що немає підстав вважати, що, коли в ХІХ ст. з'явилося поняття «Нью-Йоркська фондова біржа» (New York Stock Exchange – NYSE), американці мали тільки ринок акцій, мова йшла про біржу грошового капіталу загалом. До того ж, в основному тут спочатку торгували облігаціями. На сучасній Нью-Йоркській фондовій біржі торгують в основному акціями, ринок облігацій у США позабіржовий, проте багато емітентів облігацій мають лістинг (котирування) на біржі й певна кількість угод з ними все-таки відбувається⁵. В даному випадку зміст терміна «фондовий ринок» не ототожнюється з фондовою біржею і охоплює як біржовий, так і позабіржовий ринок.

Водночас на Лондонській фондовій біржі торгували й продовжують торгувати й акціями, і облігаціями. Таким чином, під фондовим ринком варто розуміти як мінімум ринок акцій і облігацій.

Отже, термін «грошовий капітал» (fonds, funds, stocks) в ХVІІІ–ХІХ ст. учасники ринку цінних паперів розуміли як довгостроковий капітал, втілений в облігаціях та акціях. Крім цих цінних паперів, широке поширення мали, як їх визначав К. Маркс, «торговельні папери» – векселі, якими, однак, на біржі не торгували (векселями торгували на біржах на самих ранніх етапах розвитку біржової справи, в ХІХ ст. подібної практики вже не існувало). Саме К. Марксом в його основній роботі «Капітал» обґрунтовано два види цінних паперів: торговельні папери (вексель та ін.) та публічні цінні папери (акції, облігації, іпотека)⁶. Таким чином, далеко не всі цінні папери розглядалися як фондові цінності. Можливо, не випадково в англійському

⁵ Рубцов Б.Б. Современные финансовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 21.

⁶ Маркс К., Энгельс Ф. Сочинения. – М.: Прогресс, 1966. – Т. 25. – С. 509–510.

перекладі назв деяких бірж зустрічається не Stock Exchange, а Securities Exchange, тобто біржа цінних паперів (наприклад, JSE Securities Exchange, Osaka Securities Exchange).

З наведеного слідує, що та частина ринку цінних паперів, в якій ринок ґрунтується на грошах як на капіталі у вигляді акцій, *облігацій* тощо, називається фондовим ринком і є складовою частиною фінансового ринку загалом. Історично фондовий ринок становить більшу частину ринку цінних паперів. Друга частина – це ринок грошових, товарних, похідних цінних паперів, який не має єдиної назви і його можна було назвати ринком інших цінних паперів. Ця частина в силу своїх відносно менших обсягів не отримала спеціальної назви. Іншими словами, цілком обґрунтований підхід до фондового ринку як до частини ринку цінних паперів, на якому обертаються довгострокові цінні папери, насамперед акції і облігації.

Такої думки дотримуються окремі українські вчені. Так, детальні обґрунтування знаходимо в працях А. Приступко: «Фондовий ринок – це організаційно-правова система, яка, базуючись на чітких принципах, допускає до обігу не все розмаїття цінних паперів, а сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій, структурує виробничу сферу, концентрує великі обсяги фінансового капіталу. Як похідне явище від ринку цінних паперів, зазначений процес фіксується категорією «фондовий ринок»⁷.

А тепер варто навести аргументи на користь широкого тлумачення поняття «фондовий ринок», розглядаючи його як синонім ринку цінних паперів.

У XIX ст. облігації і акції забезпечували нагромадження капіталу, векселі обслуговували торговельний оборот або, якщо використати схеми відтворення К. Маркса, перші обслуговували оборот основного капіталу, другі – оборотного. В сучасних умовах межі між довгостроковими й короткостроковими інструментами зникають. Разом із тим, такі

⁷ Приступко А.О. Фінансово-правове забезпечення фондового ринку // Право України. – 2005. – № 10. – С. 23.

короткострокові інструменти, як цільові облігації підприємств, що випускаються в рамках програми, фактично можуть розглядатися як довгострокові й обслуговувати оборот основного капіталу.

Якщо в минулому на фондових біржах дійсно торгували майже винятково акціями й облігаціями, то в наш час перелік інструментів надзвичайно збільшився і включає також інструменти грошового ринку (короткострокові державні боргові зобов'язання, облігації підприємств) і похідні фінансові інструменти – деривативи (англійський термін derivatives). До того ж, виходячи із світової традиції, до фондового ринку відносять також і позабіржовий ринок, де торги здійснюються за допомогою торговельних систем.

Тобто, фактично не існує будь-яких перепон для участі окремих видів інструментів в обороті на фондовому ринку, але водночас існують вимоги до самих інструментів (наприклад, лістингові умови для біржового обороту).

Це надає нам підстав для того, щоб ставити знак рівності між фондовим ринком і ринком цінних паперів, як такими, що фактично збігаються у теперішньому економіко-правовому просторі. А спроби теоретичного розмежування цих термінів не будуть відповідати реаліям сьогодення.

У зв'язку з цим доцільно розглянути аналогічну практику термінологічного застосування в країнах колишнього СРСР як найбільш близьких нам як за юридичною традицією, так і щодо лексичного (мовного) змісту термінів. У Російській Федерації офіційно загальноживаним є термін «рынок ценных бумаг»⁸. Така ж термінологія закріпилась і в законах Республіки Білорусь⁹.

⁸ *О рынке ценных бумаг*: Федеральный Закон Российской Федерации от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.consultant.ru/popular>.; *О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг*: Федеральный Закон Российской Федерации от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.consultant.ru/popular>.

⁹ *О ценных бумагах и фондовых биржах*: Закон Республики Беларусь от 12 марта 1992 г. № 1512-XII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pravo.by>.

На даний час найбільшого розвитку в країнах СНД набуло законодавче регулювання фондового ринку в Республіці Казахстан, де також загальноживаним став термін «рынок ценных бумаг». Так, у ст. 1 Закону Республіки Казахстан «О рынке ценных бумаг» зазначено, що «организованный рынок ценных бумаг – сфера обращения эмиссионных ценных бумаг и иных финансовых инструментов, сделки с которыми осуществляются в соответствии с внутренними документами организатора торгов»¹⁰.

Відповідно до зазначеного необхідно розглянути практику застосування вказаних термінів українським законодавцем. З перших днів незалежності в Україні в юридичній літературі та нормативних актах обидва терміни – «ринку цінних паперів» та «фондовий ринок» існують як рівнозначні, хоча в назвах нормативних документів переважав останній. Ця практика започаткована ще з прийняттям перших нормативних актів, наприклад, Постанови Кабінету Міністрів України «Про Концепцію функціонування та розвитку фондового ринку в Україні»¹¹. В ній без будь-яких уточнень одночасно вживаються ці два терміни. При використанні в назві нормативного акта терміна «фондовий ринок» одночасно є визначення «ринку цінних паперів» як багатофункціональної системи, що сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню достатку громадян за рахунок володіння і вільного розпоряджання цінними паперами, підготовленості населення до ринкових відносин.

Такий підхід простежується і в подальших актах аж до набуття терміном «фондовий ринок» переважного вживання в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», де одночасно на законодавчому рівні досягнуто

¹⁰ *О рынке ценных бумаг*: Закон Республики Казахстан от 2 июля 2003 г. № 461-ІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pavlodar.com/zakon>.

¹¹ *Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні*: Постанова Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 р. № 277 // Збірник постанов Кабінету Міністрів України. – 1994. – № 45. – С. 23.

рівності між цими двома термінами. «Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – сукупність учасників фондового ринку та правовідносини між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів)».¹² Таким чином, цілком логічним є твердження про те, що в Україні правовий зміст термінів «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів» є тотожним з юридичної точки зору, адже в іншому випадку можливо було б стверджувати, що в Україні правовим регулюванням охоплюється вужча сфера аналогічних економіко-правових відносин, ніж, наприклад, у Росії, Білорусії, Казахстані.

Отже, вважаємо, що, хоча історичне походження та зміст термінів «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок» не тотожні, існуюча правова практика та світова традиція свідчать про уніфікацію цієї економіко-правової термінології та де-факто юридично однаковий правовий зміст обох термінів, а тому має місце рівнозначне їх вживання в законодавстві різних держав, в тому числі й в Україні. Відповідно, в своєму дослідженні ми будемо використовувати ці терміни як рівнозначні.

Далі розглянемо змістовне наповнення терміна «фондовий ринок» з урахуванням існуючих позицій науковців та через з'ясування меж існування цього суспільного явища, його структурного місця в економіко-правовому житті українського суспільства. Адже зміст терміна «фондовий ринок» в Україні й досі є об'єктом дискусії як у науковій сфері, так і в законотворчій діяльності.

Спроба дати визначення фондовому ринку була вперше в пострадянських країнах зроблена Є.А. Сухановим, підхід якого до проблеми полягає в прирівнюванні «економічної категорії» «ринок цінних паперів» до «юридичного поняття» «оборот цінних паперів» і визначенні останнього як

¹² *Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268.*

сукупності угод, чинених учасниками майнового обороту із приводу цінних паперів.¹³

Даний підхід, на наш погляд, не є правильним, оскільки таке комплексне та системне явище, як фондовий ринок, визначається Є.А. Сухановим тільки з позиції цивільного права. Поділяємо думку тих вчених, які вважають, що далеко не всі суб'єкти фондового ринку є учасниками майнового обороту, інакше його не можна було б відмежувати за ознакою суб'єкта від інших ринків. Між суб'єктами фондового ринку виникають відносини, що носять не тільки майновий характер (наприклад, при розкритті інформації виникають особливі відносини, не завжди регульовані цивільним правом); дії суб'єктів фондового ринку не обмежуються лише здійсненням угод, за якими набуваються, змінюються або припиняються цивільні права й обов'язки сторін.¹⁴ Так, при емісії цінних паперів, поряд із діями, що породжують виникнення цивільних прав та обов'язків, відбуваються дії, спрямовані на встановлення, зміну й припинення публічних прав та обов'язків – прийняття емітентом на себе обов'язків по розкриттю інформації, становлення права емітента та кореспондуючого йому обов'язку державних органів на розгляд поданих на реєстрацію документів у певний термін тощо.¹⁵

Водночас, А. Калина, В. Корнеєв та А. Кощеєв зазначають, що фондовий ринок – це ринок, на якому «здійснюється емісія та купівля-продаж цінних паперів»¹⁶; П. Бороздін зауважує, що фондовий ринок є «системою економічних відносин, пов'язаних із випуском, розміщенням та продажем цінних паперів»¹⁷; В. Шелудько стверджує, що «фондовий ринок є системою

¹³ Це визначення міститься у вступній статті Суханова Є.А. до книги Белова В.А. Ценные бумаги в российском гражданском праве. – М.: Экономика, 1992. – С. 3.

¹⁴ *Панова Л.В.* Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг в Украине: дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 // Национальная Академия Украины им. Ярослава Мудрого. – Х. 2002. – С. 15.

¹⁵ *Спасибо-Фатеева И.В.* Акционерные общества: корпоративные правоотношения. - Харьков: Право, 1998. – С. 85–109.

¹⁶ *Калина А.В., Корнеєв В.В., Кощеєв А.А.* Рынок ценных бумаг (теория и практика): Учебное пособие. – К.: МАУП, 1997. – С. 22.

¹⁷ *Бороздин П.Ю.* Ценные бумаги и фондовый рынок: Учебное пособие. – М.: МГОУ, Ин-т экономики и права, 1994. – С. 32.

економічних та правових відносин, пов'язаних із випуском та обігом цінних паперів»¹⁸; О. Сохацька вважає, що «фондовий ринок – це сукупність продавців та покупців, що отримуючи інформацію, намагаються передбачити зміни ринкової кон'юнктури і прийняти вірне рішення щодо купівлі або продажу акцій з надією отримати дохід»¹⁹. Також ринок цінних паперів визначається як частина фінансового ринку, що охоплює відносини, пов'язані із цінними паперами²⁰.

Заслужують на увагу також позиції зарубіжних учених. Фондовий ринок різні автори розуміють як:

– інститут або механізм, що пов'язує разом покупців (пред'явників попиту) і продавців (постачальників) таких товарів як цінні папери, фондовий ринок є сегментом як грошового ринку, так і ринку капіталів, а також поняття фондового ринку й ринку цінних паперів збігаються;²¹

– місце продажу та купівлі акцій та облігацій на організованій біржі чи на неорганізованому ринку (термін *security market*);²²

– комплексну систему, що здійснює трансформацію тимчасово вільних коштів, тобто заощаджень, що перебувають у грошовій формі, в інвестиції шляхом організації обороту цінних паперів.²³

Р.Д. Тьюлз, не даючи загального визначення фондового ринку, проводить розмежування між первинним і вторинним ринками.²⁴

Усі ці, часто схожі визначення свідчать, що фондовий ринок є не лише місцем, де здійснюються операції з випуску і купівлі-продажу цінних паперів, та передбачає не тільки низку функцій, пов'язаних з цінними

¹⁸ Шелудько В.М. Фінансовий ринок. – К.: Знання-Прес, 2003. – С. 358.

¹⁹ Сохацька О.М. Інструменти фондового ринку: зарубіжний досвід та практика України. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – С. 12.

²⁰ Мендрул О.Г., Павленко І.А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. – Вид. 2-ге. допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 9.

²¹ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. - М.: Перспектива, 1995. – С. 99.

²² Розенберг Дж. Инвестиции: Терминологический словарь. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 294.

²³ Кещян В.Г. Биржевой рынок: Страницы истории и становления в современных условиях. – М.: РЭА, 1996. – С. 48.

²⁴ Тьюлз Р.Д. Фондовый рынок. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 3-4.

паперами (наприклад, операції зі зберігання, кліринг і розрахунки, регулювання усіх різновидів діяльності з цінними паперами тощо). Він також виконує макроекономічні функції в державі та являє собою складну розгалужену систему учасників і механізм правовідносин.

З метою забезпечення адекватного сприйняття суті суспільних відносин на фондовому ринку доцільно розглянути ринок цінних паперів ще й з правової точки зору, що дозволить надалі характеризувати ринок цінних паперів як систему.

До того ж, в юридичній літературі дотепер увага дослідників в основному зосереджена саме на інструментах обігу на ринку – цінних паперах, осмислення яких відбувалося, як правило, в рамках цивільного права. При цьому часто дослідження обмежувалося вивченням і описом цивільно-правових угод, вчинених із цінними паперами.²⁵

Більш послідовними у визначенні змісту фондового ринку є, на нашу думку, визначення, які дають в своїх роботах В. Клименко і Н. Блага. Перший вважає, що фондовий ринок є економічною категорією, яка «являє собою систему економічних відносин між усіма його учасниками з приводу здійснення повного спектра операцій з довгостроковими цінними паперами по обслуговуванню інвестиційних потреб економіки держави та фінансових потоків»²⁶. Н. Блага визначає фондовий ринок як «механізм ринкових взаємовідносин, де здійснюються операції з середньо- і довготерміновими цінними паперами, при яких відбувається взаємодія фінансового, кредитного та інвестиційного секторів економіки, внаслідок чого динамічно накопичуються та перерозподіляються ринкові ресурси у вигляді потоків грошових резервів між його суб'єктами»²⁷.

Однак характеристика терміна «фондовий ринок» лише з позицій економіки недостатньо. Окремої уваги потребує правовий аспект цього явища,

²⁵ Шершеневич Г.Ф. Учебник торгового права. – М.: СПАРК, 1994. – С. 22–54.

²⁶ Клименко В.В. Фондовий ринок України у контексті фінансової безпеки держави. – К.: КНУДТ, 2003. – С.18.

²⁷ Блага Н.В. Державне регулювання фондового ринку в Україні: дис... канд. екон. наук: 08.02.03 // Львівський ун-т ім. Івана Франка. – Львів, 2005. – С. 12.

адже наведені автори в своїх визначеннях не враховують, що фондовий ринок є і правовою категорією, адже він існує в межах складної багаторівневої системи правового регулювання не тільки з боку держави, а й на рівні міждержавних угод та інституційно-правового регулювання саморегулювальних організацій.

З урахуванням вищезазначених позицій пропонуємо авторське визначення поняття фондового ринку України.

Фондовий ринок України – це врегульована законодавством функціональна система учасників, їх дій та правовідносин щодо емісії, обігу та обліку специфічного товару – цінних паперів та похідних (деривативів), що є об'єктом регулятивного впливу з боку органів державної влади та саморегулювальних організацій і за допомогою якої відбувається взаємодія та взаємопроникнення різних секторів економіки, здійснюється перерозподіл та накопичення фінансових та матеріальних ресурсів, чим забезпечуються інвестиційні потреби, позитивна динаміка та розвиток соціально-економічної бази українського суспільства.

Розглянемо місце фондового ринку в системі економіко-правових відносин. В економіко-правовій літературі запропоновано велику кількість можливих класифікацій існуючих форм взаємовідносин на фінансово-економічному просторі. Часто фондовий ринок (ринок цінних паперів) ототожнюється як з фінансовим ринком загалом²⁸, так і розглядається як вузький сегмент ринку фінансових послуг в якості ринку послуг з торгівлі цінними паперами поряд з такими як ринок інвестиційних послуг, ринок розрахункових послуг, ринок ломбардних послуг тощо²⁹.

В ст. 92 Конституції України визначено, що засади створення і функціонування фінансового, грошового, кредитного та інвестиційного ринків

²⁸ Смолянська О.Ю. Фінансовий ринок. – К., 2005. – С. 31.; *Ивасенко А.Г.*, Никонова Я.И., Павленко В.А. Рынок ценных бумаг. Инструменты и механизмы функционирования. – М.: КНОРУС, 2007. – С. 8.; *Старинський М.В.*, Завальна Ж.В. Правове регулювання відносин у сфері випуску та обігу цінних паперів в Україні. Навчальний посібник. – Суми: ВТД «Університетська книга». – 2007. – С. 57.

²⁹ *Горбач Л.М.*, Каун О.Б. Ринок фінансових послуг. – К.: Кондор, 2006. – С. 22.

встановлюються виключно законами України³⁰. Отже, основним Законом України передбачено одночасне функціонування в якості окремих ринків фінансового, грошового, кредитного та інвестиційного, що не зовсім збігається як з міжнародно визнаною класифікацією, так і з існуючим сегментарним розподілом ринків капіталів в Україні.

Так, відповідно до п. 6 ст. 1 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» до ринків фінансових послуг належать професійні послуги на ринках банківських послуг, страхових послуг, інвестиційних послуг, операцій з цінними паперами та інших видах ринків, що забезпечують обіг фінансових активів³¹.

О.Г. Мендрул та І.А. Павленко вважають, що ринок цінних паперів є сегментом фінансового ринку. Іншими сегментами фінансового ринку поряд з ним є: кредитний ринок, валютний ринок, страховий ринок³².

Науковці Н.С. Кузнєцова та І.Р. Назарчук під фінансовим ринком розуміють сукупність правових відносин грошового характеру, які виникають між його учасниками в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал. Водночас, ринок цінних паперів вони визначають як сукупність відносин цивільно-правового характеру, що опосередковують рух капіталів у формі цінних паперів³³.

Також однією з основних позицій є розгляд фінансового ринку через призму інвестиційного процесу як ринку інвестиційних ресурсів. Б.І. Альохін виділяє у складі фінансового ринку два елементи – ринок банківських позичок та ринок цінних паперів. Ринок цінних паперів та фінансові посередники, що

³⁰ Конституція України від 28 червня 1996 р. // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 30. – Ст. 141.

³¹ Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 1. – Ст. 1.

³² Мендрул О.Г., Павленко І.А. Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. – Вид. 2-ге. допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 8–9.

³³ Кузнєцова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів: правові основи формування та функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – С. 6–8.

надають кредит, становлять два основних сегменти ринку інвестиційних ресурсів. Останні можливо отримати, взявши банківський кредит чи випустивши цінні папери. Кредитний ринок та ринок цінних паперів – два ключові канали, завдяки яким заощадження переливаються в інвестції³⁴.

Подібний розподіл фінансового ринку на дві частини (ринок цінних паперів і ринок банківських позичок) є наслідком поділу капіталу на основний та оборотний. Для обслуговування основного капіталу звичайно використовують інструменти фондового ринку (поряд з довгостроковим кредитом). Оборотний капітал повинен обслуговуватися банківськими позичками (внаслідок його швидкої оборотності)³⁵.

Такої ж позиції дотримується М.Ю. Алексєєв. Визначивши, що фінансовий ринок забезпечує розподіл коштів між учасниками економічних відносин, він поділяє його на ринок банківських позичок і ринок цінних паперів. Останній охоплює кредитні відносини й відносини співволодіння, що реалізуються через випуск спеціальних документів – цінних паперів, які мають власну вартість і можуть продаватися, купуватися й погашатися³⁶.

Такого роду поділ фінансового ринку, на нашу думку, не є беззаперечним, але він дозволяє підійти до розгляду фондового ринку як особливого інвестиційного інституту.

У монографії О.В. Михайлової зазначено, що категорія фінансового ринку має складний, синтетичний характер, та визначено його місце в ринковій системі. «Загальною, родовою характеристикою всіх видів фінансових ринків або навіть ширше всіх ринків капіталів є їхня характеристика як інвестиційного

³⁴ *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – Самара: СамВен, 1992. – С. 33.

³⁵ *Маковецкий М.Ю.* Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм функционирования, современное состояние, перспективы развития. – М.: Анкил, 2003. – С. 103.

³⁶ *Алексеев М.Ю.* Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика. – М.: Экзамен, 2006. – С. 5.

процесу, як процесу кругообігу інвестицій»³⁷. В остаточному підсумку «фінансові ринки являють собою результат генезису первинних форм інвестиційних ринків, його найбільш розвинену, вищу форму», хоча сутність фінансових ринків цим не вичерпується. Фінансові ринки розглядаються О.В. Михайловою як сфера обігу (руху) фінансового капіталу, «який зазнав еволюційних змін у порівнянні із традиційними формами грошового й позичкового капіталів», що виступає як закономірний результат генезису інших форм капіталу та являє собою одну з його еволюційних форм.

Категорія «фінансовий ринок» у трактуванні дослідниці по своєму змістовному наповненню фактично ототожнюється з категорією «фондовий ринок» у розумінні інших дослідників. На наше переконання, подібний підхід до поняття «фінансовий ринок», безсумнівно, має право на існування, але він не оптимальний, оскільки фондовий ринок – важлива складова, але не єдина у системі фінансового ринку.

Наведемо аргументацію для обґрунтування власної позиції з цього питання. Як правило, будь-який ринок відрізняється, передусім, товаром, який на ньому обертається. У випадку з фінансовим ринком – це фінансові інструменти. З цієї точки зору межі достатньо чіткі. Але ринок – це не тільки товари, але і його учасники. Тут вже складніше провести межі. В основному, склад учасників фінансового ринку один і той же: це суб'єкти, у яких є грошові нагромадження (кредитори), суб'єкти, що мають потребу в грошових ресурсах (позичальники) та професійні посередники (інститути), що працюють з інструментами фінансового ринку. Але діяльність посередників пов'язана з тими чи іншими інструментами фінансового ринку різною мірою, в результаті чого їх також можливо було б віднести до складу учасників різних сегментів фінансового ринку. Деякі інститути фінансового ринку, наприклад фондові біржі, депозитарії, розрахунково-клірингові організації, діють виключно на фондовому ринку. Існують істотні відмінності і в механізмах діяльності на

³⁷ Михайлова Е.В. Финансовый рынок в Российской федерации (опыт и проблемы становления). – Санкт-Петербург: Из-во Санкт-Петербургского ун-та экономики и финансов, 1992. – С. 9–10.

різних ділянках фінансового ринку, що також свідчить про правомірність його поділу на сегменти³⁸.

На нашу думку, крім вищевказаних, основними критеріями, які мають бути покладені в основу класифікацій з виділення сегментів фінансового ринку, є зміст економіко-правових відносин як суспільного явища на цьому ринку та спосіб реалізації основної функції фінансового ринку – забезпечення руху фінансових потоків як для перерозподілу фінансових та матеріальних активів у суспільстві, так і постійного обороту грошової маси.

Виходячи з цього, змістовною та такою, що відповідає суті та обсягу економічних процесів, є позиція, яка передбачає існування фондового ринку як складової частини фінансового ринку, поряд з кредитним ринком та валютним ринком³⁹. Це зумовлено як історично існуючими обставинами, так і спільними функціональною роллю та завданнями, що виконують ці сегменти фінансового ринку в суспільстві.

Водночас ряд авторів вважають складовою фінансового ринку також ринок страхування.⁴⁰ З цього приводу зазначимо, що хоча за допомогою страхування здійснюється перерозподіл коштів в суспільстві, за своїм правовим призначенням страхування не є суто інвестиційною чи фінансовою діяльністю, а є видом «цивільно-правових відносин щодо захисту майнових інтересів фізичних осіб та юридичних осіб у разі настання певних подій (страхових випадків), визначених договором страхування або чинним законодавством, за рахунок грошових фондів, що формуються шляхом сплати фізичними особами та юридичними особами страхових платежів (страхових внесків, страхових премій) та доходів від розміщення коштів цих

³⁸ *Полюхович В.І.* Організаційно-правові основи ринку цінних паперів в Україні // *Правова держава* – Київ. – 2005. – С. 334–340.

³⁹ *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок. – К.: Знання-Прес, 2003. – С. 24.

⁴⁰ *Мендрул О.Г., Павленко І.А.* Фондовий ринок: операції з цінними паперами: Навч. посібник. – Вид. 2-ге. допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – С. 9; *Панова Л.В.* Проблеми правового регулювання ринка цінних бумаг в Україні: дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 // *Национальная Академия Украины им. Ярослава Мудрого*. – Х. – 2002. – С. 27.

фондів»⁴¹. Проте грошові внески в сфері страхування можуть мати ознаки інвестицій (наприклад, пенсійне страхування), але не з метою отримання прибутку, а для досягнення соціального ефекту, що відповідає вимогам ст. 1 Закону України «Про інвестиційну діяльність»⁴². В зв'язку з чим є підстави стверджувати, що страховий ринок в окремій частині має ознаки ринку інвестицій, хоча за правовим змістом таким не є. Але в зв'язку з тим, що страховий ринок виконує економічну функцію перерозподілу фінансових активів, його можна вважати сегментом фінансового ринку.

Таким чином, виходячи з вищезазначеного, фондовий ринок в сукупності з кредитним ринком складають ринок інвестицій, який в свою чергу разом з валютним та страховим ринками складає три системні сегменти фінансового ринку⁴³. Об'єктом нашого дослідження є саме фондовий ринок, а тому проаналізуємо зазначені складові фінансового ринку з метою розмежування їх з фондовим для здійснення змістовного виокремлення останнього.

У світовому масштабі найбільш великим сегментом по кількості використовуваних на ньому інструментів є фондовий ринок. За економічним значенням (ролі в мобілізації капіталу, кількості зайнятих у галузі) фондовий ринок майже рівний ринку банківських кредитів, хоча існує залежність від особливостей фінансової системи тієї або іншої країни. Порівнювати між собою ці ринки за кількісними показниками, з огляду на їх структурні відмінності, роль у виробництві та специфіку функціонування, не завжди можливо, а часто недоцільно та некоректно. Крім того, для їхнього виміру використовуються різні показники. В Україні склалась ситуація, коли кредитний ринок є пануючим на ринку інвестицій.

Кредитний ринок як системна складова ринку інвестицій являє собою сукупність правовідносин, що виникають з приводу надання кредитними

⁴¹ *Про страхування*: Закон України від 7 березня 1996 р № 85/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 18. – Ст. 184.

⁴² *Про інвестиційну діяльність*: Закон України від 18 вересня 1991 року № 1560-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 47. – Ст. 646.

⁴³ *Полюхович В.І.* Місце фондового ринку в структурі фінансового ринку України // Підприємництво, господарство і право. – Київ. – 2008. – № 6. – С. 103-105.

установами платних позик, які мають зворотний характер. Особливістю є те, що платні позики надаються без оформлення спеціальних документів, які можуть самостійно продаватися чи погашатися. Ринок кредитів – це існуючий за посередництвом банків механізм відносин між юридичними особами і фізичними особами, які потребують коштів для свого розвитку, з одного боку, та організаціями і громадянами, які можуть надати (позичити) такі кошти – з іншого. Іншими словами, це ринок, на якому формуються попит та пропозиції на середньо- та довгостроковий позиковий капітал.⁴⁴

Цей ринок має кілька головних функцій. До них належать, по-перше, об'єднання дрібних, відокремлених заощаджень населення, державних органів, приватного бізнесу, зарубіжних інвесторів і створення потужних грошових фондів; по-друге, трансформація цих коштів у позиковий капітал, що забезпечує зовнішні джерела фінансування капіталовкладень сфери матеріального виробництва національної економіки; по-третє, надання позик державним органам та населенню для вирішення таких важливих завдань, як покриття державного дефіциту, фінансування житлового будівництва тощо⁴⁵. Таким чином, кредитний ринок у свій спосіб дозволяє здійснювати нагромадження, обіг, розподіл і перерозподіл позикового капіталу між сферами національної економіки без випуску спеціальних документів, які можуть бути інструментом обороту на ринку. Хоча, безумовно, необхідно чітко відрізнити безпосереднє кредитування шляхом видачі кредиту на певний строк на певних умовах від опосередкованого кредитування, в процесі якого здійснюється випуск оборотних цінних паперів (наприклад, векселів), що є предметом обігу на фондовому ринку та відносяться до його сфери. Це свідчить про взаємозв'язок та взаємопроникнення фондового та кредитного ринків, хоча не позбавляє можливості їх розмежування.

⁴⁴ Карельский В.Ф., Гаврилов Р.В. Биржевой словарь: в 2-х т. – М.: Международные отношения, 2000. – Т. 2: Н–Я. – С. 149.

⁴⁵ Дідич О.В. Адміністративно-правовий статус торговців цінним паперами: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 // Одеська національна юридична академія. – О. 2004. – С. 13.

Валютний ринок – система економічних та правових відносин між покупцями, продавцями валюти та державою з приводу купівлі-продажу іноземних валют, банківських металів, платіжних документів та цінних паперів в іноземних валютах, а також здійснення кредитно-депозитних та інших операцій з валютою⁴⁶.

Функції валютного ринку реалізуються переважно в сфері обміну валют, переміщення валютних цінностей через кордон, відносинах між суб'єктами господарювання, державними органами, приватними особами з приводу обороту валютних цінностей в межах України. Вітчизняний валютний ринок відокремлений і жорстко регульований, його функціонування пов'язане із великою кількістю нормативних актів, що стосуються валютного регулювання та валютного контролю, обігу іноземної валюти на території України, основ функціонування міжбанківського валютного ринку. Однією з основних ознак валютного ринку є те, що основні операції здійснюються на валютній біржі, а інструменти, що використовуються, наприклад, засоби фундаментального та технічного аналізу, аналогічні тим, що використовуються на фондовому ринку.

Водночас, слід зазначити, що на розвинутих фінансових ринках валютний ринок (ринок, на якому здійснюється торгівля іноземною валютою) не виділяється окремо як складова фінансового ринку. Це ознака українського фінансового ринку як такого який тільки починає інтегруватися у світовий ринок.

Як слідує з наведеного визначення, В.М. Шелудько відносить до валютного ринку цінні папери, що номіновані в іноземній валюті. Необхідно додати, що Декретом Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» до валютних цінностей віднесені також і вітчизняні «платіжні документи та цінні папери... виражені в валюті України»⁴⁷. Таким чином, можна стверджувати, що валютним

⁴⁶ Шелудько В.М. Фінансовий ринок. – К.: Знання-Прес, 2003. – С. 464.

⁴⁷ Про систему валютного регулювання і валютного контролю: Декрет Кабінету Міністрів

законодавством здійснюється правове регулювання щодо всіх видів цінних паперів у випадку здійснення з ними операцій в якості валютних цінностей.

Критеріями розмежування ринку страхових послуг та фондового ринку є їх мета, суб'єктний склад та зміст професійної діяльності, а також інструменти, що обертаються на цих ринках. З вищевикладеного можна визначити метою страхового ринку захист майнових інтересів фізичних та юридичних осіб у разі настання страхових випадків, в той час як призначенням фондового ринку є забезпечення перерозподілу та накопичення фінансових та матеріальних ресурсів для інвестиційних потреб та розвитку економіки. Також на обох ринках діє різний суб'єктний склад професійних учасників, проте учасниками (непрофесійними) на ринку цінних паперів можуть бути страхові компанії, недержавні пенсійні фонди при розміщенні своїх активів, але це вже є сфера не страхування, а виключно фондового ринку. За змістом діяльності суб'єкти також відрізняються. Якщо на фондовому ринку існує система суб'єктів, взаєпов'язаних «технологією» обороту цінних паперів з чітким розподіленням ролей та функцій, то на ринку страхових послуг в основі є договірні відносини між страхувальником та страховиком з можливим (факультативним) наступним перестраховуванням відповідальності. Розмежування за інструментами зазначених ринків полягає в самій природі інструментів, адже інструменти фондового ринку є предметом обігу на ринку (акції, облігації, векселі, деривативи тощо), в той час як інструменти страхового ринку (договір, правила страхування) не можуть бути предметом обігу, а лише засобом встановлення прав і обов'язків сторін.

Слід уточнити, що автором в цьому дослідженні проаналізовані лише основні критерії розмежування фондового ринку від інших складових фінансового ринку України. Підсумовуючи викладене, зазначимо наступне. Об'єктивний розвиток економічних відносин та їх правового регулювання в Україні доводить, що саме терміном «фінансовий ринок України»

охоплюється сукупність взаємовідносин, пов'язаних із забезпеченням руху фінансових потоків для перерозподілу фінансових та матеріальних активів у суспільстві та постійного обороту грошової маси. Фінансовий ринок України структурно поділяється на ринок інвестицій, страхових послуг та безпосередньо ринок грошей – валютний ринок. Ринок інвестицій, в свою чергу, складається з ринку кредитів та фондового ринку. В зв'язку з тим, що ці дві складові ринку інвестицій є суттєвими за своїм економічним обсягом та існують відносно автономно одна від одної, логічним є виділення в складі фінансового ринку чотирьох основних структурних складових: фондовий ринок, кредитний ринок, страховий та валютний ринки.

Проте, щоб зрозуміти сутність фондового ринку, необхідно визначити його складові частини та взаємозв'язки між ними. Безумовно, таке завдання послідовно виконується автором протягом всієї роботи, але в даному підрозділі воно реалізується з метою визначення меж та суті досліджуваного явища. Для цього необхідним є дослідження та характеристика фондового ринку крізь призму існуючих класифікацій.

В науковому обігу існує широкий ряд класифікацій фондового ринку, що характеризують зміст цього суспільного явища. Розглянемо основні критерії класифікації і відповідні їм види, сегменти фондового ринку. Виділяючи класифікації, що дають змогу з'ясувати зміст, види та сегменти фондового ринку як економіко-правового явища, зазначимо, що, на нашу думку, самі класифікації поділяються на дві основні групи. Перша група – це класифікації, що мають в своїй основі критерії організаційних засад функціонування ринку для виділення його видів, друга – класифікації, в основу яких покладено критерії щодо характеристики інструментів фондового ринку, особливості їх випуску та обігу для виділення його сегментів.

Відповідно, до першої групи відносяться такі класифікації:

1. За сферою дії в межах територіальних кордонів та відповідно умовами емісії та механізмом обігу цінних паперів виділяються такі види фондових ринків:

- світовий (міжнародні);
- національні;
- регіональні;
- місцеві.⁴⁸

2. За наявністю єдиних правил обігу цінних паперів та місця укладення угод:

- біржовий (організований);
- позабіржовий (неорганізований).

До другої групи віднесемо наступні види класифікацій:

1. За формою власності та статусом емітента:

- ринок державних цінних паперів;
- ринок приватних (корпоративних) цінних паперів.

2. За економічними та юридичними відмінностями первісного розміщення і наступного обігу цінних паперів:

- первинний ринок;
- вторинний ринок.

3. За видами цінних паперів як засобу обігу:

- ринок пайових цінних паперів;
- ринок боргових цінних паперів;
- ринок похідних цінних паперів;
- ринок іпотечних цінних паперів.

В літературі існують інші види класифікацій, але вони, як правило, похідні від зазначених і деталізують окремі їх складові.

Коротко розглянемо зміст та охарактеризуємо виділені складові та відповідні характеристики фондового ринку.

⁴⁸ Кузнєцова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів: правові основи формування та функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – С. 6.

Класифікація за територіальною ознакою існує не стільки за прив'язкою до території (адже цінні папери не є нерухомістю, як і інші капітали, і можуть переміщуватись у просторі), скільки за масштабом та значимістю тих чи інших ринків.

Як правило, зустрічаються терміни «міжнародний», «національний» фондові ринки, іноді йдеться про «регіональні» ринки⁴⁹. Загальноприйнятого визначення міжнародних фондових ринків не існує, хоча скоріше єдине визначення не набуло широкого вжитку. Звичайно при їх аналізі розглядається торгівля цінними паперами між нерезидентами, а також фондовими цінностями з номіналами в іноземних валютах. У більш загальному сенсі критерій «міжнародність» ринку полягає в тому, чи відбувається перелив капіталу з країни в країну, з економіки в економіку, чи «перетинають» інвестиційні ресурси національні кордони.

Міжнародний фондовий ринок існує як економічна реальність та відповідно до засобів його правового регулювання шляхом міждержавних угод, багатосторонніх конвенцій, актів міжнародних організацій. Водночас, безпосередньо будь-яка окрема угода з цінним папером здійснюється у межах національних законодавств окремих держав. Вплив на світову кон'юнктуру фондового ринку здійснюється через фінансові центри окремих держав – Нью-Йоркський, Лондонський, Токійський тощо. Всі ці ринки дійсно тісно взаємопов'язані економічно та відповідно до угод їх учасників, а тому зміни на одній біржі, одному національному ринку провокують зміни на іншому. Існування транснаціональних корпорацій, формування світового фінансового ринку – все це дозволяє стверджувати, що міжнародний фондовий ринок існує як єдина горизонтально структурована система.

Поняття національного фондового ринку характеризується трьома основними ознаками. Перша – це сукупність резидентів країни, які здійснюють торгівлю між собою цінними паперами (випущеними як резидентами, так і нерезидентами, з номіналами як в іноземній, так й у

⁴⁹ Солодкий М.О. Біржовий ринок. – К: Джерела М., 2002. – С. 82.

національній валюті). Друга – правове регулювання здійснюється за законодавством країни. Третя ознака – діяльність учасників здійснюється на території окремої держави. За цих умов рух капіталів між країнами на національних ринках не відбувається. В той же час існують інші підходи до характеристики національного ринку. Так, на думку О.В. Дідича, однією з ознак національного ринку є сукупність цінних паперів, що емітуються та обертаються у відповідній державі⁵⁰. Проте вважаємо, що, наприклад, єврооблігації чи глобальні депозитарні розписки, випущені за межами України, можуть бути за певних умов предметом купівлі-продажу між резидентами України, на її території та відповідно до норм чинного законодавства України, а тому ці правовідносини будуть мати місце у сфері національного ринку Української держави. Так, на сьогодні розроблено НКЦПФР та готується до затвердження «Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України»⁵¹. Національний фондовий ринок є вертикально структурованою системою, де держава є як учасником, так і основним регулятором, але загалом у відносинах на ринку основне місце займають саме горизонтальні зв'язки.

Найменш врегульованими є регіональні фондові ринки. Інколи вони можуть замикатись і існувати виключно як національні фондові ринки – у випадку, коли держава забороняє укладати угоди з нерезидентами, або застосовує будь-які інші обмеження. Але, як правило, це внутрішньодержавні ринки, утворення яких зумовлено географічним та економічним факторами. На регіональних ринках виникає відносно замкнутий оборот з постачання і споживання грошових капіталів підприємствами й населенням усередині регіону. «Регіоналізм» властивий, насамперед, нерозвиненим ринкам цінних паперів з поганими комунікаціями, з відсутністю визнаних державою центрів торгівлі цінними паперами. Наприклад, це характерно для Росії, де відносно

⁵⁰ Дідич О.В. Адміністративно-правовий статус торговців цінним паперами: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07. // Одеська національна юридична академія. – О. 2004. – С. 22.

⁵¹ Тевелєв Д. «Потрібно відповідальніше підійти до інтересів фондового ринку як дуже перспективного і необхідного країні, зокрема при залученні ресурсів» // Урядовий кур'єр. – 14 жовтня 2011 р. – № 190. – С. 7.

відособленими є центральний, уральський, поволзький, північний, сибірський і далекосхідний ринки цінних паперів, виділяється північнокавказький ринок⁵². В Україні існує багато паперів, які використовуються всередині того чи іншого регіону. Як правило, такі цінні папери емітуються органами місцевого самоврядування і використовуються для погашення заборгованості перед місцевими бюджетами. Проте їх регіональний характер пов'язаний, за звичай, тільки з відсутністю інтересу до цих паперів у інвесторів з інших регіонів. Цінні папери, що уособлюють в собі капітал економічно потужних підприємств або мають високий рівень ліквідності, є предметом інтересу інвесторів як на національному, так і на міжнародному ринках.

Щодо місцевих цінних паперів, то їх правовий зміст в цілому аналогічний регіональним цінним паперам, з тією відмінністю, що вони обертаються в межах однієї адміністративно-територіальної одиниці.

Наведене свідчить, що певним видам фондового ринку, виділення яких пов'язано з територіальними ознаками, відповідають певні форми та суб'єкти їх регулювання. В той же час, як правило, територіальні рамки не є обмеженням для руху високоліквідних цінних паперів. Так, малі підприємства не мають можливості проводити емісію облігацій для залучення обігових коштів, вони використовують банківську позичку або здійснюють розрахунки за допомогою векселів. Акції ж відкритих акціонерних товариств обертаються здебільшого не на регіональному, а на національному фондовому ринку. З іншого боку, для того, щоб акції вийшли на міжнародний ринок, вони повинні відповідати цілому ряду критеріїв для проходження лістингу на провідних біржах світу, а тому, як правило, випускаються лише економічно могутніми суб'єктами.

Таким чином, на регіональних ринках обертаються переважно муніципальні цінні папери, емітовані для вирішення внутрішніх завдань регіону, які не приносять доходи, які б зацікавили зовнішніх інвесторів. Цінні

⁵² Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 111.

папери великих адміністративно-територіальних одиниць можуть переходити на національний рівень. Національний ринок служить для обороту акцій компаній та державних цінних паперів. На міжнародному ринку обертаються облігації державних позик, акції великих корпорацій.

Класифікація за наявністю єдиних правил обігу цінних паперів та місцем укладення угод передбачає традиційний поділ фондового ринку на біржовий та позабіржовий, який раніше завжди збігався, відповідно, з організованим та неорганізованим ринками. Біржовий ринок вичерпується за своїм змістом поняттям фондової біржі як особливого інституційно організованого ринку, на якому за правилами біржі обертаються цінні папери найбільш високої якості та операції, на якому здійснюють ліцензовані професійні учасники⁵³. Позабіржовий – неорганізований ринок, його називають «вуличним», торгівля на ньому здійснюється поза біржовими установами, відповідно, без дотримання офіційних правил і норм, а тому всі ризики приймають на себе безпосередні учасники угоди. На таку діяльність фактично не поширюються норми спеціального законодавства про ринок цінних паперів, а відносини регулюються за правилами цивільного законодавства. Ряд авторів безпосередньо позабіржовий ринок поділяють на організований та неорганізований, де до організованого відносять централізовані торги, що здійснюються в комп'ютерній мережі цінними паперами, що не пройшли лістинг. До неорганізованого відносять стихійну торгівлю між продавцем і покупцем без будь-якої фіксації інформації⁵⁴. На нашу думку, організованим ринком може вважатися лише врегульований та гарантований нормами законодавства процес здійснення торгівлі цінними паперами, а тому він збігається з біржовим ринком (включаючи зареєстровані електронні торговельні

⁵³ *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С.118.

⁵⁴ *Маренков Н.Л.* Ценные бумаги. – Ростов-на-Дону.: Феникс, 2003. – С. 7.

системи). Вся інша торгівля відноситься до неорганізованої та, відповідно, позабіржової сфери⁵⁵.

Фондові біржі – це організовані ринки акцій та похідних цінних паперів. Вторинні облігаційні ринки, обіг інших боргових інструментів, а також акцій компаній, що не задовольняють вимогам лістингу фондових бірж, – все це великою мірою входить у сферу позабіржового обороту.

З появою електронних торговельних систем, наприклад NASDAQ у США, згодом РТС в Росії та ПФТС в Україні, почала, на перший погляд, зникати межа між біржовим та позабіржовим ринками, а відповідна класифікація стала достатньо умовною. Адже традиційна торгівля «в ямі», тобто, коли брокери особисто, з голосу проводять торги, почала витіснятись електронними торгами, в тому числі в мережі Інтернет, відповідно, почала втрачатись необхідність в окремих традиційних інституціях біржової торгівлі, бо вони потребували корінних змін. Водночас, електронна торгівля почала розвиватись на позабіржовому ринку, який відносно стихійно виникає та відрізняється від біржового більшою демократичністю допуску до нього емітентів та інвесторів. Але електронні торговельні системи почали ставати достатньо організованими і з плином часу самі почали легалізуватись на державному рівні та складають у розвинутих країнах частину біржового ринку. Так, створена в США в 1980-х р. позабіржова електронна система NASDAQ, яка стала реально другою за обсягами біржею Америки, лише в 2006 році отримала від Комісії з цінних паперів і бірж США ліцензію фондової біржі⁵⁶.

У Сполучених Штатах Америки традиційно прийнято виділяти чотири рівні (сектори) фондовому ринку: перший ринок – біржовий ринок (stock exchanges), другий ринок – позабіржовий (ОТС – over the counter market), третій ринок – позабіржова торгівля цінними паперами, що мають лістинг на

⁵⁵ *Полюхович В.І.* Характеристика фондового ринку через призму його класифікації за критеріями організаційних засад функціонування // Держава і право. – Київ. – 2008. – № 39. – С. 295–299.

⁵⁶ *Рубцов Б.Б.* Современные финансовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс. – 2007. – С. 197.

біржах, четвертий ринок – торгівля безпосередньо між інституційними інвесторами.

Наведене дає підстави для висновку про те, що позабіржова торгівля існувала і буде існувати завжди, але вона буде відносно неорганізованою, бо, як тільки така торгівля набуває ознак системності, регулярності, вона невідворотно потребуватиме чіткого організаційно-правового регулювання, забезпечення заходів безпеки щодо учасників, а як наслідок – вимагатиме впорядкованого нормами закону та гарантованого засобами державного контролю процесу укладення та реалізації угод з цінними паперами.

Перейдемо до розгляду другої групи класифікацій фондового ринку, пов'язаної з обігом інструментів на ньому.

Здійснення класифікації шляхом поділу фондового ринку за формою власності та статусом емітента на ринок державних цінних паперів та ринок приватних (корпоративних) цінних паперів має відносно загальний характер, проте є суттєвим, адже в його основу покладено ознаку поділу емітентів за ознакою наявності у них владних повноважень на ринку загалом. Адже держава виступає як в якості учасника фондового ринку, в даному випадку – емітента, так і його регулятора, що встановлює нормативні правила поведінки, здійснює контроль за діяльністю на ринку. При здійсненні цієї класифікації до сфери ринку державних цінних паперів традиційно відносять папери, випущені суб'єктами місцевого самоврядування, хоча згідно з чинним законодавством вони не відносяться до органів державної влади, проте мають владні повноваження в межах відповідних територій.⁵⁷ Іншими словами, можна було б визначити даний вид ринку як ринок цінних паперів, емітованих владними суб'єктами.

Загалом ринок державних цінних паперів можна визначити як ринок, що має своїми інструментами папери, емітовані носіями реального політичного суверенітету. Пріоритет політичного суверенітету є суттєвою складовою поведінки на ринку, тому що наявність у учасника тільки економічного

⁵⁷ Шелудько В.М. Фінансовий ринок. – К.: Знання-Прес, 2003. – С. 65.

суверенітету залишає можливість для носія суверенітету політичного впливати на такого емітента неекономічними засобами та примусити діяти на ринку в своїх інтересах⁵⁸. Адже для погашення боргових цінних паперів держава може використати грошову емісію, відстрочити або розстрочити погашення. В історії відомі непоодинокі випадки відмови держави від виплати боргу без об'яви банкрутства.

Друга складова цієї класифікації – ринок приватних цінних паперів найчастіше ототожнюється з акціями та облігаціями, випущеними юридичними особами, та має в літературі усталену назву – ринок корпоративних цінних паперів. Емітентами цінних паперів, на відміну від інвесторів, у світовій практиці є, як правило, лише юридичні особи. Згідно з нормами українського законодавства виключно юридичні особи (а не фізичні) можуть виступати емітентами на фондовому ринку, що закріплено в ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Використання конструкції «ринок корпоративних цінних паперів» є загальноживаним, виходячи з американської практики. Український законодавець згідно з пунктом 3 ст. 120 ГК України визначає корпорацію як договірне об'єднання⁵⁹. Водночас, багато дослідників виступають проти прямого калькування американського досвіду і ототожнення термінологічної бази, наголошуючи на тому, що повинен бути прямий правовий зв'язок між емісією акцій та правовим статусом особи з урахуванням вимог національного законодавства⁶⁰. Так, відповідно до американського права термін «corporation» використовується стосовно акціонерних товариств, хоча єдиний федеральний закон, в якому була дана характеристика корпорацій та емісії ними цінних паперів, відсутній. Існують закони окремих штатів, відповідно до яких не завжди корпорації мають статус юридичної особи, хоча вони мають право на випуск акцій, облігацій. Це зумовлено тим, що закони

⁵⁸ Ческидов Б.М. Рынок ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2001. – С. 22.

⁵⁹ *Господарський кодекс України*: Закон України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 18–22. – Ст. 144.

⁶⁰ Баталер У., Гаши-Батлер М. Корпорации и ценные бумаги по праву России и США. – М.: Зерцало, 1997. – С. 128.

створені так, що статут корпорації є більш важливим документом, ніж закон. Положення закону застосовуються у тому випадку, якщо інше не передбачене статутом. Фраза «якщо інше не написано в статуті» упереджує практично всі розділи законів про корпорації⁶¹.

В залежності від часу та способу, за яким цінні папери з'являються на ринку, а саме відповідно до економіко-правових особливостей первісного розміщення і наступного обігу цінних паперів, фондовий ринок розподіляють на первинний та вторинний.

Первинний ринок – це перша стадія процесу реалізації цінних паперів та їх повторної емісії; перша поява цінного паперу на ринку, де здійснюється його продаж його першим власникам, розміщення між інвесторами. При цьому емітент гарантує інвесторам певні права власності на дохід від цінних паперів, отримуючи взамін кошти для інвестицій. Основним завданням первинного ринку є залучення емітентом інвестицій з умовою мінімізації ризику для інвесторів.

На жаль, в суспільстві існує хибна думка про фондовий ринок як осередок виключно спекулятивної гри. Однак, на ділі спекуляція на ринку відіграє похідну та неосновну роль. Основне призначення ринку – звести продавців і покупців специфічного товару – цінних паперів, забезпечити, відповідно, вільний і швидкий перелив капіталів у найбільш ефективні сфери діяльності. Отже, стрижень ринку цінних паперів – не спекуляція, а торгівля, просування і реалізація товару «цінні папери». Відповідно, найважливіша риса первинного ринку – це повне розкриття інформації для інвесторів, що дозволяє зробити обґрунтований вибір цінного папера для вкладення коштів. Розкриттю інформації підпорядковано все, що відбувається на первинному ринку: підготовка проспекту емісії, його реєстрація і контроль державними органами з позицій повноти представлених даних, публікація проспекту й підсумків підписки тощо.

У свою чергу, на первинному ринку розрізняють два види розміщення

⁶¹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002. – С. 275.

цінних паперів – публічне та приватне. Основним у світовій практиці є публічне розміщення, що передбачає відчуження шляхом звернення до заздалегідь не визначеної кількості осіб. Для здійснення публічного розміщення відповідних інструментів емітент має задовольняти досить жорсткі вимоги щодо показників фінансово-господарської діяльності і повністю виконувати вимоги державного регулятора ринку – НКЦПФР – щодо проведення емісії та розміщення цінних паперів на ринку. Часто національне законодавство країн не передбачає окремої процедури для приватного розміщення, що передбачає розміщення цінних паперів шляхом безпосередньої пропозиції заздалегідь визначеному колу осіб, але існують чіткі обмеження для здійснення такої емісії. В законодавстві окремих країн обумовлюються випадки, коли емітент може не проходити процедуру публічного розміщення. Так, в США передбачено можливість випуску цінних паперів для обміну на вже існуючі в межах відомої групи власників при дотриманні обмежень вартості випуску (не більше 1,5 млн. дол. США) та кількості інвесторів (до 35). В Японії поняття приватного розміщення не використовується, але разом з цим виділяються такі форми первинної емісії, що не відносяться до публічного розміщення: пропозиція цінних паперів відібраним особам (директорату, працівникам компанії тощо); пропозиція підписних прав на нові акції акціонерам компанії⁶².

В Україні детально врегульовані порядок та етапи здійснення як публічного, так і приватного розміщення цінних паперів, що є об'єктом реєстрації та контролю Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. До того ж, приватне розміщення має обов'язковий характер, адже відповідно до ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» перше розміщення акцій відкритого акціонерного товариства є виключно закритим (приватним) серед засновників.

Вторинний ринок – це обіг цінних паперів, а саме – сукупність всіх

⁶² *Сохацька О.М.* Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти: Монографія. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – С. 42.

операцій з купівлі-продажу чи інших форм переходу цінного паперу від одного власника до іншого протягом всього періоду існування цінного паперу. При цьому має місце регулювання ринкових цін, стихійно та постійно змінюється кон'юктура на ринку.

Основним завданням вторинного ринку є забезпечення можливості перерозподілу фінансових ресурсів, створення умов для швидкої реалізації власниками і набуття інвесторами цінних паперів за найкращою ціною.⁶³

Найважливіша риса вторинного ринку – це його ліквідність. Ліквідність ринку – це можливість швидко реалізувати цінні папери за реальною ціною, здатність ринку поглинати значні обсяги цінних паперів у короткий час при невеликих коливаннях курсів і при низьких витратах на реалізацію. Сам механізм торгівлі на вторинному ринку налаштований на підтримку стабільного ринку та на обмеження спекуляції.

Отже, класифікація фондового ринку шляхом поділу на первинний та вторинний відбиває не тільки формальні етапи обігу цінних паперів та відповідні їм сфери правового регулювання, а й різні за економічним змістом функції, які виконують такі ринки: залучення в економіку нових інвестицій (первинний) та забезпечення обороту активів, живучості фондового ринку (вторинний).

Найпоширенішою є класифікація фондового ринку шляхом виділення його складових за видами інструментів, що обертаються на ньому. В цій класифікації відносно складним є вибір критерію, адже можна здійснювати розгляд як за групами інструментів, так і за кожним видом окремо. Необхідно з'ясувати критерій виокремлення групи, а також правил, що покладаються в основу такого критерію. За багатьма критеріями класифікації цінних паперів – за терміном, за номінальною вартістю, за видами інвесторів, за емітентами, за підвидами (прості та привілейовані акції, наприклад), за формою обігу (готівкова та безготівкова), за пріоритетністю задоволення

⁶³ *Кравченко Ю.* Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах: Учебное пособие. – К.: Ника-Центр, 2005. – С. 253.

зобов'язань – можуть виділятися відповідні ринки, що мають свої особливості, техніки, свої інвестиційні інститути, які діють переважно на такому ринку, інформаційне забезпечення тощо. Але загальноприйнята світова практика передбачає поділ цінних паперів та відповідних їм ринків на три групи: боргові, пайові та похідні цінні папери⁶⁴. Це зумовлено двома факторами.

Перший полягає у відбитті представленою класифікацією основної правової особливості цінного паперу як інструменту, що засвідчує право власності, а відповідно, фіксує два протилежні статуси: власника (кредитора) та боржника. Таким чином, відповідно використовується і критерій класифікації відносно предмета власності і здійснюється поділ фондових ринків на пайові та боргові. По-друге, виділення похідних цінних паперів зумовлено їх особливим правовим змістом та статусом, пов'язаним із фактором часу – виконанням угоди в майбутньому з фіксацією її базових умов на момент укладення. За своєю правовою суттю похідні цінні папери не є цінними паперами в класичному розумінні, адже це, перш за все, взаємні угоди про купівлю-продаж певного активу. Але їх значення та обсяги обігу на фондовому ринку в останні півстоліття стали надзвичайно високими. Можна зазначити, що, якщо класичні цінні папери – боргові та пайові –призначені для фіксації певних майнових правовідносин та відіграють, перш за все, правову роль, так би мовити, відбивають статику ринку, то похідні цінні папери служать для забезпечення безпосередньої господарської діяльності та уособлюють великою мірою економічну роль – динаміку фондового ринку⁶⁵. А тому, класифікація фондового ринку шляхом його поділу на пайовий, борговий та похідний є найбільш змістовною та всеохоплюючою саме з позиції економіко-правового змісту та віддзеркалення обсягів ринку.

⁶⁴ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): Монографія / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 48.

⁶⁵ Семенкова Е.В. Ценные бумаги в системе финансовых потоков / Семенкова Е.В. — М.: Изд-во Рос. экон. акад. — 1998. — С. 56.

Для з'ясування можливості виділення відповідних складових фондового ринку України звернемося до класифікацій, закріплених у вітчизняному законодавстві.

Так, в ст. 98 ЦК України⁶⁶ закріплено, крім зазначених вище пайових, боргових та похідних цінних паперів, також і групу товаророзпорядчих цінних паперів, які надають їхньому держателю право розпоряджатися майном, вказаним у цих документах.

В ст. 163 ГК України законодавець себе не обтяжував новітніми класифікаціями і вказав, що в Україні можуть випускатися пайові, боргові та інші види цінних паперів, після чого було надано їх перелік.

Найбільш системно здійснено класифікацію Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок», де виділено, крім передбачених Цивільним кодексом чотирьох видів ще й іпотечні та приватизаційні.

Отже, чинним законодавством України класифіковано весь обсяг існуючих цінних паперів, які розподілено на шість груп шляхом виділення пайових, боргових, іпотечних, приватизаційних, похідних, товаророзпорядчих цінних паперів. Та чи можна стверджувати, що й на фондовому ринку України можна виділяти відповідні цим видам інструментів сегменти ринку? Іншими словами, чи всі з перерахованих цінних паперів є засобом вільного обігу і можуть бути предметом купівлі-продажу? Безперечно, будь-який цінний папір має відповідати ряду вимог законодавства до його випуску. Але, щоб вести мову про сегмент фондового ринку, на нашу думку, необхідно, щоб такий інструмент був предметом вільного обігу, попиту та пропозиції та, відповідно, мав постійний оборот.

Щодо пайових, боргових та похідних цінних паперів відсутні сумніви щодо їх повноцінної ролі як предмета обігу на ринку, адже вся світова система фондових операцій побудована на обороті цих видів інструментів, про що і вказано вище. Стосовно інших трьох видів, визначених українським

⁶⁶ *Цивільний кодекс України: Закон України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.*

законодавством, необхідно зазначити, що не всі вони є предметом вільного обігу, а тому і класифікувати відповідні їм сегменти фондового ринку дещо складно.

Безумовно, формально юридично можливо було б стверджувати, що якщо відповідні види цінних паперів визначені в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», то вони є предметом обігу на ринку, і форми обігу можуть бути різноманітні. Проте чинним законодавством в ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що «обіг цінних паперів – вчинення правочинів, пов'язаних з переходом прав власності на цінні папери і прав за цінними паперами, за винятком договорів, що укладаються під час розміщення цінних паперів». У зв'язку з цим випуск та розміщення цінних паперів не відносяться до обігу, відповідно не можуть складати повноцінні сегменти фондового ринку.

Серед вищезазначених груп інструментів – приватизаційних, іпотечних та товаророзпорядчих цінних паперів – в якості предмета обігу можна виділити лише іпотечні цінні папери, яким законодавець надав весь спектр необхідних для вільного обігу складових. Наприклад, відповідний правовий статус надано іпотечним сертифікатам згідно з нормами Закону України «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати».⁶⁷

Стосовно приватизаційних паперів існують обмеження. Так, вони можуть бути лише іменними та відповідно до ст. 5 Закону України «Про приватизаційні папери» вільному обігу не підлягають, а їх продаж або відчуження іншим способом, крім цільового використання, не допускається⁶⁸. Приватизаційні папери не можуть бути використані для здійснення розрахунків, а також як застава для забезпечення платежів або кредитів. Угоди, укладені з використанням приватизаційних паперів для

⁶⁷ Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати: Закон України 19 червня 2003 року № 979-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 1. – Ст. 1.

⁶⁸ Про приватизаційні папери: Закон України від 6 березня 1992 р. № 2173-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 24. – Ст. 352.

цілей, не передбачених вказаним законом та не пов'язаних з приватизацією, визнаються недійсними. Обіг приватизаційних паперів проводиться лише шляхом обміну приватизаційних паперів на паї, акції. Тому, хоча приватизаційні цінні папери є елементом фондового ринку, але виділяти їх в якості сегмента ринку, предмета обігу на ньому неможливо.

Дещо інша ситуація склалась щодо товаророзпорядчих документів. Найбільш відомими з них є коносаменти (річкові, морські накладні) – документи, що регулюють правовідносини між відправником, перевізником та одержувачем транспортних засобів і товарів, свідчать про прийняття перевізником транспортних засобів і товарів, відомості про які наведено в коносаменті, річковій накладній, і є документами, що підтверджують наявність і зміст договору перевезення водним транспортним засобом. Відповідно до ст. 140 Кодексу торговельного мореплавства України коносамент може передаватися іншій особі: іменний коносамент – з дотриманням правил, установлених для передачі боргової вимоги, ордерний коносамент – за іменними або бланковими передаточними написами, а коносамент на пред'явника – шляхом простого вручення⁶⁹. Як бачимо, ці документи мають ознаки майнових вимог боргового характеру і фактично та юридично можуть бути засобом обігу на фондовому ринку. Проте в реальному житті коносаменти не були засвоєні як цінні папери в якості предмета обігу на ринку, а тому і відповідний їм сегмент фондового ринку відсутній. Аналогічна ситуація склалась з іншими видами товаророзпорядчих документів.

Таким чином, здійснена класифікація фондового ринку за інструментами обігу свідчить про існування груп видів цінних паперів, які мають різний правовий зміст, та в силу як правових, так і економічних причин не всі є предметами обігу. Неможливо формально виділяти сегменти фондового ринку відповідно до зазначених видів цінних паперів.

⁶⁹ Кодекс торговельного мореплавства України: Закон України від 23 травня 1995 р. № 176/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1995. – № 47–52. – Ст. 349.

Разом із пайовими, борговими та похідними цінними паперами повноцінну роль як обігового інструменту на ринку відіграють іпотечні цінні папери, які, на нашу думку, складають відповідний повноцінний сегмент фондового ринку. Отже, можемо стверджувати, що здійснений аналіз свідчить про існування в Україні чотирьох основних сегментів ринку цінних паперів, класифікованих за інструментами обігу⁷⁰.

Наведені види класифікацій фондового ринку шляхом виокремлення двох груп – відповідно до організаційних засад функціонування ринку та особливостей обігу інструментів на ньому – надають можливості для наступного комплексного аналізу взаємовідносин, що створюють систему фондового ринку, з'ясування ролі окремих складових та суб'єктів ринку, оптимізації самої системи, її структурних зв'язків.

У даному підрозділі нами розглянуто загальні риси та з'ясовано окремі змістовні характеристики такої економіко-правової категорії, як фондовий ринок України, що є актуальними на сьогодні.

Проте для здійснення ґрунтовного дослідження державного регулювання фондового ринку доцільно розглянути правовий зміст цього поняття, про що мова піде в наступному підрозділі.

1.2. Поняття державного регулювання фондового ринку

Термінологічна визначеність наукового дослідження дає змогу охопити коло найбільш загальних теоретичних проблем, що розкривають специфіку предмета наукового дослідження, на основі чого здійснюється вирішення конкретних практичних завдань. Варто зазначити, що наукова термінологія – це свого роду «регулятор», що впорядковує теоретичну систему та у такий спосіб визначає логіку наукового мислення. Від ступеня розробленості термінологічних аспектів науки залежить рівень її розвитку в цілому.

⁷⁰ *Полюхович В.І.* Особливості дослідження фондового ринку через призму його класифікації за критеріями характеристики інструментів обігу // *Юридична Україна* – Київ. – 2008. – № 4. – С. 67–71.

Напроти, ігнорування термінологічних проблем стає головною перешкодою на шляху проникнення в сутність досліджуваного явища, у результаті чого страждає і сама практика.

Аналіз термінологічних основ науки пов'язаний з високим ступенем абстракції. У зв'язку з цим найважливішою методологічною проблемою дослідження господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку України є розробка понятійного апарата, що являє собою конкретизацію загальнофілософських положень стосовно такого предмета. «Кожна галузь науки оперує поняттями, категоріями, визначеннями, що відрізняє її від повсякденного мислення. Кожне поняття, категорія або визначення, по-перше, має свій особливий зміст, відображає те або інше явище, подію, дійсні процеси, по-друге, конкретизує цю дійсність, по-третє, стає носієм тієї або іншої інформації. Категорії, поняття, визначення – це продукт еволюції людського знання про ті або інші явища, процеси, закономірності»⁷¹.

На жаль, навіть у дисертаційних роботах з юридичних спеціальностей та державного управління понятійному апарату державного регулювання економіки та, зокрема, фондового ринку не завжди приділяється належна увага.⁷² Зазначимо, що відсутність загальноприйнятого понятійного апарата, різночитання та розбіжності у тлумаченні категоріального «інструментарію», що відображає суть проблеми, є одним із серйозних факторів, що стримують розвиток науки і гальмують її практику та ефективність.

⁷¹ Злупко С.М., Радецький Й.І. Людський потенціал, зайнятість і соціальний захист населення в Україні: Навч. посібник. – Львів: Видавничий центр ЛНУ ім. Івана Франка, 2001. – С. 5.

⁷² Рябченко О.П. Державне управління економікою України (адміністративно-правовий аспект): дис... д-ра юрид. наук: 12.00.07 // Університет внутрішніх справ. — Х., 2000. – 466 с.; Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг в Украине: дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 // Национальная Академия Украины им. Ярослава Мудрого. – Х., 2002. – 211 с.; Ровинський Ю.О. Організаційно-правове регулювання діяльності учасників фондового ринку України: дис... канд. наук з держ. управління: 25.00.02 // Одеський регіональний інститут держ. управління Національної академії держ. управління при Президентові України. — О., 2005. – 177 с.; Демчак Р.Є. Державне регулювання розвитку фондового ринку в Україні: дис... канд. наук з держ. упр.: 25.00.02 // Національна академія держ. управління при Президентові України. — К., 2005. – 196 с.

Будемо науково коректні в розумінні того факту, що понятійний апарат дослідження державного регулювання фондового ринку є похідним від апарата дослідження державного регулювання економіки, а тому на нього поширюється відповідна термінологія з урахуванням специфіки предмета.

Актуальність упорядкування понятійного апарата державного регулювання фондового ринку зумовлена, насамперед, практикою. Так, в багатьох дисертаційних роботах з економічних та юридичних спеціальностей⁷³ ставилось завдання сформулювати як «національну модель фондового ринку», так і «національну модель державного регулювання фондового ринку». Безумовно, зміст цих моделей включає конкретні форми всього арсеналу перерахованих понять. А тому необхідно мати уяву про них, без чого неможливо їх ефективне використання, а також удосконалення існуючої національної моделі державного регулювання фондового ринку України з відповідним господарсько-правовим механізмом.

Дослідження сутності та призначення державного регулювання фондового ринку зумовлюється його роллю в економіці України, що спрямована на забезпечення фундаментальних суспільних благ, таких як законність, право власності, обіг фінансових інструментів та майнових цінностей тощо. Все це зумовлює необхідність здійснення державою регулювання фондового ринку таким чином, щоб воно відповідало якісно новим явищам, структурним зрушенням в економіці України, сприяло

⁷³ *Мозговий О.М.* Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація): дис... д-ра екон. наук: 08.04.01 // Київський національний економічний ун-т. — К., 1999. — 360 с.; *Шкодін І.В.* Формування національної моделі фондового ринку в перехідній економіці інверсійного типу: дис... канд. екон. наук: 08.01.01 // Харківська держ. академія культури. — Х., 2000. — 192 с.; *Андрущенко І.Г.* Державний контроль діяльності учасників фондового ринку України (організаційно-правовий аспект): дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 // Національна академія внутрішніх справ України. — К., 2004. — 220 с.; *Баторшина А.Ф.* Формування моделі ринку цінних паперів в трансформаційних економіках: дис... канд. екон. наук: 08.00.02 // Державний вищий навчальний заклад «Київський національний економічний ун-т ім. Вадима Гетьмана». — К., 2007. — 197 с.

розвитку його у напрямку переходу до ринково-регульованої економіки, цивілізованих ринкових відносин⁷⁴.

Своєрідність сучасного рівня наукових знань про державне регулювання фондового ринку полягає у відсутності єдиної, загальноприйнятої теоретичної концепції його державного регулювання. Питання державного регулювання фондового ринку досліджується представниками різних суспільних наук: економіки, юридичної науки тощо. За останні роки вчені-юристи постійно приділяють увагу різним аспектів теорії державного регулювання економіки України загалом та підприємницької діяльності зокрема⁷⁵.

Це дозволяє детально простежити історію становлення і розвитку проблеми державного регулювання і регуляторної діяльності окремих державних органів, що створює сприятливі можливості для подальшого теоретичного осмислення і більш оптимального моделювання понятійного апарата дослідження в цілому і його специфічних аспектів зокрема, які виявляються в юридичній природі державного регулювання як специфічного виду організаційно-господарської діяльності органів державної влади.

Термін «державне регулювання» став широко вживаним, починаючи з середини 90-х років минулого століття, та в багатьох випадках фактично прийшов на зміну терміну «державне управління». Вперше цей термін почали вживати вчені у дослідженнях, присвячених втручанням держави у ринкову

⁷⁴ *Мамутов В.К.* Предприятие и вышестоящий хозяйственный орган: монография / В.К. Мамутов. — 2-е изд., доп. — Донецк: Каштан, 2010. — С. 124.; *Койчев Н.* Государственное управление при переходе от планового хозяйства к рыночному. // Проблемы теории и практики управления. — 1998. — № 1. — С. 2–5.

⁷⁵ *Андрощук Г.О., Алексеев В.М., Безух О.В., Беляневич О.А., Задорожна Н.В., Кузьменко О.В.* Актуальні проблеми правового регулювання розвитку підприємницької діяльності в Україні: монографія: / АПрН України; НДІ приватного права і підприємництва / Н.М. Мироненко (ред.). — К.; Т.: Підручники і посібники, 2008. — 368 с.; *Антоненко Л.О., Шиян Н.І.* Державне регулювання економіки: методологічні та організаційно-правові аспекти: Лекція / Харківський держ. аграрний ун-т ім. В.В. Докучаєва. — Х., 2009. — 38 с.; *Добровольська В.В.* Правові засади державного регулювання підприємницької діяльності в Україні: дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Одеська національна юридична академія. — О., 2007. — 225 с.; *Ластовецький А.С.* Організаційно-правові засади державного регулювання підприємницької діяльності в Україні: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Академія держ. податкової служби України. — Ірпінь, 2002. — 234 с.

економіку, де застосування терміна «управління» фактично та юридично не відповідало змісту регулюючого впливу. Таким чином підкреслювали особливість цього явища в ринковій економіці та відмінність його від існуючого в радянському суспільстві державного управління економікою⁷⁶. Цей термін набув вжитку і у нормативно-правових актах, у тому числі в законах. Але, застосовуючи це поняття, автори вкладають в нього не завжди однаковий правовий зміст.

Визначення сутності понять «державне регулювання» загалом та «державне регулювання фондового ринку» зокрема має надзвичайно важливе теоретичне і практичне значення. Важливість його визначення в науковому аспекті зумовлюється тим, що його розв'язання дозволяє з'ясувати правову сутність державного регулювання, відмежувати державне регулювання від таких понять як державне управління, правове регулювання, державний вплив, втручання тощо. Важливість розв'язання цієї проблеми у прикладному аспекті забезпечується тим, що, по-перше, використання того чи іншого терміна у правовому значенні передбачає наявність його нормативного змісту; а, по-друге, проблема визначення цього поняття безпосереднім чином пов'язана з проблемою дослідження фондового ринку, розробкою стратегії та тактики підвищення його суспільної ефективності.

Безпосередньо термін «державне регулювання» широко вживається на побутовому та офіційному рівнях, в юридичній та економічній літературі, а тому велика диверсифікація цього явища, різноманітність його проявів та форм суттєво ускладнює можливість його однозначного визначення.

Проте, незважаючи на зазначені обставини, вбачається можливим наблизитися до загального визначення поняття «державне регулювання», виділивши його ознаки, сформулювавши правову сутність і, тим самим, виокремити серед інших соціальних явищ. Це допоможе подолати існуючу певну аморфність цього поняття, що перешкоджає як дослідженню такого

⁷⁶ Мамутов В.К. Сближение современных систем правового регулирования хозяйственной деятельности. //Государство и право. – 1999. – №1. – С. 17–19.

явища як державне регулювання фондового ринку, так і системному підвищенню соціальної ефективності цього явища.

Розпочати цей процес варто зі звернення до етимології самого слова «регулювання». Слово «регулювання» походить від латинського слова «regulo», що має значення «улаштовую, упорядковую»⁷⁷. Тлумачний словник В.І. Даля визначає дієслово «регулювати» як: «зрівнювати (хід, рух), розміряти, встановлювати в порядку»⁷⁸. Схоже тлумачення поняттю «регулювати» дає С.І. Ожегов. «Регулювати – направляти розвиток, рух чого-небудь з метою упорядкувати, систематизувати»⁷⁹. Словник синонімів української мови надає синонім слову «регулювати» як «налагоджувати» (створювати умови для нормальної діяльності, функціонування чого-небудь)⁸⁰.

Як бачимо, ці визначення мають загальну ознаку – всі вони пояснюють цей процес як діяльність з упорядкування певних явищ, галузей, руху тощо.

Доречним є дослідження поглядів науковців, які стосуються поняття «державне регулювання».

Широке розуміння поняття «регулювання» у своїй праці дає Й.С. Завадський. Регулювання, на його думку, розуміють як різновид автоматичного управління, автоматичне підтримання сталості характеристик керованого об'єкта. Регулювання виникає внаслідок того, що під впливом ряду стимулюючих факторів в існуючу керовану систему вносяться зміни. Тобто, регулювання – це корегування характеру діяльності об'єкта, включення в кожен даний момент такої програми управління, яка б забезпечувала протидію системи впливам, котрі відхиляють її від гомеостатичного стану (сталого та оптимального, або рівноважного функціонування системи в мінливому соціальному середовищі). Шляхом регулювання забезпечується не тільки

⁷⁷ *Советский энциклопедический словарь* / Гл. ред. А.М. Прохоров. - М.: Сов. Энциклопедия, 1984. – С. 1108.

⁷⁸ *Даль В.* Толковый словарь русского языка. Т.3. – М.: Русский язык, 1968. – С. 561.

⁷⁹ *Ожегов С.И.* Словарь русского языка / Под ред. Н.Ю. Шведовой. 18-е изд., испр. – М.: «Русский язык», 1987. – С.5.

⁸⁰ *Словник синонімів української мови: В 2 т.* / А.А. Бурячок, Г.М. Гнатюк, С.І. Головащук та ін. – К.: Наук. думка, 2001. – Т.2. – С. 520.

стабілізація керованого об'єкта, підтримання розвитку його у певних межах, а й створення умов для процесів на основі саморегулювання, шляхом встановлення економічних, правових та інших нормативів⁸¹. Це визначення близьке до поняття «державного регулювання».

Аналіз вживання терміна «державне регулювання» в науковій літературі засвідчує, що вченими висловлюється надзвичайно широке розмаїття думок щодо розуміння суті цього явища. Слід зауважити, що як у юридичній, так і в економічній та філософській літературі питанню регулювання приділяється певна увага. Різні автори при розгляді цього питання керувалися своїм розумінням та інтересом до нього, а тому й виділяли той чи інший його аспект.

Аналіз досліджень дає підстави твердити про існування різних точок зору на державне регулювання і, зокрема, на такі явища, як державне регулювання економіки, господарської (підприємницької) діяльності, фондового ринку тощо.

Так, за визначенням Л.Г. Ходова, державне регулювання економіки являє собою систему типових заходів законодавчого, виконавчого і контролюючого характеру, здійснюваних державними установами і громадськими організаціями з метою стабілізації і пристосування існуючої соціально-економічної системи до умов, що змінюються⁸².

А.Н. Петров погоджується, але уточнює це визначення. На його думку, «державне регулювання економіки – це система заходів законодавчого, виконавчого і контролюючого характеру, здійснюваних державними структурами і громадськими організаціями і спрямованих на ефективне функціонування національної економіки, стабілізацію економічного і соціального розвитку, узгодження інтересів суспільства й окремих прошарків

⁸¹ *Завадський Й.С.* Менеджмент. Management. – Т.1. – Вид. 2-е. К.: Українсько-фінський інститут менеджменту і бізнесу, 1998. – С. 77–78.

⁸² *Ходов Л.Г.* Основы государственной экономической политики: Учебник. – М.: БЕК, 1997. – С. 168.

населення в досягненні стратегічних цілей розвитку національної економіки»⁸³.

Д.М. Стеченко визначає державне регулювання як вплив держави на відтворювальні процеси в економіці відповідними засобами з метою зорієнтувати суб'єктів господарювання і окремих громадян на досягнення цілей і пріоритетів державної політики суспільного розвитку. При цьому він зазначає, що «державне регулювання – це майже всі функції держави, пов'язані з економічною та економіко-соціальною діяльністю і покликані забезпечити умови функціонування ринкової економічної системи». Крім того, далі у своїй праці він вказує, що державне ринково-організаційне регулювання є політикою, що визначає правові обмеження для підприємств усіх сфер економіки, політикою, яка через застосування державою спеціальних заходів впливає на поточні ринкові події⁸⁴.

З двох позицій розглядає державне регулювання економіки С.М. Чистов – це теоретичний та практичний. «З теоретичного погляду державне регулювання економіки, – визначає він, – це система знань про сутність, закономірності дії та правила застосування типових методів та засобів впливу держави на хід соціально-економічного розвитку, спрямованих на досягнення цілей державної економічної політики». «З практичного погляду державне регулювання економіки це сфера діяльності держави для цілеспрямованого вливу на поведінку учасників ринкових відносин з метою забезпечення пріоритетів державної економічної політики». Крім того, С.М. Чистов робить висновок, що суб'єктом державного регулювання економіки стає держава в особі державних органів (президента, парламенту, уряду, місцевих адміністрацій)⁸⁵.

⁸³ *Государственное регулирование экономики* / Под ред. проф. А.Н.Петрова. – СПб.: Знание, 1999. – С. 28.

⁸⁴ *Стеченко Д.М. Державне регулювання економіки: Навч. посібник.* – К.: МАУП, 2000. – С. 5–7.

⁸⁵ *Державне регулювання економіки: Навч. посібник* / С.М. Чистов, А.Є. Никифоров, Т.Ф. Куценко та ін. – К.: КНЕУ. 2000. – С. 14–16.

О.П. Альохін у своїй праці розглядає державне регулювання у широкому та вузькому розумінні. На його думку, «у широкому розумінні державне регулювання виявляється у встановленні державою загальних правил поведінки (діяльності) учасників суспільних відносин і їхньому коректуванню в залежності від змінюваних умов». При цьому він зазначає, що традиційними правовими формами державного регулювання є закони і підзаконні акти, а також судові акти. У вузькому розумінні державне регулювання він визнає як одну із функцій державного управління. Розглядаючи державне регулювання в цьому аспекті, він підкреслює: «Державне регулювання спрямоване на створення сприятливих економічних, правових і організаційних умов діяльності комерційних і некомерційних організацій, підприємництва. Воно не припускає втручання державних органів у їх виробничу і господарсько-фінансову діяльність, крім випадків, коли його можливість прямо передбачена правовими актами... Таке регулювання полягає переважно у встановленні і коректуванні загального правового режиму їхньої діяльності, охоплює насамперед економічні і соціально-культурні, процеси в цілому»⁸⁶.

Деякі вчені зосереджують свою увагу лише на питанні необхідності державного регулювання економіки. При цьому, відзначаючи необхідність державного регулювання економіки, вони наголошують на необхідності його обмеження, підпорядкованості ринковому саморегулюванню. Так, яскравий представник цивілістичного підходу Я.М. Шевченко вважає, що напрям державного регулювання економіки повинен, по-перше, відбивати межі перехідного періоду і не бути визначальним, по-друге, він повинен бути підпорядкований меті обмеження методів державного регулювання економіки, методам її ринкового регулювання⁸⁷.

Водночас, В.К. Мамутов підкреслює важливість поєднання державного регулювання економіки і економічної свободи суб'єктів господарювання,

⁸⁶ *Алехин А.П., Крамолицкий А.А., Козлов Ю.А. Административное право Российской Федерации: Учебник. – М.: Зерцало, 1997. – С. 456–460.*

⁸⁷ *Шевченко Я.М. Проблеми підвищення ефективності цивільного законодавства у сфері цивільно-правових відносин. //Концепція розвитку законодавства України. – К.: Інститут законодавства Верховної Ради України, 1996. – С. 37.*

самоуправління, саморегулювання, вибираючи термін «соціально орієнтоване публічно-правове регулювання економіки»⁸⁸. На думку В.К. Мамутова і О.О. Чувпила, недооцінка ролі держави в економіці, переважання уявлень про ринковий механізм як всеохоплюючий і автоматичний регулятор господарських відносин є однаково небезпечними для суспільства, як і недооцінка ролі ринкового механізму⁸⁹.

Т.В. Кашаніна визначає державне регулювання економіки в ринковому господарстві як систему типових заходів законодавчого, виконавчого, контролюючого характеру, що здійснюються уповноваженими державними установами з метою стабілізації та пристосування існуючої соціально-економічної системи до умов, що постійно змінюються⁹⁰.

Інші автори, не визначаючи поняття «державне регулювання», лише називають його різноманітні форми або методи, а також використовують такі терміни, як державний вплив, державне втручання. Водночас, має місце думка про те, що державне регулювання не ототожнюється з державним впливом на економіку. Відповідно, безпосередньо державне регулювання, поряд з плануванням діяльності, стимулюванням і контролем, державними моніторингом і протекціонізмом (підтримкою приватного підприємництва), правовою організацією державного сектора ринкової економіки, є одним з напрямків державного впливу на розвиток економічних процесів. Так, В.С. Мартем'янов вважає, що державний вплив може поділятися на створення суб'єктів господарювання і припинення їх існування, планування, регулювання господарської діяльності та контроль за нею⁹¹. Крім того, існує точка зору, що державне регулювання економіки є різновидом державного регулювання взагалі і уособлює в собі організаційно-господарську функцію держави, яка

⁸⁸ Мамутов В.К. Кондификация хозяйственного законодательства Украины в новых экономических условиях. //Государство и право – 1996. – №6. – С. 83–86.

⁸⁹ Мамутов В.К., Чувпило О.О. Господарче право зарубіжних країн. – К.: «Ділова Україна», 1996. – С. 185.

⁹⁰ Кашаніна Т. В. Корпоративное право (Право хозяйственных товариществ и обществ). Учебник для вузов. – М.: Издательская группа НОРМА-ИНФРА-М, 1999. – С. 272.

⁹¹ Хозяйственное право / под ред. В.С. Мартемьянова. – М., 2007. – Т. 1. – С 55.

реалізується нею щодо народно-господарського комплексу як керованого об'єкта⁹².

На думку В.С. Щербини, подібне протиставлення державного впливу на економіку і державного регулювання економіки є некоректним, оскільки державне регулювання є, по суті, механізмом державного впливу на економіку, що здійснюється у різних формах (у тому числі, планування і прогнозування, оподаткування тощо), різними методами, шляхом застосування різноманітних засобів (інструментів). Таке державне регулювання здійснюється на підставі, в межах повноважень та у спосіб, що передбачені Конституцією та законами України⁹³.

У свою чергу, Л. Абалкін звертає увагу та те, що завдання держави з регулювання економіки пов'язані не тільки зі створенням умов для функціонування ринку – вони передбачають визнання її ролі у додержанні балансу суспільних інтересів, соціальної стабільності та захисту національних інтересів як у внутрішній, так і в зовнішній політиці⁹⁴.

С.М. Чистов, А.Є. Никифоров, Т.Ф. Куценко розуміють під державним регулюванням систему знань про сутність, закономірності дій та правил застосування типових методів і способів впливу держави на хід соціально-економічного розвитку⁹⁵.

Н.О. Саніахметова визначає державне регулювання економіки як одну із форм державного впливу на неї, яка ґрунтується на законодавстві, реалізується шляхом встановлення і застосування державними органами правил, спрямованих на корегування економічної діяльності фізичних та юридичних осіб, і підтримується можливістю застосування правових санкцій при їх

⁹² *Державне управління: теорія і практика* / НАН України; Інститут держави і права ім. В.М. Корецького – В.Б. Авер'янов (ред.). – К. : Юрінком Інтер, 1998. – С. 126.

⁹³ *Щербина В.С.* Поняття державного регулювання підприємницької (господарської) діяльності / Система органів державного управління та регулювання в сфері підприємницької діяльності. Кол. монографія / За редакцією академіка НАПрН України, д.ю.н. В.С. Щербини. – Київ, НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України. – 2010. – С. 9.

⁹⁴ *Абалкин Л.* Вопросы экономики. //Вопросы экономики. – 1997. – № 6. – С. 8–12.

⁹⁵ *Державне регулювання економіки: навч. посібник* / С.М. Чистов, А.Є. Никифоров, Т.Ф. Куценко та ін. – К., 2000. – С. 34.

порушенні Автор підкреслює, що державне регулювання підприємницької діяльності не є достатнім для створення сприятливого оточення підприємництва. Для створення макросередовища підприємницької діяльності необхідне формування комплексу організаційно-правових заходів, включаючи розвинену інфраструктуру підтримки підприємництва, правові механізми стимулювання розвитку підприємницької діяльності і ефективні системи захисту прав і законних інтересів підприємців, а також суспільних і державних інтересів в сфері підприємництва⁹⁶.

На думку Н.О. Саніахметової, для обґрунтування існування численних і різноманітних видів діяльності, що підпадають під поняття державного регулювання економіки, необхідно дати їх класифікацію. Діяльність з державного регулювання економіки може бути класифікована залежно від того, на чію користь воно здійснюється. Так, деякі види регулювання націлені на захист груп підприємців (наприклад, заборона дискримінації серед конкуруючих суб'єктів підприємницької діяльності, захист малого і середнього підприємництва), інші – на захист споживачів (наприклад, регулювання безпеки товарів) або суспільних інтересів у цілому (наприклад, захист навколишнього середовища). Класифікація регулювання є можливою також за масштабами його впливу – чи на окрему галузь економіки, чи на економіку в цілому, тобто має чи вузько галузеву спрямованість, чи загальноекономічну. Деякі види впливу можуть стосуватися тільки окремих галузей, тоді як більшість типів регулювання впливає на економіку в цілому⁹⁷.

В науці адміністративного права регулювання розглядається здебільшого як функція управління, яка тією чи іншою мірою властива діяльності будь-якого органу державної влади. Так, на думку Ю.О. Тихомирова, державне регулювання цілком виправдано розглядати як один з елементів

⁹⁶ Саніахметова Н.О. Регулювання підприємницької діяльності в Україні (організаційно-правові аспекти: Автореф. дис... д-ра юрид. наук: 12.00.07 / Одеська держ. юридична академія. — Одеса. — 1998. — С. 5, 14.

⁹⁷ Саніахметова Н.О. Поняття державного регулювання підприємництва // Українське комерційне право. — 2005. — № 6. — С. 11.

адміністративно-правового впливу, бо воно завжди має правову форму. Адміністративно-правове регулювання як різновид є механізм імперативного нормативного упорядкування організації і діяльності суб'єктів і об'єктів управління, формування стійкого правового порядку їх функціонування. До того ж воно, як і власне адміністративне управління, поширюється на багато сфер державного і громадського життя. Тривалість циклу послідовно вчинених дій, спонукання суб'єктів права діяти самостійно і здійснювати свої права і виконувати обов'язки у межах установлених режимів і процедур, забезпечення стабільності їх функціонування — такі призначення і прояви державного регулювання⁹⁸.

Позиція О.Г. Турченка полягає в тому, що він розглядає державне регулювання в широкому та вузькому сенсі. В широкому розумінні державне регулювання, на його думку, виявляється у встановленні державою загальних правил (норм) поведінки (діяльності) учасників суспільних відносин та їх коректуванні в залежності від умов, що змінюються. У вузькому розумінні державне регулювання – одна з функцій державного управління окремими сферами суспільних відносин. На його думку, оптимальним варіантом відносин між державою та підприємництвом можуть бути партнерські відносини, які мають бути покладені в основу норм законодавства, що визначає правові основи державного регулювання підприємницької діяльності⁹⁹.

На думку Т.М. Кравцової, функція регулювання в державному управлінні полягає у встановленні та забезпеченні загальних правил поведінки (діяльності) об'єкта управління, а також їх коректуванні у залежності від умов, що змінюються. За допомогою функції регулювання створюються

⁹⁸ Тихомиров Ю.А. Курс административного права и процесса. – М: Юрид. лит., 1998. – С. 379.

⁹⁹ Турченко О.Г. Понятие государственного регулирования хозяйственной деятельности в сфере телекоммуникаций/ Правове регулювання господарських відносин в окремих галузях економіки: напрями вдосконалення: Зб. наук. пр. / НАН України. Ін-т економіко-правових досліджень; редкол.: Мамутов В.К. (від. ред.) та ін. – Донецьк: ТОВ «Юго-Восток, Лтд», 2008. – С. 90.

умови для нормальної діяльності та функціонування об'єкта державного управління, підтримується його розвиток у певних межах шляхом встановлення економічних, правових та інших нормативів. Така специфічність призначення регулювання і дає змогу виокремити його серед інших функцій управління. Автор робить висновок, що регулювання може розглядатися як частина або окремий елемент у складі управлінської діяльності, що є правильним майже для всіх державних та інших організацій, бо регулювання, як правило, не є єдиним або основним змістом діяльності¹⁰⁰.

Викладені позиції вчених щодо розуміння сутності поняття державного регулювання – це лише частина думок з цієї проблеми, відображених у спеціальній літературі. Але навіть вони переконливо доводять наведений вище висновок про широке розмаїття думок з приводу визначення сутності державного регулювання. Вивчаючи явище державного регулювання, вчені розглядають його в різних аспектах, з різних точок зору.

Підхід, характерний для представників доктрини господарського права, ґрунтується на ідеї державного регулювання ринкових відносин, в основу якої покладено закріплене в ст. 1 Конституції України визначення України як соціальної держави, а також забезпечення державою соціальної спрямованості економіки (ч. 4 ст. 13 Конституції України) та інші конституційні основи правопорядку у сфері господарювання.

Як наголошує В.С. Щербина, проблема забезпечення ефективного правового регулювання комплексних (у розумінні поєднання майнових і організаційних елементів), проте єдиних за своїм змістом у реальній економіці відносин, що складаються у сфері господарювання (як на макроекономічному рівні, так і на рівні окремих учасників, задіяних у цій сфері), може бути вирішена лише шляхом ефективного поєднання ринкового саморегулювання економічних відносин суб'єктів господарювання та державною регулювання макроекономічних процесів. Проте в сьогоденних умовах економічного

¹⁰⁰ *Кравцова Т.М.* Державне регулювання господарської діяльності: адміністративно-правові аспекти / Відкритий міжнародний ун-т розвитку людини «Україна». — Суми : Мрія, 2006. — С. 36.

розвитку України залишається потреба в державному регулюванні (включаючи нормативно-правове регулювання) господарської діяльності на рівні безпосередніх товаровиробників¹⁰¹.

Базуючись на вищезазначеному пропонуємо визначення поняття «державне регулювання фондового ринку».

Державне регулювання фондового ринку – окремий напрям регулюючого впливу держави, що являє собою цілеспрямовану організаційно-господарську діяльність органів державної влади в сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних і реалізується за допомогою використання спеціальних методів та застосування засобів регулювання господарської діяльності та у відповідних правових формах, що в підсумку створює умови для ефективної роботи всіх його ланок з метою забезпечення функціонування фондового ринку та сприяння розвитку інвестиційних процесів для розбудови соціально-економічної бази українського суспільства. Особливістю державного регулювання фондового ринку є можливість делегування регулюючих повноважень органів державної влади саморегульованим організаціям професійних учасників фондового ринку.

Під час дослідження проблем державного регулювання фондового ринку важливо з'ясувати співвідношення та розмежування таких понять, як «державне регулювання» та «державне управління» фондового ринку.

У науковому обігу та в законодавстві з категоріями «державне регулювання» та «державне управління» часом поводяться досить вільно. Єдності у поглядах щодо співвідношення цих форм реалізації виконавчої влади серед науковців і законодавців немає, але деякі ключові спільні моменти виділити можна.

Загально визнаним є твердження, що і державне регулювання, і державне управління є соціальними явищами, яким притаманні як спільні, так і

¹⁰¹ Щербина В.С. Поняття державного регулювання підприємницької (господарської) діяльності / Система органів державного управління та регулювання в сфері підприємницької діяльності. Кол. монографія / За редакцією академіка НАПрН України, д.ю.н. В.С. Щербини. – Київ, НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України. – 2010. – С. 12.

відмінні ознаки, що мають по суті одну сферу застосування. Різниця між цими двома поняттями полягає у характері впливу на суспільні відносини та межах такого впливу. Спільні риси, що притаманні регулюванню та управлінню зумовлені тим, що вони є різновидами організаційної діяльності держави, спрямованої на впорядкування певних суспільних явищ, процесів або об'єктів.

Так, на думку В.Б. Авер'янова, державне управління – це діяльність органів особливого роду, зміст якої полягає у виконанні законів та інших нормативно-правових актів держави шляхом різних форм організуючого впливу на суспільні явища і процеси. Термін «державне регулювання суспільних процесів» він пропонує використовувати для позначення всієї сукупності напрямів реалізації державної влади з боку держави в цілому в інтересах організуючого впливу на життєдіяльність суспільства¹⁰². В.В. Цветков вважав, що тільки державне управління забезпечує функціонування і розвиток суспільства як єдиного цілого, а управління – це насамперед організуюча діяльність держави, спрямована на виконання її завдань і функцій¹⁰³.

На думку О.П. Рябченко, поняття «державне регулювання» визначається як ширше, ніж «державне управління», хоча й зазначає, що ці поняття частково збігаються. Вона виходить з того, що державне регулювання створює умови для діяльності суб'єктів та об'єктів управління у напрямку, який є бажаним для держави і за яким відбуватиметься розвиток системи управління в цілому. Причому державне регулювання передбачає кілька варіантів майбутньої діяльності керованих об'єктів, створюючи можливість діяти найефективніше. Державне регулювання розуміється саме як діяльність. Така діяльність пов'язана із створенням певних умов, тобто організаційним впливом, хоча й до певної міри непрямим¹⁰⁴.

¹⁰² *Державне управління: проблеми адміністративно-правової теорії та практики* / За заг. ред. В.Б. Авер'янова. – К., 2003. – С. 19.

¹⁰³ *Цветков В.В. Державна влада і управління // Правова держава.* – К.: Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України, 2003. – С. 230.

¹⁰⁴ *Рябченко О.П. Зміст державного регулювання господарської діяльності // Правова держава.* – К.: Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України, 2007. – С. 315.

Як зазначає Н.М. Мироненко, державне управління підприємництва у власному «вузькому» розумінні є формою реалізації виконавчої влади, його суть полягає у виконавчо-розпорядчій діяльності. Результатом такої діяльності є прийняття актів управління, що характеризуються високим ступенем адресності та закріплюють жорсткі зв'язки між елементами системи управління. Акти управління, як правило, є однією з форм реалізації повноважень суб'єктів управління, можуть прийматися на виконання актів регулювання. Їм притаманна не лише адресність, а й встановлення певних часових меж у вигляді імперативу, впродовж яких об'єкт, до якого звернений акт управління, зобов'язаний вчинити певні дії або утриматися від них¹⁰⁵. Відповідно, вчена дає визначення досліджуваних термінів. Так, державне регулювання підприємництва – це сукупність форм, методів і інструментів, за допомогою яких держава впливає на діяльність суб'єктів господарювання, ринкову кон'юнктуру з метою створення сприятливих умов для функціонування ринку і задоволення соціально-економічних потреб суспільства. В свою чергу, державне управління у сфері підприємництва – це адресна, цілеспрямована, владна, систематична діяльність органів виконавчої влади з реалізації функцій управління, яка знаходить своє втілення у відповідній системі управління та реалізується завдяки використанню спеціального інструментарію – форм та методів управлінської діяльності¹⁰⁶.

У загальнонауковому розумінні термін «регулювання» визнається за своїм змістом більш широким порівняно з терміном «управління» і означає вплив не на конкретні об'єкти управління, а на оточуюче середовище, по суті, на ту або іншу сферу суспільних відносин. В той же час, управління – цілеспрямований владний вплив саме на конкретні об'єкти завдяки використанню притаманних управлінню методів та засобів впливу. Якщо регулювання характеризується

¹⁰⁵ *Мироненко Н.М.* Наукові засади державного регулювання та державного управління в сфері підприємництва: зміст і співвідношення / Система органів державного управління та регулювання в сфері підприємницької діяльності. Кол. монографія / За редакцією академіка НАПрН України, д.ю.н. В.С. Щербини. – Київ, НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України. – 2010. – С. 33.

¹⁰⁶ *Там само.* – С. 50–51.

значним ступенем можливості обрання суб'єктами суспільних відносин альтернативних варіантів поведінки, то управління характеризується підпорядкуванням об'єктів управління управлінському впливу, що адресується ним суб'єктом управління¹⁰⁷.

Зі свого боку, ми дотримуємось тієї позиції, що державне регулювання та державне управління є різновидами організаційної діяльності держави, а різниця між цими двома поняттями полягає у характері впливу на суспільні відносини та межах такого впливу. В зв'язку з цим одним із основних критеріїв розмежування термінів «державне регулювання» та «державне управління» є відносини власності. Ми вважаємо, що відносно об'єктів які перебувають в державній власності, та й відповідно до заснованих та діючих на базі цієї власності суб'єктів, державою та її органами здійснюється як безпосередньо управлінський, адміністративний за своїм правовим змістом, вплив, так і застосовується регулювання, тобто встановлення правил та меж дозволеної поведінки. Щодо об'єктів та суб'єктів інших форм власності держава здійснює лише організуючий та регулюючий вплив, який визначається як «державне регулювання». Схожої позиції дотримується І.М. Кравець, що визначає управління господарською діяльністю як «комплекс необхідних заходів, що реалізуються на підставі права власності на майно...», а регулювання як «встановлення ... умов здійснення господарської діяльності господарськими організаціями всіх форм власності...»¹⁰⁸.

З позиції аналізу відносин на фондовому ринку можна зазначити, що відносно сфери державної власності держава в особі своїх органів як встановлює правила, так і безпосередньо управляє і, водночас, є самостійним учасником у відносинах на фондовому ринку, а відносно сфери недержавної власності діє лише як організатор та регулятор.

¹⁰⁷ *Адміністративне право України. Академічний курс. У двох томах. Том 1.* / Ред. колегія: В.Б. Авер'янов (голова) та ін. – К., 2007. – С. 64–66.

¹⁰⁸ *Кравець І.М. Правове становище суб'єктів організаційно-господарських повноважень.* – К.: Юрінком Інтер, 2010. – С. 39–40.

Ця позиція знаходить своє відбиття і в законодавстві, яким врегульовані відносини на фондовому ринку. Так, вже з назви та змісту Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» впливає суть позиції законодавця, що визначає саме регулювання основним напрямом державного впливу на фондовий ринок, що включає в себе і безпосередній управлінський, адміністративний за своєю суттю, вплив. Також доцільно додати, що в Законі України «Про управління об'єктами державної власності» серед *об'єктів управління* державної власності визначено лише такі інструменти фондового ринку, як «корпоративні права, що належать державі у статутних фондах господарських організацій»¹⁰⁹.

Отже, на нашу думку, базовим критерієм розмежування правового змісту категорій «державне регулювання» та «державне управління» фондового ринку є відносини власності щодо об'єкта державного впливу. Відповідно, має місце застосування різних методів регулювання. В межах державного регулювання фондовим ринком має місце диспозитивний метод, характерний для регулювання на засадах ініціативності та вільного розсуду учасників відповідних відносин; на процес такого регулювання впливає активність учасників фондового ринку, що регулюються за його допомогою. В межах державного управління переважає метод власних приписів або імперативно-нормативний метод (метод субординації), що характеризується тим, що регулювання зверху до низу здійснюється на владно-імперативних засадах.

Неможливо залишити поза увагою в процесі здійснення дослідження державного регулювання фондового ринку і питання співвідношення та розмежування категорій «державне регулювання» та «правове регулювання» фондового ринку.

Так, відповідно до позиції В.П. Нагребельного та М.В. Оніщука державне регулювання – це здійснення державою комплексних заходів (організаційних, правових, економічних тощо) у сфері соціальних, економічних, політичних,

¹⁰⁹ *Про управління об'єктами державної власності*: Закон України від 21 вересня 2006 р. № 185-V // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 46. – Ст. 456.

духовних та інших суспільних процесів з метою їх упорядкування, встановлення загальних правил і норм суспільної поведінки, а також запобігання негативним явищам у суспільстві¹¹⁰. Водночас Ю.С. Шемшученко та С.В. Бобровник визначають правове регулювання як один із основних засобів державного впливу на суспільні відносини з метою їх упорядкування в інтересах людини, суспільства, держави і яке є різновидом соціального регулювання, що має в своїй основі використання норм права¹¹¹. З наведеного слідує, що правове регулювання є однією із складових державного регулювання разом із організаційним, економічним тощо та одночасно різновидом соціального регулювання.

Також в літературі визначається, що важливу роль в системі засобів державного регулювання господарської діяльності мають юридичні (правові) засоби. Право розглядається як засіб (інструмент) регулятивного впливу. Такий підхід у юридичній науці називається інструментальним, в межах якого і досліджуються правові засоби¹¹². В данному випадку має місце реалізація обґрунтованої С.С. Алексєєвим ідеї необхідності широкого впровадження інструментального підходу у праві, застосування якого полягає в охопленні вивченням всієї різноманітності «інструментів правової регуляції (причому незалежно від того, чи є вони хоч якоюсь мірою «похідними» від норм)»¹¹³.

Таким чином, правове регулювання є одним із засобів забезпечення державного регулювання. Водночас, правове забезпечення державного регулювання в сфері економіки визначається як надання правової форми

¹¹⁰ *Нагребельний В.П., Оніщук М.В. Державне регулювання // Юридична енциклопедія: в 6-и т. / Редкол.: Ю.С.Шемшученко (голова редкол.) та ін. – К.: «Укр. енцикл.», 1999. – Т. 2. – С. 118.*

¹¹¹ *Шемшученко Ю.С., Бобровник С.В. Правове регулювання // Юридична енциклопедія: в 6-и т. / Редкол.: Ю.С.Шемшученко (голова редкол.) та ін. – К.: «Укр. енцикл.», 2003. – Т. 5. – С. 40.*

¹¹² *Теория государства и права: Курс лекций / Под ред. Н. И. Матузова, А. В. Малько. – М., 2000. – С. 722.*

¹¹³ *Алексеев С.С. Восхождение к праву. Поиски и решения. – 2-е изд. – М.: Изд. НОРМА, 2001. – С. 97–98.*

засобам, за допомогою яких здійснюється державне регулювання економіки¹¹⁴.

На думку В.В. Лаптева, найважливішою формою державного регулювання господарської діяльності є нормотворча діяльність держави, видання правових норм із регулювання господарських відносин по горизонталі й вертикалі, визначення загальних правил здійснення й організації господарської діяльності¹¹⁵.

В.В. Добровольська визначає видання нормативно-правових актів в якості основного способу, за допомогою якого держава здійснює регулювання в сфері господарської діяльності. Під час здійснення регулюючого впливу на господарську діяльність за допомогою норм господарського права задається певний напрямок розвитку й встановлюються її межі. Зокрема, визначається поняття державного регулювання у певній сфері, встановлюються мета, форми державного регулювання¹¹⁶.

У свою чергу, Т.С. Кравцова вказує, що, захищаючи публічні інтереси в економічній сфері, держава здійснює вплив на суб'єктів підприємництва, використовуючи при цьому нормотворчу, а також владну та правозастосовну діяльність компетентних державних органів¹¹⁷.

В.Л. Яроцький пропонує визначення правового регулювання в приватноправовій сфері як регламентаційний вплив на особисті немайнові та майнові відносини цілісної системи правових засобів, що забезпечує упорядкованість фактичної поведінки їх учасників¹¹⁸.

¹¹⁴ *Предпринимательское право Российской Федерации* / Отв. ред. Е.П. Губин, П.Г. Лахпо. – М. – 2004. – С. 298.

¹¹⁵ *Лаптев В.В.* Современные проблемы предпринимательского (хозяйственного) права // *Предпринимательское право в XXI веке: преемственность и развитие.* – М., 2002. – С. 3–25.

¹¹⁶ *Добровольская В.В.* Правовое обеспечение государственного регулирования предпринимательской деятельности / *Підприємництво, господарство і право.* – Київ. – 2005. – № 8. – С. 54–57.

¹¹⁷ *Кравцова Т.С.* Правова природа державного регулювання підприємницької діяльності / *Підприємництво, господарство і право.* – Київ. – 2003. – № 8. – С. 3–6.

¹¹⁸ *Яроцький В.Л.* Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): Монографія / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 245.

Водночас Я.М. Шевченко зазначає, що управління економікою та державний вплив на неї будуються на інших засадах, які не мають нічого спільного з цивільно-правовим регулюванням. Звідси формується висновок про неможливість поєднання державного регулювання з цивільним регулюванням. На думку вченої, неможливо поєднувати ринкові відносини як платформу економіки з панівним становищем у тій самій економіці держави як суб'єкта правовідносин¹¹⁹.

Проте на думку В.С. Щербини, в науці господарського права при дослідженні проблем державного регулювання господарської діяльності увага зосереджується, головним чином, на її нормативному регулюванні, а саме на прийнятті нормативно-правових актів як одній з правових форм державного регулювання економіки, тісно пов'язаній з державною регуляторною політикою. Вчений визначає, що правове регулювання господарської діяльності є важливою складовою її державного регулювання¹²⁰. У свою чергу, О.Х. Юлдашев виділяє в якості окремого напрямку у сфері регуляторної політики – управління нормотворчою діяльністю¹²¹.

Зі свого боку ми вважаємо, що застосування вказаних термінів є наслідком виділення різних змістовних ознак загального процесу регулювання відносин у суспільстві, в тому числі і на ринку цінних паперів. На нашу думку, ці терміни відображають різні засади регулятивного впливу, в першому випадку – поняття «державне регулювання» має в основі суб'єкт (держава, її органи, посадові особи), а в другому – поняття «правове регулювання» має в основі засіб впливу (нормативний акт, норма права). Отже, основною змістовною, класифікаційною ознакою терміна «державне

¹¹⁹ *Кодифікація приватного (цивільного) права України / кол. монографія. За ред. проф. А. Довгерта. – К.: Український центр правничих студій, 2000. – С. 44–46.*

¹²⁰ *Щербина В.С. Поняття державного регулювання підприємницької (господарської) діяльності / Система органів державного управління та регулювання в сфері підприємницької діяльності. Кол. монографія / За редакцією академіка НАПрН України, доктора юридичних наук В.С. Щербини. – Київ, НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України. – 2010. – С. 11.*

¹²¹ *Юлдашев О.Х. Проблеми вдосконалення регуляторної політики в Україні. – К.: Парламентське видавництво, 2005, – С. 24.*

регулювання» є ознака суб'єкта регулювання, тобто здійснення регулювання певним суб'єктом – державою в особі своїх органів, посадових осіб. Також можливо виокремлювати інші види регулювання за ознакою суб'єкта його здійснення: корпоративне регулювання, саморегулювання тощо. Водночас основною змістовною ознакою терміна «правове регулювання» є ознака засобу регулювання – здійснення регулювання за допомогою правових норм. Так само за ознакою засобу можна виділити такі види регулювання як звичаєве, договірне тощо. Безумовно, достатньо широкий сегмент процесу регулювання є одночасно державним і правовим, тобто здійснюється суб'єктом – державою за допомогою використання певного засобу – норм права. Тому сфера суспільних відносин, що охоплюється цими термінами, багато в чому є спільною, але повністю не збігається. Це зумовлено тим, що правове регулювання на фондовому ринку може здійснюватись не виключно державою та її органами. Прикладом є локальні нормативні акти саморегулювних організацій, рішення третейських судів тощо. Одночасно державне регулювання, хоча воно базується на праві, не зводиться виключно до правового, а може здійснюватись в окремих випадках відповідно до договорів, звичаїв, традицій. Тому вважаємо, що категорії «державне регулювання» та «правове регулювання» фондового ринку не є тотожними, бо мають в своїй основі різні класифікаційні ознаки – суб'єкт здійснення регулювання або засіб регулюючого впливу. Відповідно розмежовуються між собою зміст і напрями здійснення характеристики предмета дослідження – процесу регулювання фондового ринку – за суб'єктом чи засобом.

Проведене дослідження дозволяє визначитись з термінологією та основними науковими тенденціями, що характеризують сьогоденний стан державного регулювання підприємницької, господарської діяльності для здійснення подальшого дослідження механізму державного регулювання фондового ринку України.

1.3. Складові господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку

У наукових монографіях і статтях (як зарубіжних, так і вітчизняних) часто фактично ототожнюються такі поняття, як: «метод» і «форма», «засіб» і «інструмент», «модель» і «система», «система» і «механізм» державного регулювання економіки і, зокрема, фондового ринку. Так, І.Новикова при розгляді складових регулюючого механізму як форм державного впливу на економіку називає адміністративне регулювання, пряме й непряме економічне регулювання, правове регулювання¹²². У той же час С. Хавіна говорить про це, як про інструменти регулювання¹²³. Економічні методи регулювання ототожнюються із застосовуваними економічними засобами, такими, як ціноутворення, матеріальне стимулювання, оподаткування тощо. В. Марцин представляє план і ринок як методи регулювання відтворювальних процесів¹²⁴. У той же час С. Демьяненко інструментами макроекономічного впливу на економіку називає регулювання пропозиції грошей, монетарну й фіскальну політику, не визначаючи при цьому методів і засобів регулювання¹²⁵.

Можна аналізувати роботи багатьох інших авторів із зазначеної проблеми. Практично в усіх ми виявимо еkleктичну плутанину основних понять теорії державного регулювання економіки. Виключенням, на нашу думку, є тлумачення понятійного апарату відомим вітчизняними ученими-економістами С. Мочерним¹²⁶ та Л. Дмитриченко¹²⁷. Вони досить чітко розмежовують форми,

¹²² Новикова І. Рынок и государство: проблемы макрорегулирования. – Минск: Мисанта, 2004. – С. 130.

¹²³ Хавина С. Государственное регулирование в современной смешанной экономике // Вопросы экономики. – 2004. – № 11. – С. 85.

¹²⁴ Марцин В. Планомерность при переходе к экономическим методам регулирования рынка // Экономика Украины. – 1995. – № 9. – С. 47–52.

¹²⁵ Демьяненко С. Монетарное и фискальное регулирование экономики и его влияние на формирование производственных затрат в сельском хозяйстве // Экономика Украины. – 2006. – № 7. – С. 31–38.

¹²⁶ Економічна енциклопедія: У трьох томах. // Редкол.: С.В. Мочерний та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000. – Т.1. – С. 322–326.

методи, напрямки, засоби, об'єкти, суб'єкти, модель державного регулювання економіки загалом, і їхню позицію цілком можна вважати фундаментальною для вирішення питання про «інструментарій» господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку України. Разом з тим, перелік понять теорії макроекономічного регулювання, представлений цими авторитетними вченими, на нашу думку, варто доповнити специфікою фондового ринку та здійснити ряд уточнень щодо змісту термінології.

З огляду на завдання дослідження, є доцільним, базуючись на змісті понять теорії державного регулювання економіки, здійснити визначення складових та змісту господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку.

Характеризуючи елементи господарсько-правового механізму державного регулювання, виділимо і розглянемо послідовно такі базові для здійснення дослідження поняття, як *методи, засоби, форми, суб'єкти, об'єкти, мета, модель* та й безпосередньо – *механізм* державного регулювання фондового ринку¹²⁸.

Перед здійсненням безпосереднього дослідження методів, засобів та форм державного регулювання фондового ринку вважаємо за доцільне зупинитись на неоднозначному розумінні серед вчених-юристів, в тому числі фахівців у галузі господарського права, змісту зазначених понять, а також змістовного співвідношення між ними. Часто в науковій літературі мають місце різні позиції, згідно з якими методами державного регулювання вважаються як існуючі засоби, так і форми регулюючого впливу, а останні, в свою чергу, ототожнюються із засобами державного регулювання.

Так, І. Махров до методів регулювання у сфері підприємницької діяльності відносить державну реєстрацію, ліцензування, стандартизацію, сертифікацію,

¹²⁷ Дмитриченко Л.І. Государственное регулирование экономики (социально-экономический аспект): дис... д-ра экон. наук: 08.01.01 // Донецкий национальный ун-т. — Донецк, 2002. — 430 с.

¹²⁸ Полюхович В.І. Характеристика та зміст господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку України // Підприємництво, господарство і право. — Київ. — 2011. — № 5. — С. 132–134.

встановлення обов'язкових вимог і умов до окремих видів підприємницької діяльності, організацію контролю за дотриманням законодавства в галузі підприємницької діяльності, створення системи захисту прав і законних інтересів суб'єктів підприємництва, заборону і припинення діяльності осіб, які здійснюють підприємницьку діяльність з порушенням установлених норм і вимог¹²⁹. Вчені А.С. Васильєв та О.П. Подцерковний виділяють прямі методи державного впливу на господарську діяльність, до яких відносять: державну реєстрацію суб'єктів господарської діяльності; ліцензування і патентування окремих видів господарської діяльності; стандартизацію і сертифікацію продукції; атестацію виробництва; валютне регулювання; встановлення державних фіксованих цін тощо¹³⁰.

Державну реєстрацію суб'єктів господарської діяльності; ліцензування і патентування тощо не можна, на нашу думку, розглядати як методи державного регулювання, оскільки це є перш за все види регулятивного впливу, по суті засоби державного регулювання. Ми дотримуємось позиції, що безпосередньо методом є спосіб державного регулятивного впливу, що, на відміну від засобу або тим більше форми, уособлює не конкретний вид чи зміст регулюючого впливу, а, перш за все, його правовий характер. Зазначені види регулятивного впливу є за своїм змістом засобами державного регулювання, більшість з яких визначені в ст. 12 Господарського кодексу України.

В іншому випадку К. Пісьменна до господарсько-правових засобів державного регулювання в сфері суднобудування та судноремонту відносить серед іншого: відкриття спеціальних рахунків та оперування з авансовими платежами замовників, які не підлягають безумовному списанню та використовуються лише на будування суден, не обкладаються податком на

¹²⁹ *Махров И.Е.* Административно-правовое регулирование предпринимательской деятельности: некоторые проблемы совершенствования федерального и регионального законодательства // Право и политика. М. – 2002. – № 12. – С. 14–13.

¹³⁰ *Хозяйственное право Украины* / Под ред. А.С. Васильева, О.П. Подцерковного. – Х., 2005. – С. 59–60.

прибуток до здачі судна замовником; звільнення від сплати податків та митніх зборів тощо¹³¹.

В свою чергу, В. Долинська визначає, що державне регулювання економічного життя, підприємницької діяльності здійснюється за допомогою певних інструментів (методів) впливу, до яких серед іншого відносить, наприклад, прийняття певних правових актів, спрямованих на практичну реалізацію можливостей державного регулювання за окремими напрямками¹³². На нашу думку, як в першому, так і в другому випадку йдеться про конкретні форми реалізації засобів державного регулювання.

Наведені позиції вчених є джерелом для формулювання власної позиції щодо використання категорій «метод», «засіб», «форма» державного регулювання фондового ринку.

Метод (греч. *methodos* – шлях до чого-небудь) – це систематизована за певними ознаками сукупність дій, які потрібно здійснити для виконання певного завдання, досягнення мети. Також часто під методом розуміють спосіб, прийом або сукупність прийомів, що застосовуються в регулятивній діяльності¹³³. Сукупність однорідних методів часто називають «підходом» (системний підхід тощо).

Аналізуючи методи державного регулювання економіки, вчені-економісти виокремлюють плановий і ринковий методи. Так, В. Марцин, визначаючи план і ринок як методи регулювання відтворювальних процесів, зазначає, що ринок – це спосіб відшкодування витрат на виготовлену продукцію, а планомірність – форма здійснення цього процесу¹³⁴.

¹³¹ *Письменна К.* Господарсько-правові засоби державного регулювання в сфері суднобудування та судноремонту / Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 3. – С. 60–63.

¹³² *Долинская В.В.* Предпринимательское право. – М. – 2004. – С. 57.

¹³³ *Подцерковний О., Ломакина О.* Проблеми визначення методів і форм державного регулювання господарських відносин / Підприємництво, господарство і право. – 2002. – № 8. – С. 3–6.

¹³⁴ *Марцин В.* Планомерность в использовании экономических методов регулирования рынка // Экономика Украины. – 2005. – № 9. – С. 47–52.

Багато вчених розмежують прямі і непрямі методи регулювання економіки. Така позиція мала місце практично в усі періоди дискусії з цього питання. Так, вчені-економісти В. Смирнов, А. Віссаріонов, С. Синельников підкреслюють, що прямі методи являють собою адміністративний вплив на суб'єкти господарювання, а непрямі – вплив через економічні важелі (фінансово-кредитне регулювання, держзамовлення, пільги, нормативи, податки)¹³⁵. Зазначимо, що ці автори нічого не сказали про порядок їх законодавчого закріплення та регулювання.

Проте переважна більшість учених-економістів, аналізуючи методи державного впливу на економіку, акцентує увагу саме на розмежуванні правових, адміністративних і економічних методів. Так, за цими критеріями розмежовує методи державного регулювання макроекономічних процесів Б. Панасюк¹³⁶:

– адміністративні методи (використання національного природного багатства, боротьба з монополізмом, рішення екологічних проблем, соціальний захист населення, захист інтересів держави в сфері зовнішньоекономічної діяльності, сприяння підприємництву, виконання державних регіональних програм, регулювання демографічних процесів, регулювання міграції робочої чинності);

– правові (законодавче забезпечення підприємницької діяльності, стимулювання ділової активності, створення сприятливих умов для розвитку господарських одиниць всіх форм власності, створення гнучкого правового механізму із зміни форм власності);

– економічні (здійснення заходів щодо недопущення і стримування інфляційних процесів, стимулювання інвестиційної політики, визначення валютних курсів і механізму переливу капіталів, реалізація платіжних балансів, здійснення перерозподільних функцій для забезпечення потреб

¹³⁵ Смирнов В., Блинов И., Виссарионов А. Централизованное планирование и регулирование экономики // Плановое хозяйство – 1990. – № 5. – С. 62–72.

¹³⁶ Панасюк Б. Государственное регулирование экономики // Экономика Украины. – 2004. – № 1. – С. 19–30.

оборони, охорони порядку, державного керування, розвитку фундаментальної науки, енергетики тощо).

Ми не поділяємо таку точку зору хоча б з тих міркувань, що всі методи зовнішнього регулятивного характеру повинні мати правову основу, а тому є правовими. Відповідно, виділення правових методів як окремого виду свідчить про недостатній рівень розуміння деякими вченими-економістами правової складової в регулюванні економіки. Підтримку цієї позиції ми знаходимо у А.С. Васильєва, який зазначив, що зовнішньовладні дії державних органів (а по суті, в тому числі, і регулятивні дії – Авт.) можливі тільки в правових формах, адже неправовими формами можуть характеризуватися лише допоміжні функції, які становлять внутрішньо-апаратну організаційну діяльність органів державної виконавчої влади технічного, аналітичного, забезпечуючого або охоронного характеру¹³⁷.

В юридичній науці основу державного регулювання економіки становлять господарсько-правові методи. Концептуально методи господарського права будуються на двох принципах: загальнодозвільному («дозволене все, що не заборонено законом»), за яким діють підприємства та підприємці, і зобов'язуючому («суб'єкти господарського права зобов'язані й повинні робити те, що на них покладене законом»). Останній принцип, в основному, стосується органів державного регулювання економікою¹³⁸.

У зв'язку з тим, що господарські відносини є комплексними відносинами, похідними від адміністративних та цивільних відносин, вони поєднують у собі управлінські, організаційні, договірні та майнові елементи. Тому в господарському праві як в комплексній галузі права взагалі діють декілька (а не один, як у некомплексних галузях) основних методів правового регулювання. Проте їх за правовою суттю та походженням можливо розподілити на методи адміністративно-правового характеру, що передбачають, перш за все, управлінську складову під час їх застосування та

¹³⁷ Васильєв А.С. Административное право Украины (общая часть): Учебное пособие. – Х., 2001. – С. 140–141.

¹³⁸ Щербина В.С. Господарське право: підручник. – К.: Юрінком Інтер, 2009. – С. 25.

методи цивільно-правового характеру, що базуються на принципі рівності сторін, автономності при виборі алгоритму дій.

Серед методів адміністративно-правового характеру можливим є виділення таких.

Метод владних приписів реалізується шляхом встановлення правових норм, які передбачають обов'язкові правила поведінки, здійснення діяльності. В сфері регулювання фондового ринку цей метод реалізується у таких формах, як, зокрема, обов'язковість державної реєстрації особи, отримання ліцензії на здійснення професійної діяльності, дотримання встановленого порядку щодо випуску та обігу цінних паперів, здійснення реєстрації емісій цінних паперів та інформації про емісію, встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку тощо.

Крім того, використовується метод заборон. Так, на фондовому ринку встановлені заборони на суміщення певних видів діяльності. Так, здійснення діяльності з організації торгівлі не сумісне з провадженням інших видів діяльності. Також заборонено поєднання діяльності з торгівлі цінними паперами та з ведення реєстру власників цих цінних паперів, діяльності з управління активами інституційних інвесторів з іншими видами діяльності, крім ведення реєстрів власників іменних цінних паперів інститутів спільного інвестування тощо.

До методів адміністративно-правового характеру у господарському праві також можна віднести метод рекомендацій. Держава регулює поведінку суб'єктів господарських відносин шляхом рекомендованих моделей відповідних правовідносин. Наприклад, встановлення НКЦПФР принципів корпоративного управління, затвердження примірного статуту та правил фондової біржі, інші методичні рекомендації щодо окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку – це приклади застосування державою зазначеного методу. Залежно від конкретних господарських ситуацій, інтересу держави щодо тих або інших господарських відносин на фондовому ринку,

можуть використовуватись будь-які із зазначених адміністративно-правових методів, виходячи з ефективності їх застосування.

До методів цивільно-правового характеру, перш за все, відноситься метод автономних рішень, що передбачає право господарюючого суб'єкта приймати будь-які рішення в межах норм чинного законодавства і своєї правосуб'єктності. Так, учасники фондового ринку мають право за власною ініціативою приймати будь-які рішення із розпорядження фінансовими інструментами, якими вони володіють на праві власності. Або професійні учасники – торговці цінними паперами самостійно приймають рішення із продажу чи купівлі певних інструментів на фондовому ринку у випадку, коли вони не зв'язані дорученням власника активу. Це означає, що суб'єкти господарських відносин самостійно планують свою господарську діяльність та у межах законодавства вільно обирають предмети господарських договорів і визначають зобов'язання в них, всі необхідні умови господарських відносин.

Пов'язаним з методом автономних рішень є метод узгодження, із застосуванням якого учасники правовідносин, виходячи з принципу рівності сторін, узгоджують свої позиції, перш за все, для досягнення взаємовигідного економічного результату, а не виконання обов'язкових приписів. Цей метод лежить в основі договірних відносин на фондовому ринку.

Методи державного регулювання фондового ринку знаходять своє безпосереднє втілення в засобах. **Засоби** державного регулювання фондового ринку є по суті видами регулюючого впливу держави, кожен з яких спрямований на регулювання окремих складових господарської діяльності суб'єкта господарювання. Розподіл засобів та їх кваліфікацію можливо здійснити за схожими критеріями, які були нами застосовані щодо господарсько-правових методів державного регулювання фондового ринку.

Існуючий у господарському праві перелік засобів державного регулювання господарської діяльності визначено в частині 2 ст. 12 ГК України. До цих нормативно закріплених засобів можливо застосувати метод

класифікації та розглянути їх крізь призму розподілу за характером правового регулювання.

Реалізацією такої класифікації буде визначення засобів адміністративно-правового характеру, що передбачають перевагу управлінської складової під час їх застосування та засобів економіко-правового характеру, що базуються на встановленні державою (регулятором) певних меж поведінки суб'єкта господарювання при збереженні автономності, свободи алгоритму дій.

Так, до засобів адміністративно-правового характеру варто віднести державне замовлення, ліцензування, патентування, квотування, сертифікацію, стандартизацію, застосування нормативів та лімітів.

Засобами економіко-правового характеру, на нашу думку, можна вважати регулювання цін і тарифів, надання інвестиційних, податкових та інших пільг, а також надання дотацій, компенсацій, цільових інновацій та субсидій.

Безумовно, перераховані господарсько-правові засоби державного регулювання стосуються діяльності господарюючих суб'єктів в межах економіки в цілому. Не всі з них можуть бути застосовані на ринку цінних паперів. Проте окремі з них реалізуються на фондовому ринку.

До адміністративно-правових засобів державного регулювання фондового ринку України можна віднести ліцензування діяльності професійних учасників фондового ринку, сертифікацію фахівців з питань фондового ринку, запровадження міжнародних стандартів для реєстрації цінних паперів та всіх видів офіційної інформації, що поширюється на ринку. Засобами економіко-правового характеру є надання інвестиційних преференцій, встановлення пільгових режимів оподаткування, штрафних санкцій за недотримання встановлених правил, запровадження компенсаційних механізмів, страхування інвестицій тощо.

Звичайно, лише поєднання та комплексне використання зазначених засобів формують системний характер державного регулюючого впливу на фондовий ринок та спроможні забезпечувати позитивний результат. Дотримання оптимального співвідношення, балансу як між адміністративно- та економіко-

правовими засобами, так і безпосередньо всередині цих груп засобів є одним із основних та найскладніших завдань державного регулювання ринку цінних паперів.

Засоби державного регулювання фондового ринку на практиці реалізуються у певних нормативно встановлених формах. **Форми** (лат. *forma* – зовнішній обрис, вияв якого-небудь змісту) державного регулювання фондового ринку є виявленням його змісту та практики реалізації. Їх можна визначити як зовнішнє виявлення однорідних за своїм характером і правовою природою дій органів державної влади, здійснених у рамках режиму законності та компетенції для досягнення господарсько-правової мети – публічного забезпечення прав учасників фондового ринку та нормального функціонування фондового ринку в цілому.

Форми державного регулювання фондового ринку, як і інші елементи системи державного регулювання економіки, зумовлені рівнем його розвитку, потребами діяльності учасників ринку, вимогами документів міжнародних організацій та міждержавними угодами, інтересами та соціально-економічними цілями країни та й загалом економіко-політичною ситуацією, у якій перебуває держава.

Проте безпосередньо форми державного регулювання фондового ринку – це конкретні дії, заходи держави в особі її органів, що містять регулюючий вплив на процеси та поведінку учасників ринку. Перелік форм визначений в ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Для системного сприйняття визначеної Законом сукупності форм державного регулювання фондового ринку вважаємо необхідним представити їх класифікацію за функціональним змістом господарсько-правового впливу на діяльність суб'єктів ринку.

Часто в літературі здійснюється класифікація форм діяльності за секторальним/інституційним принципом, згідно з розподілом між регулюючими органами сфер регулювання та відповідно до рівня

регулюючого впливу – змісту компетенції державних органів¹³⁹. Ми ж пропонуємо розгляд за функціональним/цільовим принципом, згідно з яким функції встановлення норм, напрямків розвитку ринку, контролю, нагляду і захисту на ринку здійснюються різними органами управління відповідно до галузевої компетенції. Головним у такій класифікації є зміст регулюючого впливу. Адже функції є відносно самостійними та однорідними частинами змісту діяльності, в яких з боку регулятора виявлено владно-організуючий вплив суб'єкта регулювання, спрямований на забезпечення потреб взаємодіючого з ним об'єкта управління. Тому, в даному підрозділі ми визначимо розподіл форм державного регулювання фондового ринку в змісті функціональної складової господарсько-правового механізму для подальшого системного дослідження. У зв'язку з цим доречно зазначити, що розгляд функцій як напрямів правового регулювання був запропонований вченими юристами–цивілістами О.В. Дзерию і Д.В. Бобровою. Відомі правники цілком слушно говорять про те, що функції цивільного права знаходять своє реальне виявлення не лише в законодавстві, в конкретних правових нормах, але разом з іншими правовими засобами утворюють певний механізм, покликаний забезпечити реалізацію відповідного праворегулюючого призначення¹⁴⁰.

За такого критерію вбачається можливим розглянути весь перелік форм державного регулювання фондового ринку крізь призму їх розподілу на п'ять функціональних напрямів діяльності органів державної влади, здійснення ними регулюючого впливу¹⁴¹.

¹³⁹ *Ровинський Ю.О.* Організаційно-правове регулювання діяльності учасників фондового ринку України: дис... канд. наук з держ. управління: 25.00.02 // Одеський регіональний ін-т держ. управління Національної академії держ. управління при Президенті України. — О., 2005. — 177 с.; *Радзімовська С.Ф.* Державне управління інфраструктурою ринку цінних паперів України: дис... канд. наук з держ. упр.: 25.00.02 // Національна академія держ. управління при Президенті України. — К., 2009. — 198 с.

¹⁴⁰ *Цивільне право України: Підручник: У 2 кн. / За ред. О.В. Дзери, Н.С. Кузнецової.* — К.: Юрінком Інтер, 2002. — Кн. 1. — С. 23.

¹⁴¹ *Полюхович В.І.* Зміст та класифікація методів, засобів та форм державного регулювання фондового ринку України // Підприємництво, господарство і право. — Київ. — 2011. — № 6. — С. 64–67.

По-перше, це функціональний напрям законодавчої та нормотворчої діяльності держави в особі її уповноважених органів. Він реалізується в таких формах регулювання:

- прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку цінних паперів;
- регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів;
- встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів.

Цей напрям регулюючого впливу об'єднує визначені форми за критерієм здійснення державними органами нормативного забезпечення фондового ринку, простими словами - встановлення «правил гри» на ринку. Саме в цьому сегменті знаходить свою реалізацію нормотворча функція державного регулювання.

Другий функціональний напрям об'єднує дозвільну діяльність та встановлення заборон, до складу якого доцільно включити такі форми, як:

- видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів;
- заборона та зупинення професійної діяльності на ринку цінних паперів у разі відсутності ліцензії на цю діяльність та притягнення до відповідальності за здійснення такої діяльності згідно з чинним законодавством.

Зазначений напрям об'єднує форми регулювання за критерієм визначення державою правил доступу на фондовий ринок та встановлення заборон та покарання під час здійснення діяльності з порушенням таких правил. У цьому сегменті реалізується, перш за все, дозвільна функція державного регулювання.

Третім є функціональний напрям облікової та реєстраційної діяльності держави, що втілюється у таких формах:

- реєстрація емісій цінних паперів;

– реєстрація інформації про емісію цінних паперів.

Цей напрям є реалізацією інформативно-реєстраційної функції державного регулювання.

Захисна функція державного регулювання має своє втілення у складі четвертого функціонального напрямку, що реалізується у формі створення системи захисту прав інвесторів.

П'ятий функціональний напрям об'єднує весь спектр контрольної діяльності держави і реалізується у таких формах регулювання:

– контроль за здійсненням професійної діяльності на ринку цінних паперів;

– контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, умов продажу (розміщення) цінних паперів, передбачених такою інформацією;

– контроль за дотриманням прав інвесторів емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;

– контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;

– контроль за їх дотриманням правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів;

– контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;

– контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів.

Як бачимо, контрольна функція наскрізь охоплює всю систему державного регулювання фондового ринку. Проте, чи є вона безпосередньою функціональною складовою господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку? Адже контроль за своєю правовою природою є, перш за все, суто адміністративним засобом регулюючого впливу і не відноситься до засобів державного регулювання господарської діяльності, перелік яких визначено в ч. 2 ст. 12 ГК України. Але в даному випадку ми

погоджуємося з позицією І.М. Кравець, що контроль – це обов’язкова складова організації господарської діяльності, оскільки за його відсутності здійснення організаційно-господарських повноважень втрачає сенс¹⁴². Тому, хоча детальне вивчення існуючих форм державного контролю виходить за межі нашого дослідження, необхідно зазначити, що для господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку контрольна функція держави має забезпечувальний характер щодо його існування та належної роботи.

Визначена вище сукупність методів, засобів та форм державного регулювання фондового ринку реалізується в діяльності регулюючих **суб’єктів** (лат. *subjectum* – носій властивостей, станів і дій. У сучасному філософському сенсі – активно діючий індивід або соціальна група, що пізнає та володіє свідомістю і волею). Поняття регулюючого суб’єкта, на нашу думку, найбільш об’ємно висловив Л. Ходов. На думку вченого, суб’єктами державного регулювання є носії, виразники й виконавці економічних інтересів. Носії таких інтересів – це фізичні і юридичні особи та утворені ними групи. Останні відрізняються одна від одної за рядом ознак: майновою, за доходами, за видами діяльності, за професійними і регіональними характеристиками. У підсумку цією категорією охоплюється все економічно активне населення. Найбільш могутні виразники групових економічних інтересів – це союзи підприємців і професійних союзів. Вони мають власні соціально-економічні концепції і значні можливості домагатися їхньої реалізації через державну економічну політику. Здійсненню цілей, переслідуваних носіями економічних інтересів, служать і політичні партії¹⁴³.

Беручи до уваги в цілому таку точку зору на характеристику суб’єктів державного регулювання, зазначимо її певні недоліки. По-перше, можна бути носієм певного економічного інтересу, але не мати можливості впливати на його реалізацію; по-друге, можна впливати на реалізацію, але не бути

¹⁴² Кравець І.М. Правове становище суб’єктів організаційно-господарських повноважень. – К.: Юрінком Інтер, 2010. – С. 41.

¹⁴³ Ходов Л. Экономические интересы и государственное регулирование экономики: прямая и обратная связь // Российский экономический журнал. – 2005. – № 1. – С. 62–69.

безпосереднім регулюючим суб'єктом, по-третє, в сфері ринку цінних паперів діють саморегулівні організації, що здійснюють певні регулятивні функції, але не є державними органами. Політичні партії, профспілки, інші об'єднання, як правило, розробляють програми, плани дій, що відображають економічні інтереси певних соціальних груп, однак подібні програми не є проявом регулятивної діяльності, а по суті лише пропозиціями, які можуть бути не прийняті державними структурами. Саморегулівні організації здійснюють регулювання на фондовому ринку лише в межах, визначених законом, фактично шляхом реалізації делегованих державою повноважень.

На нашу думку, суб'єктами державного регулювання можуть бути лише *законодавчі та виконавчі державні органи*, що наділені повноваженнями впливу на об'єкт регулювання, що дозволяє не тільки бути носієм економічного інтересу та виразити його, але реально реалізувати цей інтерес, здійснювати регулюючий вплив на всю сферу ринку та охоплювати весь спектр об'єктів регулювання, що його становлять (відзначимо, що, на нашу думку, найбільш змістовний аналіз регулюючих суб'єктів як носіїв, виразників та виконавців економічних інтересів здійснено колективом авторів під керівництвом І. Михасюка¹⁴⁴). Науково коректним буде також зазначити регулятивну роль *судових органів*, які роблять внесок в процес як законодавчого регулювання (Конституційний Суд України), так і судового регулювання в сфері правозастосування, деліктних відносин шляхом вирішення спорів. Проте, на нашу думку, діяльність судових органів є опосередкованим видом державного регулювання. Його застосування зумовлено не безпосередніми потребами об'єктів регулювання, а необхідністю вирішення ситуацій, що потребують окремого тлумачення правових норм або врегулювання конфліктів, що виникають в процесі застосування правових норм, в тому числі, і в процесі діяльності

¹⁴⁴ *Михасюк І., Мельник А., Крупка М., Залога З. Державне регулювання економіки / За редакцією проф., акад. АН вищої школи України І.Р. Михасюка – Львівський національний університет ім. І. Франка. Підручник. Друге вид., виправлене і доповнене. – К.: Атіка, Ельга-Н, 2000. – С. 20.*

безпосередніх суб'єктів державного регулювання, якими є законодавчі та виконавчі державні органи. Тому при розгляді суто процесу державного регулювання фондового ринку судові органи не є безпосередніми регулюючими суб'єктами. Їх роль в державному регулюванні є факультативною, зумовленою наявністю спеціальних підстав.

До суб'єктів державного регулювання фондового ринку України відносяться центральні та місцеві органи державної влади, які відповідно до поставлених завдань, соціально-економічних інтересів та згідно з обсягом своїх повноважень приймають рішення щодо реалізації цих завдань та інтересів, а значить – щодо методів, засобів, форм та інших елементів регулювання. Суб'єкти державного регулювання фондового ринку – це система державних органів та інститутів, що здійснюють конкретні дії, що регулюють процеси на ринку цінних паперів, діяльність його учасників. Головним регулюючим суб'єктом виступає держава в особі своїх органів. Під час дослідження системи державних органів крізь призму здійснення ними правового регулювання фондового ринку та безпосередньої участі в правовідносинах на ринку доцільним є її розгляд відповідно до юридичної сили нормативних регуляторних актів, які вони уповноважені приймати.

На чолі системи знаходиться Верховна Рада України як єдиний орган законодавчої влади в Україні, що здійснює регулювання випуску та обігу емісійних цінних паперів шляхом прийняття законів відповідно до ст. 85, 92 Конституції України, затверджує Державний бюджет України (саме в Державному бюджеті встановлюються обсяги державних внутрішніх і зовнішніх запозичень, в тому числі здійснених у формі випуску цінних паперів) та контроль за його виконанням, затверджує рішення про надання Україною позик і економічної допомоги іноземним державам та міжнародним організаціям, а також про одержання Україною від іноземних держав, банків і міжнародних фінансових організацій позик.

Значну регулятивну функцію здійснює Президент України, який у відповідності до положень Конституції України разом з іншими своїми

повноваженнями утворює, реорганізовує та ліквідує за поданням Прем'єр-міністра України міністерства та інші центральні органи виконавчої влади. Так, реалізуючи зазначені повноваження, Президентом було створено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, що стала спеціалізованим органом державного регулювання фондового ринку в Україні.

Кабінет Міністрів України як вищий орган в системі органів виконавчої влади серед інших має повноваження із забезпечення економічної самостійності України, здійснення внутрішньої і зовнішньої політики держави, виконання Конституції і законів України, актів Президента України (п. 1 ст. 116 Конституції України). Реалізуючи ці повноваження, Кабінет Міністрів України має право приймати рішення про випуск окремих видів цінних паперів (облігацій зовнішніх державних позик України) в межах граничного розміру державного боргу, крім цього, має право брати зобов'язання, які впливають з цього, у тому числі щодо відмови від суверенного імунітету в можливих судових справах, пов'язаних з випуском таких цінних паперів.

Також до системи державних органів – регулюючих суб'єктів фондового ринку необхідно також віднести Міністерство фінансів, Міністерство економіки, Антимонопольний комітет, Фонд державного майна, Національний банк України, Державне казначейство.

На місцевому рівні регулятивні функції здійснюють як регіональні (місцеві) підрозділи центральних органів виконавчої влади, так і безпосередньо місцеві державні адміністрації відповідно до нормативно закріпленого розподілу повноважень.

Особливістю регулювання фондового ринку є існування інституту саморегулювання. В умовах розвитку системи державного регулювання фондового ринку підвищується роль саморегулювання як засобу диверсифікації та оптимізації регулятивного впливу на ринок. Сьогодні саморегулятивні організації є не лише засобом вироблення правил і захисту інтересів їх учасників, а й здійснюють реальний регулятивний вплив на

учасників фондового ринку. Використання інституту саморегулювання в сучасних умовах надає можливість як розвантажити державу як регулятора на ринку, так і дати змогу розвитку регулювання «знизу» та використання демократичних «цехових» норм професійного співробітництва.

Детально зміст та особливості діяльності суб'єктів державного регулювання фондового ринку та роль саморегулювних організацій буде розглянуто нижче.

Суб'єкти здійснюють свої регулюючі функції щодо певних об'єктів. Розглянемо, що є об'єктами державного регулювання фондового ринку України.

Об'єктом (лат. *objectum* – предмет) державного регулювання фондового ринку є сам ринок з його інфраструктурою, а безпосередніми об'єктами є діяльність окремих учасників ринку – емітентів, інвесторів, професійних учасників, а також саморегулювних організацій. Зазначимо, що саме при об'єкти державного регулювання ідуть нескінченні дискусії серед вчених. Від визнання того або іншого об'єкта регулювання залежить вибір концепції, методів, засобів, форм регулювання, а також напрями та масштаби державного впливу на фондовий ринок.

Як зауважує Б. Панасюк, вибір об'єктів регулювання визначається цілями й пріоритетами соціально-економічного розвитку країни. Виділяючи ряд об'єктів державного впливу на економіку країни загалом, а саме: економічні райони, підприємства, пропорції відтворення, соціальний захист населення, фінансову стабілізацію, науку і культуру, пріоритетними він вважає зміцнення фінансово-кредитної і матеріальної бази територій, формування ринкової інфраструктури тощо¹⁴⁵.

При формуванні нашої позиції щодо визначення об'єктів державного регулювання фондового ринку України вважаємо за необхідне зазначити ряд важливих методологічних положень.

¹⁴⁵ Панасюк Б. Государственное регулирование экономики // Экономика Украины. – 2004. – № 1. – С. 19–30.

По-перше, вибір регульованого об'єкта дійсно визначається, насамперед, цільовою функцією, або інакше – соціально-економічним інтересом суб'єкта державного регулювання. Таку позицію варто поділити на різні рівні реалізації регулюючих функцій – макрорівень, на якому реалізуються інтереси держави; медіарівень, де реалізуються інтереси окремих регіонів, секторів і галузей економіки; мікрорівень, на якому реалізуються інтереси господарюючих суб'єктів.

По-друге, вибір об'єкта державного впливу залежить від багатьох факторів, у тому числі від рівня розвитку ринку, його структури, ступеня інтегрованості національного фондового ринку економіки у світовий. Інакше кажучи, об'єкт регулювання змінюється історично та залежить від ряду загальноекономічних чинників.

По-третє, що досить важливо в умовах суперечливості економічних інтересів на різних рівнях їхньої реалізації, при виборі об'єктів регулювання необхідно керуватися принципом сумісності інтересів. Державне регулювання має гарантувати, перш за все, неупереджений підхід та забезпечення рівних прав щодо всіх учасників фондового ринку.

Виділяючи постійні об'єкти державного впливу на фондовий ринок, насамперед, необхідно визначити такі: секторну, галузеву й регіональну структури ринку; умови накопичення інвестиційного капіталу; інвестиційний цикл; ціни й умови конкуренції; підготовку й перепідготовку кадрів; навколишнє середовище; зовнішньоекономічні зв'язки тощо.

Саме з урахуванням наведених чинників необхідно здійснювати розгляд окремих складових діяльності учасників фондового ринку. Водночас, в межах нашого дослідження окрему увагу буде приділено питанням державного регулювання діяльності професійних учасників фондового ринку.

Ключовим моментом є процесі регулювання будь-якої системи є визначення мети регулювання. При дослідженні цього питання щодо системи регулювання фондового ринку в якості мети може бути прийнято,

наприклад, захист прав інвесторів. До речі, саме захист прав інвесторів визначено офіційною метою діяльності Комісії з цінних паперів і бірж США. Проте такий підхід до визначення мети є дещо односторонній, оскільки інвестор є одним з елементів системи, і як будь-який елемент виконує тільки йому властиву функцію. Він тісно пов'язаний з іншими елементами і має властивість взаємодіяти та інтегруватись з ними. Спрямована взаємодія на один з елементів системи може привести до порушення стабільності системи в цілому, що протирічить загальному правилу менеджменту – прагнути до стабільності системи загалом, а не окремих її елементів чи підсистем. Таким чином, захист прав інвесторів можна вважати тактичною складовою мети, зумовленою тим, що на сьогодні інвестори перебувають в більш уразливому становищі порівняно з емітентами, депозитаріями, реєстраторами та посередниками, що пов'язано з процесами становлення та розвитку ринку. В ст. 2 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» комплексно визначено мету державного регулювання шляхом встановлення цілого переліку її складових. Повністю погоджуючись з таким підходом до формулювання мети державного регулювання фондового ринку, вважаємо необхідним виділити її суть, так би мовити глобальну мету. Адже метою державного регулювання фондового ринку не повинен бути безпосередньо ринок, його складові. На нашу думку, мета має втілювати глобальні суспільні прагнення, реалізацію яких покликаний забезпечувати фондовий ринок. З цієї точки зору, наприклад, забезпечення стабільності та ліквідності ринку цінних паперів стосується інтересів всіх учасників ринку та держави в цілому¹⁴⁶. Але в реаліях сьогоdnішнього фондового ринку України брати за мету лише забезпечення його стабільності, на нашу думку, є актуальним, але обмеженим у часовому вимірі чинником. Така мета може бути безпосередньо актуальною лише в певний період, наприклад, період кризи.

¹⁴⁶ *Никитинский В.Н.* Механизм государственного регулирования российского рынка ценных бумаг в целях развития реального сектора экономики: дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 // М., 1998. – С. 93.

Для України такими глобальними прагненнями є розбудова економічної бази держави, що, в свою чергу, здійснюється для забезпечення росту рівня добробуту всіх членів суспільства. Інвестиційні процеси, що реалізуються на фондовому ринку і інфраструктурною основою для яких він одночасно існує, є одними із основних складових економіки держави. А тому, сприяння розвитку інвестування, забезпечення всіх необхідних умов та правового регулювання з боку держави інвестиційних процесів є основним напрямом державного регулювання фондового ринку.

Як нами зазначено вище, господарсько-правовою метою державного регулювання фондового ринку можна визначити публічне забезпечення прав учасників фондового ринку та нормальне функціонування фондового ринку в цілому. Проте, якщо вести мову про визначення мети з огляду на загально-національні інтереси, то вважаємо, що розвиток інвестиційних процесів для розбудови соціально-економічної бази українського суспільства можна визначити в якості основної, глобальної мети державного регулювання фондового ринку України.

Одним з найбільш змістовних термінів теорії державного регулювання економіки та вживаних в науковому обігу є «**модель**» (фр. *modele* – зразок). Філософський зміст терміна «модель» полягає у тому, що це є деякий спеціально створений зразок (об'єкт або змодельоване явище), що включає всі (усвідомлені й бажані) характеристики досліджуваного об'єкта або явища¹⁴⁷. Між моделлю і досліджуваним об'єктом (явищем) має існувати певна схожість, що виявляється в подібності характеристик або функцій. Модель може виконати свою роль лише тоді, коли ступінь її відповідності досліджуваному об'єкту визначена досить точно. Тому у філософському аспекті модель державного регулювання фондового ринку охоплює все різноманіття методів, засобів, форм регулювання, а також учасників процесу та структуру їх взаємозв'язків. У певному сенсі модель близька до сутності

¹⁴⁷ *Большой* Российский энциклопедический словарь / М.: Большая Российская энциклопедия. – 2008. – С. 470.

явища, але в її суті переважає статичний момент, вона наче є «відбитком», «макетом», «фотокопією» явища.

Зазначимо, що поняття «модель» необхідно розглядати в економіко-правовому аспекті. Економіко-правовий аспект моделі полягає в тому, що вона завжди конкретна, завжди специфічна. Так, у світовій практиці існує достатньо велика кількість моделей державного регулювання фондового ринку, кожна країна має свою специфічну систему регулювання, проте всі вони мають певні спільні риси, що дозволяє з метою здійснення класифікаційного аналізу об'єднувати в так звані американську та європейську моделі, що буде детальніше розглянуто нижче.

Таким чином, вибір моделі державного регулювання залежить, з одного боку, від того, наскільки є науковим наше розуміння суті державного регулювання фондового ринку. Зазначимо, що істотну роль при цьому відіграє мета, або, як зазначає Л.І. Дмитриченко, «цільова функція»¹⁴⁸ явища або процесу, що часто і визначає вибір моделі, у нашому випадку – моделі державного регулювання фондового ринку. З іншого боку, різноманіття моделей державного регулювання визначається тим, що модель (як і складові її елементи) залежить від конкретно-історичних умов, в яких вона застосовується, від особливостей соціально-економічного розвитку країни, від економічної та навіть політичної ситуації в державі, від цільових орієнтирів державної політики.

Усяка модель має сенс, якщо вона функціонує. Отже, модель передбачає і може існувати лише за наявності конкретного **механізму** її реалізації. У науковій літературі та в практиці державного регулювання є різні визначення категорії «механізм». Слово «механізм» у перекладі з грецької «mechanē» означає «зброя», «машина». Часто механізм визначають як послідовність станів, процесів, які визначають собою які-небудь дії, явища, або як систему,

¹⁴⁸ Дмитриченко Л.І. Государственное регулирование экономики (социально-экономический аспект): дис... д-ра экон. наук: 08.01.01 / Донецкий национальный ун-т. — Донецк, 2002. – С. 71.

пристрій, який визначає порядок якого-небудь виду діяльності¹⁴⁹. Також в енциклопедичних словниках під механізмом розуміється система тіл, призначена для забезпечення руху одного або декількох тіл у необхідному напрямку.

В економічній літературі поняття «механізм державного регулювання економіки» сформульовано нечітко. Мають місце дослідження, в яких йдеться про «поле елементів, що утворюють механізм державного регулювання», але не розкривають безпосередньо його суть¹⁵⁰. Досить поширене визначення цього поняття як системи, що поєднує мету й інструменти економічної політики¹⁵¹.

До визначення поняття «механізм державного управління» або «механізм державного регулювання»¹⁵² по-різному підходили відомі зарубіжні та вітчизняні вчені-юристи: В. Аверьянов, Г. Атаманчук, В. Афанасьєв, С. Глазєв, Ф. Шамхалов, В. Бакуменко, С. Дубенко, В. Князєв, М. Корецький, О. Машков, О. Могильний, Н. Нижник, Г. Одинцова, Ю. Сурмін та ін. Так, на думку Г. Атаманчука, механізм управління – це складова частина системи управління, що забезпечує вплив на фактори, від стану яких залежить результат діяльності управлінського об'єкта¹⁵³. До того ж, на думку цього автора, механізмом може бути сама держава, якщо розглядати її як форму суспільного самоуправління. У свою чергу, Ф. Шамхалов механізм держави в широкому розумінні визначає як механізм практичної реалізації державної влади, а у вузькому – конкретний засіб

¹⁴⁹ *Краткий экономический словарь* / Под ред. А.Н. Азрилияна. – М.: Ин-т нов. экономики, 2001. – С. 401.

¹⁵⁰ *Механизм территориального самоуправления и рыночное регулирование*. – Екатеринбург: Изд-во Уральского университета, 2009. – С. 3.

¹⁵¹ *Лившиц А.Я., Никулина И.Н. и др. Введение в рыночную экономику*. – М.: Высшая школа, 2004. – С. 48.

¹⁵² Питання розмежування термінів «державне управління» та «державне регулювання» нами буде розглянуто нижче.

¹⁵³ *Атаманчук Г.В. Государственное управление (организационно-функциональные вопросы): Учеб. пособие*. – М.: ОАО НПО «Экономика», 2000. – С. 18.

впливу держави на суспільство для вирішення поставлених завдань або розв'язання протиріч¹⁵⁴.

Українські вчені В. Бакуменко, В. Князєв, Ю. Сурмін у статті «Методологія державного управління: проблеми становлення та подальшого розвитку», визначаючи складові структури методології державного управління, зазначають, що механізмами діяльності можуть виступати методи¹⁵⁵. Але у словнику-довіднику «Державне управління» В. Князєв, В. Бакуменко дають більш повне визначення механізму державного управління як систему практичних заходів, засобів, важелів, стимулів, за допомогою яких органи державної влади впливають на суспільство, виробництво, будь-яку соціальну систему з метою досягнення поставлених цілей¹⁵⁶.

Що стосується існуючих наукових підходів щодо категорії «механізм державного регулювання», то, за твердженням О. Комякова, «його необхідно розглядати як сукупність організаційно-економічних методів та інструментів, за допомогою яких виконуються взаємопов'язані функції для забезпечення безперервної, ефективної дії відповідної системи (держави) на підвищення функціонування економіки»¹⁵⁷.

За визначенням Л. Дідківської та Л. Головка, механізм макроекономічного регулювання ринкової економіки змішаного типу - це система макроекономічних регуляторів, що складаються з таких основних елементів, як: ринкові регулятори; важелі державного впливу на економіку; корпоративне управління; інститут соціального партнерства¹⁵⁸.

¹⁵⁴ Шамхалов Ф. Теория государственного управления. – М.: ЗАО «Изд-во «Экономика», 2002. – С. 39.

¹⁵⁵ Бакуменко В., Князєв В., Сурмін Ю. Методологія державного управління: проблеми становлення та подальшого розвитку // Вісн. УАДУ. – 2003. – № 2. – С. 18.

¹⁵⁶ Державне управління: Словник-довідник / За заг. ред. В.М. Князєва, В.Д. Бакуменка. – К.: Вид-во УАДУ, 2002. – С. 78.

¹⁵⁷ Комяков О.М. Державне регулювання перехідної економіки: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.01.01 / Київ. нац. екон. ун-т. – К., 2000. – С. 12.

¹⁵⁸ Дідківська Л.І., Головка Л.С. Державне регулювання економіки: Навч. посіб. – К.: Знання-Прес, 2000. – С. 21.

На думку М. Корецького, зміст поняття «механізм державного регулювання економіки» можна визначити як систему засобів, важелів, методів і стимулів, за допомогою яких держава регулює економічні процеси, забезпечує реалізацію соціально-економічних функцій¹⁵⁹.

Варто зазначити позицію Н.О. Саніахметової, яка суть механізму державного регулювання визначає крізь призму виключно правового регулювання економічної діяльності фізичних та юридичних осіб¹⁶⁰.

О.О. Іваницький і В.В. Костенко пропонують використання терміна «господарський механізм суспільства», який визначають як взаємозв'язану і взаємообумовлену систему форм, методів, законодавчих актів, а також державних органів і організацій, покликаних створювати умови для ефективного господарювання¹⁶¹.

Також, має місце думка, що механізм державного регулювання економіки, її окремої галузі – це спосіб дій суб'єкта регулювання, який ґрунтується на базових принципах і функціях, забезпечуючи за допомогою певних форм, методів і засобів ефективне функціонування системи державного регулювання для досягнення поставленої мети та розв'язання протиріч. І одночасно вважається, що механізм державного регулювання є складовою системи державного регулювання, яка, крім того, включає в себе суб'єкти регулювання (державні органи), об'єкти регулювання (суб'єкти ринку постачальників товарів, робіт, послуг; суб'єкти ринку споживачів послуг; суб'єкти інфраструктури ринку)¹⁶².

Ми не погоджуємося з цією позицією, бо вважаємо, що суб'єкти та об'єкти регулювання є структурними складовими механізму. На нашу думку,

¹⁵⁹ *Корецький М.Х.* Державне регулювання аграрної сфери у ринковій економіці: Монографія. – К.: Вид-во УАДУ, 2002. – С. 16.

¹⁶⁰ *Господарське право України: Навчальний посібник /За заг. ред. проф. Н.О. Саніахметової.* — Х.: «Одіссей», 2005. — С. 145.

¹⁶¹ *Іваницький О.О., Костенко В.В.* Господарський механізм у системі державного регулювання економіки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http:// www.nbuv.gov.ua/portal-soc_gum-apdu-2008_2-doc-2-03.pdf.url](http://www.nbuv.gov.ua/portal-soc_gum-apdu-2008_2-doc-2-03.pdf.url).

¹⁶² *Латинін М.А.* Теоретичні підходи щодо визначення механізму державного регулювання розвитку аграрного сектора економіки України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http:// www.academy.gov.ua/ej2/txts/galuz/05lmaseu.pdf](http://www.academy.gov.ua/ej2/txts/galuz/05lmaseu.pdf).

досліджуваний термін поєднує в своєму значенні як елементи статички – суб’єкти та об’єкти регулювання, що являють собою структуру моделі державного регулювання, так і функціональні складові – форми, методи, засоби регулювання, які поєднуючись становлять процес як регулюючого впливу держави, так і взаємодії учасників регулювання.

Щодо безпосереднього визначення терміна «механізм державного регулювання фондового ринку», то вимушені зазначити, що чітке визначення цього терміну як в юридичній, так і економічній науковій літературі відсутнє. Активне застосування терміна «механізм» щодо державного регулювання фондового ринку зустрічається в дисертаційних дослідженнях вчених-юристів К.В. Масляєвої, Л.В. Панової, А.В. Попової, А.О. Приступко, а також вчених-економістів Н.В. Благі, Г.М. Терещенко, І.В. Шкодіної. Як правило, цей термін застосовується як загальноживаний і такий, що не потребує роз’яснення, а окремі визначення надаються загально без необхідної деталізації його змісту та ототожнюються з поняттями «система», «модель».

Базуючись на вищезазначених підходах та з урахуванням розгляду складових господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку, спробуємо запропонувати його авторське визначення.

Господарсько-правовий механізм державного регулювання фондового ринку – це впорядкована нормами права система інструментів регулятивного впливу та відповідних взаємозв’язків між органами державної влади, саморегульованими організаціями та учасниками фондового ринку, яка функціонує шляхом застосування засобів державного регулювання господарської діяльності у відповідних формах державного регулювання фондового ринку та спрямована на:

- створення правових засад для організації розміщення та обігу цінних паперів та їх похідних;
- визначення вимог до створення та діяльності професійних учасників, а також здійснення регулювання відносин всіх учасників фондового ринку;

– забезпечення захисту прав інвесторів на фондовому ринку, а також ефективної роботи всіх ланок фондового ринку для сприяння розвитку інвестиційних процесів та розбудови соціально-економічної бази українського суспільства.

Отже, складовими господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку є: 1) органи державної влади, саморегулівні організації як суб'єкти регулювання; 2) господарська діяльність учасників фондового ринку як об'єкт регулювання; 3) засоби та форми державного регулювання фондового ринку. Дослідження визначених складових буде здійснено в наступних розділах монографії.

1.4. Формування нормативної бази державного регулювання фондового ринку України (історико-правовий аспект)

Для створення цілісного уявлення про систему, види, сучасний стан правового регулювання та саму модель фондового ринку України необхідно хоча б стисло розглянути історичні умови його виникнення, виділити закономірності, які є причинами формування ринку та відповідних форм його регулювання.

Чому виникає фондовий ринок? Згідно з розглянутою в першому підрозділі класифікацією фондового ринку за інструментами обігу логічно визначитись, що процес його формування здійснювався у двох майже паралельних напрямках. Вони були зумовлені відносинами позики та відносинами власності, а відповідно, мали місце випуски і обіг боргових та пайових цінних паперів. Відносини боргу та участі в акціонерних формах господарської діяльності з самого початку були та залишаються базовими на ринку цінних паперів світу.

Прообрази цінних паперів та форм об'єднання кількох учасників в одну організацію, що виступала як самостійна особа, можна знайти в історії

Давнього Риму, Греції, Китаю. Проте, говорячи про формування ринку цінних паперів у сучасному розумінні, тобто, про час, коли такі інструменти та інститути набули сучасних форм, стали предметом постійного обігу та набули відповідного статусу, можливо лише з часу зародження капіталістичних відносин в Європі¹⁶³.

Історично першими виникли боргові цінні папери – векселя, а перші фондові ринки у вигляді вексельних ярмарок з'явилися в середні віки в містах – державах Західної Європи, здебільшого в Італії¹⁶⁴. Спершу вексель був засобом переказу сум, потім почав виконувати функції засобу кредиту, а також засобу отримання через передачу іншій особі суми боргової вимоги. Всі ці функції могли бути виконані лише через посередництво спеціальної особи, в той час, як правило, банкіра¹⁶⁵.

Пайові цінні папери з'явилися зі створенням нових правових форм – акціонерних товариств, що почали виникати на базі середньовічних цехових та ремісничих об'єднань, виробничих корпорацій.

Економічним поштовхом до створення акціонерних товариств стало розширення торговельних зв'язків і неможливість забезпечення функціонування великих економічних проектів коштами однієї або декількох заможних родин.

Першими акціонерними товариствами традиційно називають створені в XVI-XVII ст. в Англії Московську, Левантську, Балтійську, Ост-Індську компанії, а також голландську Об'єднану Ост-Індську компанію¹⁶⁶. Метою їхньої діяльності було ведення заморської торгівлі, що вимагало великих витрат, а тому виникла необхідність у консолідації капіталу багатьох учасників. В подальшому фондовий ринок акумулював грошові накопичення

¹⁶³ Кондрашихин А.Б., Рожманов В.Г., Пепа Т.В., Федорова В.А. Фондовый рынок (Рынок ценных бумаг): Учебное пособие. – К.: Центр учебной литературы, 2008. – С. 13.

¹⁶⁴ Ткаченко А.О., Милославський С.В. Історія розвитку правового регулювання та застосування векселя в банківській діяльності // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. – Т. 6. – Суми, 2002. – С. 193.

¹⁶⁵ Мороз Ю.Н. Вексельное дело. – К., 1996. – С. 21.

¹⁶⁶ Кашанина Т.В. Корпоративное право (Право хозяйственных товариществ и обществ). Учебник для вузов. – М.: Издательская группа НОРМА-ИНФРА-М, 1999. – С. 93–96.

промисловців, купців, банків, держави, пересічних громадян та спрямував ці вкладення у виробничу (будівництво залізниць, підприємств у сфері добувних галузей, галузей переробки, машинобудування і торгівлі тощо) та невиробничу (наприклад, фінансування оборони) сфери.

Нами наведено обставини виникнення приватних цінних паперів, але про фондовий ринок у сучасному розумінні можна говорити лише тоді, коли держава починає здійснювати емісію своїх боргових зобов'язань на регулярній основі, а акціонерні товариства, що випускають акції, пускають їх у вільний обіг та виникають біржі для торгівлі цими інструментами. Саме біржа як інститут та системоутворююча складова ринку стала в світовій історії початком існування організованого фондового ринку.

Початок цьому процесу було покладено на початку XVII століття, коли спочатку голландська Об'єднана Ост-Індська компанія а потім і англійська Ост-Індська компанія здійснили випуск акцій, які надійшли у вільний обіг. Розвиток фондового ринку об'єктивно пов'язаний, перш за все, з розвитком біржової торгівлі, адже біржа стала головною ланкою ринку, основним центром перетину економічних інтересів. Формально юридично перша класична біржа – Амстердамська – виникла у 1611 році,¹⁶⁷ коли торговельні посередники придбали для здійснення своїх операцій постійне приміщення¹⁶⁸. Вона є найстарішою біржею з нині існуючих. Саме Амстердам вважається засновником ринку цінних паперів. Хоча ще раніше облігаціями державних позик торгували у Венеції і Флоренції. У Генуї існував активний ринок розписок і платіжних зобов'язань, у ганзейських містах – ринок рент, а на лейпцізьких ярмарках котирувалися «частки» (акції)

¹⁶⁷ Засновані історично раніше біржі в голандському Антверпені (1531 р.), французьких Тулузі та Ліоні (1549 р.) та інших містах, які часто називають першими біржами, незабаром після створення припинили своє існування.

¹⁶⁸ Сам термін «біржа» відповідно до найпоширенішої версії походить від фламандського слова *burse*, що означає «гаманець». Відомо, що в місті Брюгге в XV ст. проживала купецька родина *van der Burse*, на гербі якої були зображені три шкіряних гаманця. Торговельні збори, що проходили на площі біля їхнього будинку, одержали назву «*bursa*». З того часу це слово ввійшло до багатьох мов світу (німецька – *bourse*, французька – *bourse*, італійська – *borsa*, іспанська – *bolsa*). В англійських країнах це слово однак не прижилося. Тут закріпився термін *stock exchange*, що дослівно означає «обмін активами».

німецьких рудників. Але Амстердамська біржа стала першою відкритою біржею з вільною торгівлею цінними паперами.

У кінці XVII ст. за підтримки амстердамського капіталу центром торгівлі стає Лондон. З 1695 р. лондонська Королівська біржа почала здійснювати угоди з державними паперами та акціями, а остаточно Англійський фондовий ринок набув усіх необхідних атрибутів лише в XVIII столітті, коли в 1773 р. була створена перша у світі спеціалізована¹⁶⁹ біржа цінних паперів – Лондонська фондова біржа. У США фондовий ринок сформувався зі створенням Нью-Йоркської фондової біржі в 1792 р..

Фондовий ринок є елементом розвинутого товарного господарства і виникає, в першу чергу, там, де створюються умови для вільного розвитку товарно-грошових відносин. Тому не випадково батьківщиною перших фондових ринків і стали дві країни, в яких раніше за інших сформувалися чітко впорядковані капіталістичні відносини. На ранніх етапах існування фондовий ринок не був предметом безпосереднього регулювання з боку держави. Біржі діяли за своїми правилами, контрольні механізми з боку держави були відсутні. Можна стверджувати, що фондовий ринок регулювався виключно шляхом саморегулювання.

Щодо витоків формування українського фондового ринку, то його становлення та розвиток нерозривно пов'язаний і зумовлений аналогічними процесами в Російській імперії.

Традиційно вважається, що формування ринку цінних паперів і поява біржових структур у Російській імперії безпосередньо пов'язані з реформами Петра I, адже саме він організував першу біржу в Санкт-Петербурзі в 1703 р. на зразок амстердамської, лондонської і гамбурзької бірж. Однак поява біржі

¹⁶⁹ Амстердамська біржа аж до 1913 р. була універсальною, тобто, на ній здійснювалась торгівля як різними товарами, так і цінними паперами. Універсальний характер в минулому мали більшість бірж світу. Так, в дореволюційній Росії, в тому числі й в Україні, всі біржі були універсальними. Загальносвітова тенденція полягає у розділенні бірж на товарні та фондові. В наш час універсальних (товарно-фондових) бірж практично не існує, а поодинокі випадки існування свідчать про низький рівень розвитку економіки та ринку країни.

в Санкт-Петербурзі не була зумовлена економічними чинниками – в XVIII ст. економіка Російської імперії не була настільки розвинутою, щоб потребувати створення подібного інституту. Санкт-Петербурзька біржа виникла винятково з волі царя в адміністративному порядку, коли економічні та соціальні передумови для біржової торгівлі ще не сформувалися. Хоча біржа мала загалом товарний характер, в обороті перебували ряд фондових інструментів. Об'єктом торгівлі на ній спочатку були лише іноземні цінні папери, в основному векселі, а пізніше з'явилися акції й облігації іноземних емітентів. У 1729 р. був виданий Вексельний устав, що містив цілий ряд запозичень із закордонних уставів. Вексель відповідно до Уставу визнавався цінним папером. Вексельне право в Росії розвивалося як міжнародне, при цьому в його завдання входило регулювання відносин між торговцями різних держав. Цим зумовлено те, що в національних вексельних уставах тих часів було багато спільного¹⁷⁰.

Об'єктивно виникнення російського фондового ринку пов'язано з випусками облігацій державних позик. Історичною датою виникнення російських цінних паперів можна вважати 1769 р., коли в Амстердамі був розміщений перший випуск російської державної позики, що вийшов у вигляді облігацій¹⁷¹. Поява облігацій у Російській імперії стала першим етапом у розвитку капіталістичних відносин у фінансовій, грошовій й кредитній системі країни та в усьому економічному житті.

Причиною відсутності в Росії протягом довгого часу фондового ринку полягала в тому, що державні позик царської Росії поширювалися лише на біржах іноземних держав. Так, в період з 1769 по 1793 р. облігації російських державних позик випускались виключно в Голландії і зовсім не були в біржовому обігу в Росії. На внутрішньому ринку державні боргові папери з'явилися лише в 1809 р. на підставі Указу про правила укладення внутрішніх державних позик. Перші російські пайові цінні папери – акції

¹⁷⁰ Дильтей Ф.Г. Начальные основания вексельного права. – Владимир, 1801. – С. 57.

¹⁷¹ Маренков Н.Л. Ценные бумаги. – Ростов-на-Дону.: Феникс, 2003. – С. 141.

Російсько-Американської компанії, потрапили до котирування на Санкт-Петербурзькій біржі лише в 1827 р.. Розвиток акціонерної справи в Росії зумовив прийняття в 1836 р. «Положення про компанію та акції», що випередило прийняття аналогічних регламентуючих діяльність акціонерних товариств нормативних актів Пруссії на 6 років, Франції – на 19 років, Англії – на 7 років¹⁷².

На території України перша біржа відкрилася в 1796 р. в Одесі. На початковому етапі ця біржа була виключно товарною, а з 1825 р. почали друкуватися котирування Одеської біржі на переказні векселі, що можна вважати датою початку існування фондового ринку в Україні та першого історичного періоду його регулювання. Для здійснення правового регулювання обігу цінних паперів був прийнятий спеціальний нормативний акт «Одеські біржові правила для угод по купівлі-продажу цінних паперів, золотої валюти, тратт і тому подібних цінностей»¹⁷³. В Києві біржа почала працювати з 1869 р..

Реформи 1861 року започаткували промислове зростання в Російській імперії та стали причиною створення бірж в Україні. Проте з 11 бірж, що діяли в Україні в пореформений період – у Києві, Миколаєві, Одесі, Харкові, Маріуполі, Дніпропетровську, Запоріжжі, Бердянську та Кременчуці, лише на трьох – Київській, Харківській та Одеській – здійснювалися операції з цінними паперами.

Розвиток акціонерного механізму фінансування промисловості став причиною розвитку правового регулювання фондового ринку, проявом якого стало прийняття «Положення про утворення на Санкт-Петербурзькій біржі фондового відділу» від 27 липня 1900 р., яким була започаткована низка нормативних актів з проведення біржової реформи. Створений фондовий відділ Санкт-Петербурзької біржі не був самостійною біржею, але мав особливі умови діяльності щодо підвідомчості урядовому нагляду та щодо організації і правил

¹⁷² Алексеев М.Ю. Рынок ценных бумаг. Финансы и статистика. – М.: Экзамен, 2006. – С. 309.

¹⁷³ Перші біржі старого світу // Фінансовий ринок України. – 2003. – № 2. – С. 31.

біржового обігу. Так, на відміну від всіх бірж Російської імперії, які в порядку нагляду знаходились в сфері Міністерства торгівлі та промисловості, фондовий відділ Санкт-Петербурзької біржі підпорядковувався Особливій канцелярії з кредитної частини Міністерства фінансів. Створення фондового відділу Санкт-Петербурзької біржі спричинило прийняття ряду нормативних документів. Так, в 1901 р. були затверджені «Правила для фондового відділу Петербурзької біржі», «Правила про допущення паперів до котирування у фондовому відділі Петербурзької біржі».

У листопаді 1907 р. біржове законодавство було доповнено новими «Правилами для угод по покупці й продажу іноземної валюти, фондів й акцій на Петербурзькій біржі», що свідчило про посилення державного регулювання ринку цінних паперів. Ці правила стосувалися в основному операцій з акціями.

За рівнем розвитку, масштабам і глибині операцій російський ринок цінних паперів відставав від Німеччини, Франції, Англії, США. На російському фондовому ринку було мало випусків облігацій і акцій компаній. Лише центральна біржа – Санкт-Петербурзька мала організаційно відокремлене місце торгівлі акціями.

Український фондовий ринок мав периферійне значення. Нормативні акти, прийняті для фондового відділу Санкт-Петербурзької біржі безпосередньо впливали на діяльність інших торгових бірж Російської імперії, зокрема, на торгівлю цінними паперами на Київській, Одеській та Харківській біржах. Першим двом було дозволено здійснювати самостійне котирування на своїх біржових майданчиках. Характерною рисою Київської, Одеської, Харківської бірж було розміщення акцій виключно місцевих підприємств. Так, основним предметом котирування на Київській біржі були так звані цукрово-паперові цінності – цінні папери на пред'явника, які засвідчували права на продаж цукру на внутрішньому ринку та на експорт, що було зумовлено статусом Києва як офіційно визнаного імперського центру експорту цукру.

Правова політика Російської імперії щодо фондового ринку була спрямована на розвиток його державного регулювання та створення відповідної нормативно-правової бази. Проте законодавство не було системним – «Повне зібрання законів Російської імперії» і «Звід законів Російської імперії» – кодифіковані законодавчі акти, що діяли на той час, не містили спеціальних частин, які б узагальнювали нормативні приписи щодо обігу цінних паперів. Не існувало і єдиного нормативно-правового акта, який регламентував би праввідносини у сфері діяльності фондового ринку. Діяли лише різного роду статuti (Статут про векселі, Кредитний, Торговельний, Митний статuti, Загальний статут російських залізниць тощо), нормативні положення яких тією чи іншою мірою стосувалися різних видів цінних паперів¹⁷⁴. Водночас необхідно зазначити, що інститут державного регулювання фондового ринку в Російській імперії був порівняно розвинутим, адже, наприклад, в США до кризи 1930-х р. фондовий ринок загалом саморегулювався безпосередньо біржами та їх учасниками. Біржова торгівля фондовими інструментами в Росії перебувала під достатньо жорстким державним контролем з боку Міністерства фінансів як щодо порядку укладення угод, так і кадрового складу учасників біржової торгівлі – біржових маклерів. Усі біржі країни знаходилися у сфері дії Санкт-Петербурзької біржі, що мала певні наглядові функції. На фондовому ринку українських губерній, як на всеросійському біржовому ринку загалом, панівне становище займали банки, що характерно для банківського типу моделі фондового ринку. Початок першої світової війни в 1914 р. та події 1917 р. призвели до припинення діяльності бірж в Україні та існування фондового ринку.

Таким чином, перед революцією професійне посередництво на ринку цінних паперів у Росії, а відповідно і в Україні, було досить розвинуте та існувало як на біржовому, так і на позабіржовому ринку. Основними

¹⁷⁴ *Мороз О.В.* Правове регулювання обігу цінних паперів у Російській імперії в другій половині XIX – на початку XX ст. (на матеріалах українських губерній): дис... канд. юрид. наук: 12.00.01 // Нац. ун-т внутр. справ. — Х., 2004. – С. 137.

учасниками професійної діяльності були маклери й банки. Широкий розвиток одержали такі сучасні види професійної діяльності, як брокерська, дилерська, депозитарна діяльність і діяльність з управління цінними паперами. Дореволюційне законодавство відрізнялося активним втручанням держави в регулювання ринку цінних паперів і першими спробами розробки системи вимог та відповідальності до професійних учасників.

Другий історичний період розвитку державного регулювання українського фондового ринку фактично розпочався з відродженням біржової торгівлі в період нової економічної політики в 1921–1930 р. в СРСР.

Постанова Ради праці й оборони ССРСР «Про товарні біржі» від 23 серпня 1922 р. відновлювала біржову систему дореволюційної Росії. Біржі мали правовий статус громадських організацій, що реєструвалися Комісією із внутрішньої торгівлі при Раді праці й оборони за клопотанням зацікавлених установ, підприємств. Вимагалась обов'язкова реєстрація на біржі всіх укладених поза біржею господарських угод, що було вагомим кроком у напрямку організації саме біржового ринку за умов впорядкування внутрішньої торгівлі. Цей досвід є актуальним і для сьогоденної України з огляду на значну перевагу позабіржового фондового ринку над біржовим. У жовтні 1922 р. була видана постанова Ради праці й оборони ССРСР «Про фондові біржові операції», що започаткувала організацію фондових відділів товарних бірж, які підпорядковувались Наркомату фінансів. Склад членів фондових відділів призначався цим відомством за згодою з Комісією із внутрішньої торгівлі при Раді праці й оборони ССРСР. В цьому радянське законодавство мало спільні риси з регулюванням за часів царського уряду. Допущення ж цінних паперів у фондові відділи регулювалося особливими правилами Наркомфіну. Структурно фондові відділи були аналогічними відділу Санкт-Петербурзької біржі. В Україні фондові відділи діяли, як і в дореволюційний період на біржах Києва, Одеси, Харкова.

Відмінною рисою радянських бірж того періоду було існування інституту обов'язкового членства. Відповідно до Декрету РНК СРСР від 10 квітня 1923

р. «Про державні промислові підприємства, які функціонують на засадах комерційною розрахунку» всі центральні трести зобов'язані були перебувати в статусі членів біржі і реєструвати на біржі свої угоди. Положення про обов'язковість членства на біржі була внесена до типових статутів трестів.

Основним нормативним актом цього періоду було прийняте ВЦВК і РНК СРСР положення «Про товарні та фондові біржі та фондові відділи при товарних біржах» від 2 жовтня 1925 р.. Саме цей акт можна було називати «біржовим зведенням», що мав би стати основною частиною майбутнього Торговельного кодексу СРСР. Проте тенденції до завершення періоду НЕПу мали місце і в цьому нормативному акті. Так, на біржі покладали не властиві їм функції з регулювання торговельного обороту, будь-які специфічні прийоми біржової торгівлі цим положенням виключалися. З 1927 по 1930 р. серією постанов Раднаркому була здійснена ліквідація бірж, а з ними і фондового ринку в СРСР.

До кінця 1980-х р. у СРСР не приймалися нормативні акти, які мали б відношення до ринку цінних паперів, крім постанов про окремі державні облігаційні позики та Положення про простий і перекладний вексель, затверджене РНК СРСР в 1937 р. у зв'язку із приєднанням СРСР до Женевської конвенції про Типовий закон про перекладний і простий вексель 1930-го р.. Періодичні випуски облігацій державної позики, що в добровільно-примусовому порядку розповсюджувались серед населення, у вільний обіг в якості інструментів фондового ринку не потрапляли.

Історія організації біржових установ у радянський час свідчить про можливість використання фондового ринку як інструменту, що забезпечує економічний оборот у суспільстві навіть за умов жорсткого державного регулювання. Проте за відсутності вільного ціноутворення, провідником якого виступає центральний інститут ринку – біржа, фондовий ринок втрачає сенс свого існування, що і призвело до його ліквідації в СРСР.

Об'єктивні передумови для початку процесу відродження ринку цінних паперів і становлення системи його правового регулювання склалися

наприкінці 1980-х рр.. У той час першочерговим стало завдання легалізації комерційних цінних паперів. Цінні папери одержали юридичне визнання в Законі СРСР «Про кооперацію в СРСР»¹⁷⁵ від 28 травня 1988 р. № 8998-11. Цим Законом (ст. 22) кооперативам надавалося право випуску акцій для залучення додаткових коштів, необхідних для розширення виробництва.

Для того, щоб упорядкувати процес випуску підприємствами цінних паперів, що почався стихійно, Рада Міністрів СРСР прийняла постанову «Про випуск підприємствами і організаціями цінних паперів» від 15 жовтня 1988 р. № 1195¹⁷⁶. Відповідно до цього Положення право випуску цінних паперів надавалося тільки тим підприємствам, які працювали на умовах повного господарського розрахунку й самофінансування.

Законодавчі акти, прийняті Верховною Радою СРСР в 1990–1991 рр., зберегли тенденцію розвитку правової бази з випуску та обороту приватних цінних паперів. Нормативні акти, які з'явилися в даний період (Закон СРСР «Про власність у СРСР»¹⁷⁷ від 6 березня 1990 р. № 1305-I (ст. 15), постанова Ради Міністрів СРСР «Про затвердження Положення про акціонерні товариства та товариства з обмеженою відповідальністю і Положення про цінні папери» від 19 червня 1990 р. № 453¹⁷⁸), допускали можливість акціонування державних підприємств, хоча детально цей процес не регламентували.

Таким чином, в 1988–1990 рр. розпочато створення правової бази формування і функціонування ринку цінних паперів у СРСР, а відповідно і в Україні.

¹⁷⁵ *О кооперации* в СССР: Закон СССР от 26 мая 1988 г. № 8998-11 // Ведомости Верховного Совета СССР. – 1988. – № 22. – Ст. 355.

¹⁷⁶ *О выпуске* предприятиями и организациями ценных бумаг: постановление Совета Министров СССР от 15 октября 1988 г. № 1195 // Сборник постановлений Совета Министров СССР. – М., 1988. – № 35. – Ст. 10.

¹⁷⁷ *О собственности* в СССР: Закон СССР от 6 марта 1990 г. № 1305-I // Ведомости Верховного Совета СССР. – 1990. – № 11. – Ст. 123.

¹⁷⁸ *Об утверждении* Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положения о ценных бумагах: постановление Совета Министров СССР от 19 июня 1990 г. № 590 // Сборник постановлений Совета Министров СССР. – М., 1990. – № 15. – Ст. 82.

Прийняття Верховною Радою України Декларації «Про державний суверенітет»¹⁷⁹ та здобуття незалежності в 1991 р.¹⁸⁰ розпочали процес формування власної правової бази для створення вітчизняного ринку цінних паперів, що варто визнати, як початок третього і основного історичного періоду розвитку державного регулювання українського фондового ринку.

Досліджуючи становлення фондового ринку в період незалежності України, виділимо три основні етапи розвитку та формування системи його правового регулювання та механізму державного регулювання.

Перший етап (1991–1997 рр.) – характерним є створення нормативно-правової бази з питань правового регулювання фондового ринку України. Також його головними ознаками можна вважати застосування концептуального підходу до правового регулювання розвитку ринку цінних паперів та формування існуючого механізму державного регулювання фондового ринку України.

У червні 1991 р. відбулось прийняття базового закону щодо регулювання фондового ринку – Закону України «Про цінні папери і фондову біржу»¹⁸¹, який визначив умови та порядок випуску цінних паперів, а також заклав основи регулювання посередницької діяльності з організації обігу цінних паперів – біржової діяльності. Проте Закон не вирішив проблеми непрозорості фондового ринку, здійснення інсайдерських операцій з цінними паперами, недостатньої захищеності прав інвесторів, встановлення чітких правил взаємодії учасників ринку тощо.

¹⁷⁹ *Про державний суверенітет*: Декларація Верховної Ради України від 16 липня 1990 року // Відомості Верховної Ради УРСР. – 1990. – № 31. – Ст. 429.

¹⁸⁰ *Про проголошення незалежності України*: Постанова Верховної Ради України від 24 серпня 1991 року № 1427-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 38. – Ст. 502.

¹⁸¹ *Про цінні папери і фондову біржу*: Закон України від 18 червня 1991 р. № 1201-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 38. – Ст. 508.

В 1993 р. було прийнято ряд нормативно-правових актів, спрямованих на врегулювання процесу створення та функціонування таких учасників фондового ринку, як довірчі товариства¹⁸² та кредитні спілки¹⁸³.

Затвердження Кабінетом Міністрів України в 1994 р. Концепції функціонування та розвитку ринку цінних паперів започаткувало застосування системного планування в законодавчій діяльності, адже Концепція визначила основні принципи та шляхи розвитку фондового ринку України.

До 1995 р. в сфері державного регулювання ще не відбулося виокремлення регулювання фондового ринку як окремого сегмента фінансового ринку, а тому головним регулюючим органом з боку держави в цей період було Міністерство фінансів. Воно займалось нормативно-методологічним забезпеченням фондового ринку, реєстрацією випусків акцій та облігацій підприємств, реєстрацією інформації про відкритий випуск акцій, наданням дозволу на здійснення посередницької діяльності з цінними паперами тощо. Проте в перші роки незалежності мали місце вкрай низькі темпи розвитку фондового ринку внаслідок повільних темпів приватизації, цілковитої відсутності необхідної інфраструктури, недостатнього правового врегулювання питань, пов'язаних з його функціонуванням. Розпорошеність функцій між різними державними органами щодо регулювання фондового ринку не давала змоги повною мірою забезпечувати процес його гармонійного розвитку, досягнення цілісності та прозорості, поступового інтегрування у світові фондові ринки.

Прийняття Указу Президента України «Про Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку»¹⁸⁴ та згодом Закону України «Про державне

¹⁸² *Про довірчі товариства*: Декрет Кабінету Міністрів України від 17 березня 1993 р. № 23-93 // Відомості Верховної Ради України. – 1993. – № 19. – Ст. 207.

¹⁸³ *Про Тимчасове положення про кредитні спілки в Україні*: Указ Президента України від 20 вересня 1993 р. № 377/93 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=377%2F93>.

¹⁸⁴ *Про Державну комісію з цінних паперів і фондового ринку*: Указ Президента України від 12 червня 1995 р. № 446/95 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=142%2F97>.

регулювання ринку цінних паперів в Україні»¹⁸⁵ стало суттєвим кроком у розвитку регулювання ринку, оскільки до створення ДКЦПФР фактично регулювання ринку, окрім Міністерства фінансів України, здійснювали відразу декілька державних органів, а саме – Фонд державного майна України, Антимонопольний комітет України та НБУ, діяльність яких не була скоординована належним чином¹⁸⁶. Окрім того, за наявності такої кількості органів державного впливу суттєво зростало регуляторне навантаження на діяльність професійних учасників ринку цінних паперів.

Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» вперше визначив мету та форми державного регулювання, дав характеристику професійної діяльності на фондовому ринку, повноважень саморегулювних організацій, а головне – на рівні Закону України закріплено правовий статус, завдання та повноваження ДКЦПФР.

У цей період невпинно зростає кількість емітентів цінних паперів та обсяг їх емісій. Важливим чинником, що сприяв активізації українського фондового ринку, стала розбудова інфраструктури ринку¹⁸⁷. Значним кроком щодо державного регулювання інфраструктури фондового ринку стало прийняття Закону України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»,¹⁸⁸ яким визначено дворівневу структуру Національної депозитарної системи (нижній рівень – зберігачі та реєстратори власників іменних цінних паперів, верхній рівень – Національний депозитарій України і депозитарії). Водночас нормативне закріплення можливості існування на верхньому рівні поряд з Національним іншими депозитаріями, які фактично виконують функції центрального

¹⁸⁵ *Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні*: Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.

¹⁸⁶ *Ходаківська В.П.* Ринок фінансових послуг: теорія і практика. – К.: ЦУЛ, 2002. – С. 567.

¹⁸⁷ *Ромашко О.Ю.* Роль державного регулювання фондового ринку в подоланні кризових явищ в економіці // Моніторинг інвестиційної діяльності в Україні. – К., – 1998. – № 3. – С. 14.

¹⁸⁸ *Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні*: Закон України від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1998. – № 15. – Ст. 67.

депозитарію, не відповідало рекомендаціям Групи тридцяти та стало причиною відсутності цілісності, централізації та призвело до роздробленості депозитарного обліку на українському фондовому ринку.

Особливістю цього етапу є початок створення ДКЦПФР підзаконної нормативної бази з регулювання фондового ринку шляхом видання наказів та рішень з наступною їх реєстрацією в Міністерстві юстиції України.

Результатами першого етапу розвитку фондового ринку України можна вважати створення системи контролю та нагляду за дотриманням законодавства на ринку цінних паперів, створення системи реєстрації прав власності на цінні папери та системи розкриття інформації про емітентів і професійних учасників ринку цінних паперів. Водночас, незважаючи на значний прогрес у розвитку фондового ринку, залишилось чимало невирішених проблем, а саме: недостатність законодавчого забезпечення, низький технологічний рівень функціонування ринкової інфраструктури, недостатня прозорість діяльності емітентів і професійних учасників фондового ринку, низький рівень корпоративної культури, недостатній рівень знань більшої частини населення з питань фондового ринку.

Другий етап (1998–2004 рр.) вирізняється, серед іншого, вагомим чинником розвитку законодавства з питань регулювання фондового ринку, зумовленим офіційно проголошеним курсом на інтеграцію до Європейського Союзу і одним з найважливіших напрямів його реалізації – приведенням національного законодавства у відповідність до законодавства ЄС.

Набуття 1 березня 1998 р. чинності Угодою про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами¹⁸⁹ започаткувало процес адаптації українського законодавства до законодавства ЄС. Напрями реалізації норм Угоди на національному рівні були визначені в Указі Президента України «Про

¹⁸⁹ Угода про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами, підписана 14 червня 1994 р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=998_012.

затвердження Стратегії інтеграції України до Європейського Союзу»¹⁹⁰ та постанові Кабінету міністрів України «Про Концепцію адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу»¹⁹¹. А загальним систематизуючим актом щодо адаптаційних процесів в Україні став Закон України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу»¹⁹².

Адаптація передбачала реформування правової системи України і приведення її у відповідність до європейських стандартів, у тому числі, в сфері правового регулювання відносин на фондовому ринку. Провідну роль у цьому відіграла участь України в конвенціях Ради Європи, якими встановлені спільні стандарти правового регулювання. Етапами правової адаптації встановлено імплементацію Угоди про партнерство та співробітництво, укладання галузевих угод, приведення чинного законодавства України у відповідність до стандартів ЄС, створення механізму приведення проектів актів законодавства України у відповідність до норм ЄС.

У зв'язку з цим під час розгляду питань щодо приведення національного законодавства у відповідність до європейських правових стандартів виникає питання щодо меж та глибини уніфікаційних процесів, а відповідно і термінологічного змісту таких категорій, як «адаптація», «гармонізація», «імплементація» та «апроксимація», оскільки їх одночасне використання в законодавстві України не завжди має смислове розмежування та й правова суть процесів потребує уточнення¹⁹³.

¹⁹⁰ Про затвердження Стратегії інтеграції України до Європейського Союзу: Указ Президента України від 11 червня 1998 р. № 615/98 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=615%2F98>.

¹⁹¹ Про Концепцію адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу: постанова Кабінету міністрів України від 16 серпня 1999 р. № 1496 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1496-99-%EF>

¹⁹² Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу: Закон України від 18 березня 2004 р. № 1629-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 29. – Ст. 367.

¹⁹³ Кузнецова Н.С. Проблеми гармонізації цивільного та підприємницького законодавства України та країн Європи // Еволюція цивільного законодавства: проблеми теорії і практики: матеріали міжнар. наук.-практ. конф., 29-30 квітня 2004 р., Харків. – К.: Академія правових наук

Так, згідно з положеннями Закону України «Про Загальнодержавну програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу» адаптація законодавства України до законодавства Європейського Союзу є процесом приведення законів України та інших нормативно-правових актів у відповідність до *acquis communautaire*¹⁹⁴.

За законодавством ЄС, гармонізація являє собою повну ідентичність норм права всіх держав-членів через прийняття у рамках цієї міжнародної організації спеціальних директив, які мають обов'язкову юридичну силу¹⁹⁵.

У свою чергу в Україні гармонізація розглядається в якості складової частини адаптації і визначається як процес коригування законодавства держав-членів Європейського Союзу на підставі правових актів ЄС, зокрема директив, що вимагають від цих держав привести їх внутрішнє законодавство у відповідність до положень директив ЄС.

В законодавстві України термін «імплементация» визначається як процес транспонування актів законодавства Європейського Союзу (імплементация у вузькому сенсі), а здійснення при цьому тлумачення, аналізу практики застосування, забезпечення виконання норм права, які відповідають європейському праву, органами державної влади визначається як імплементация у широкому сенсі¹⁹⁶.

Термін «апроксимация» (зближення) не визначений чинним законодавством, проте його зміст розглядається в якості дій законодавця, спрямованих на

України, НДІ приватного права і підприємництва, НДІ інтелектуальної власності, Національна юридична академія імені Ярослава Мудрого. – 2004. – С. 651–664.

¹⁹⁴ *Acquis communautaire* (*acquis*) – правова система Європейського Союзу, яка включає акти законодавства Європейського Союзу (але не обмежується ними), прийняті в рамках Європейського співтовариства, Спільної зовнішньої політики та політики безпеки і Співпраці у сфері юстиції та внутрішніх справ (розділ 2 Загальнодержавної програми адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу).

¹⁹⁵ *Вовк Т., Друзенко Г., Зугравий Г., та ін. Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України.* – Х.: Консул, 2002. – С. 213.

¹⁹⁶ *Методичні рекомендації щодо забезпечення приведення положень розроблюваних проєктів нормативно-правових актів з питань оподаткування акцизним збором у відповідність до законодавства Європейського Союзу та вимог положень угод ГАТТ-СОТ: Наказ ДПА України від 26 грудня 2003 р. № 631// [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0015-04>.*

досягнення національним законодавством певного рівня відповідності європейському законодавству без визначення його конкретних меж¹⁹⁷.

Досліджуючи питання наближення вітчизняного законодавства в сфері регулювання фондового ринку до відповідних правових європейських стандартів, слід погодитись з думкою тих авторів, які зазначають, що в процесі повної «євроадаптації українського права» можливе проникнення у вітчизняне законодавство разом із позитивними й негативних чинників.

Так, в якості останніх в науковій літературі виокремлюють ігнорування певною мірою здобутків вітчизняної правової традиції, неготовність національної економіки до сприйняття останніх досягнень зарубіжної правової доктрини, недосконалість господарського законодавства України, принципова неможливість впровадження деяких європейських здобутків унаслідок специфіки соціально-економічного розвитку української держави тощо¹⁹⁸.

У зв'язку з цим процес уведення правових стандартів ЄС у вітчизняне законодавство має відбуватися послідовно, виважено та відповідно до існуючих в Україні особливостей соціально-економічного та суспільно-політичного становища. Спосіб поетапного наближення національного законодавства до положень права ЄС, заснований на принципі врахування інтересів України, у вітчизняній юридичній літературі отримав назву «непрямої гармонізації» – «апроксимації». На думку окремих вчених, саме апроксиматизація має стати суттю процесу наближення вітчизняного

¹⁹⁷ *Колтыр О.* Гармонізація законодавства України в аспекті її євроінтеграції // Актуальні аспекти реалізації євроінтеграційних прагнень України : наук.-практ. конф., 29–30 листопада 2007 р.: зб. наук. праць. – Ужгород, 2008 – С. 187–195.

¹⁹⁸ *Джолос С.* Проблема адаптації вітчизняного законодавства до європейських стандартів у контексті побудови романо-германської правової системи в Україні // Європейські інтеграційні процеси і транскордонне співробітництво: міжнародні відносини, економіка, політика, географія, історія, право: міжнар. наук.-практ. конф., 19–20 травня 2005 р.: тези доповіді. – Луцьк, 2005. – С. 90–92.

законодавства в сфері фінансових ринків, в тому числі фондового, до відповідних правових європейських стандартів.¹⁹⁹

Зі свого боку вважаємо за необхідне зазначити, що важливим є не тільки використання певної термінології, а наповнення її конкретним змістом. На нашу думку, запровадження норм директив Євросоюзу має здійснюватись одночасно з реалізацією норм-рекомендацій провідних міжнародних організацій, таких як Форум Європейських комісій з цінних паперів – FESCO, Міжнародна організація комісій з цінних паперів – IOSCO, Група тридцяти. А тому термін «адаптація» доцільно використовувати в текстах нормативних актів в широкому розумінні узгодження норм чинного законодавства України не тільки з нормами законодавства Європейського Союзу, а й з нормами-рекомендаціями провідних міжнародних організацій.

Щодо законодавства Європейського Союзу, то безпосереднім джерелом адаптації в сфері регулювання відносин на фондовому ринку є так зване вторинне законодавство (вторинне право) Євросоюзу²⁰⁰ з цих питань, що складається з директив, рішень, рекомендацій, регламентів, що прийняті Радою ЄС, Парламентом ЄС та Комісією ЄС в розвиток положень Установчих договорів ЄС.

Історично основний блок вторинного законодавства Європейського Союзу в сфері правового регулювання інститутів фондового ринку на сьогодні складається з 27-ми нормативних актів: 22 директиви, 3 регламенти та 2 рекомендації²⁰¹. Наведемо їх перелік:

– Перша Директива Ради ЄС 68/151/ЄЕС від 9 березня 1968 р. «Про гласність» в частині, що визначає вимоги до розкриття інформації акціонерними товариствами;

¹⁹⁹ *Масляєва К.В.* Господарсько-правове забезпечення функціонування ринку фінансових послуг. – Харків: Видавництво «ФІНН», 2010. – С. 133.

²⁰⁰ *Леонов Д.А., Львовчкін С.В., Хоружий С.Г.* Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: Монографія / За наук. ред. В.М. Федосова – К.: УІРФР, 2008. – С. 58.

²⁰¹ *Європейський Союз.* Міжнародні документи. Офіційний сайт «Законодавство України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

- Друга Директива Ради ЄС 77/91/ЄЕС від 13 грудня 1976 р. «Про статутний капітал акціонерних товариств» в частині, що визначає ряд вимог до розкриття інформації публічними акціонерними товариствами;
- Рекомендація Комісії ЄС 77/534/ЄЕС від 25 липня 1977 р. «Щодо Європейського кодексу поведінки стосовно трансакцій з цінними паперами, що підлягають обігу»;
- Директива Ради ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. «Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних актів, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери (ІСІ), що підлягають обігу»;
- Директива Ради ЄС 89/298/ЄЕС від 17 квітня 1989 р. «Про координацію вимог стосовно створення, упорядкування та розподілу проспекту, який буде виданий під час пропозиції цінних паперів, що підлягають обігу, невизначеному колу осіб»;
- Директива Ради ЄС 89/592/ЄЕС від 13 листопада 1989 р. «Щодо узгодження регулювання внутрішніх (інсайдерських) операцій»;
- Директива Ради ЄС 90/434/ЄЕС від 23 липня 1990 р. «Про оподаткування компаній різних держав-членів ЄС, що здійснюють трансграничні операції з поглинання, поділу, передачі активів й обміну акціями»;
- Директива Ради ЄС 93/6/ЄЕС від 15 березня 1993 р. «Про адекватність капіталу інвестиційних фірм і кредитних установ»;
- Директива Ради ЄС 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. «Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів» (втратила чинність з 11 листопада 2007 р.);
- Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 97/9/ЄС від 3 березня 1997 р. «Про схеми компенсації інвесторам»;
- Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2001/34/ЄС від 28 травня 2001 р. «Про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондових біржах та про інформацію, яка повинна бути оприлюднена щодо цих цінних паперів»;

- Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. «Про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку»;
- Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2003/48/ЄС від 3 червня 2003 р. «Про оподаткування доходів від заощаджень у формі виплат відсотків в одній державі-члені ЄС»;
- Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2003/49/ЄС від 3 червня 2003 р. «Про усунення подвійного оподаткування виплат відсотків і роялті за угодами між компаніями різних держав-членів ЄС»;
- Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту № 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. «Про дані, що підлягають публікації при відкритій пропозиції цінних паперів і допуску їх до обігу на біржі»;
- Регламент Комісії ЄС 2273/2003 від 22 грудня 2003 р. по імплементації Директиви 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р., а також про програми із зворотному викупу і стабілізації фінансових інструментів;
- Директива Комісії ЄС 2003/124/ЄС від 22 грудня 2003 р. по імплементації Директиви 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. в частині визначення і суспільного розкриття інсайдерської інформації та визначення ринкової маніпуляції;
- Директива Комісії ЄС 2003/125/ЄС від 22 грудня 2003 р. по імплементації Директиву 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. в частині справедливого надання інвестиційних рекомендацій і рішення конфліктів інтересів;
- Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. «Про ринки фінансових інструментів»;
- Рекомендація Комісії ЄС 2004/383/ЄС від 27 квітня 2004 р. «Про використання похідних фінансових інструментів для інститутів спільного інвестування у цінні папери, що знаходяться в обігу (ICI)»;
- Директива Комісії ЄС 2004/72/ЄС від 29 квітня 2004 р. по імплементації Директиви 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. в частині прийнятих ринкових методів визначення інсайдерської інформації щодо товарних деривативів,

складання списків інсайдерів, повідомлення про угоди менеджерів і про підозрілі угоди;

– Регламент Комісії ЄС 809/2004 від 29 квітня 2004 р. про імплементації Директиви 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. відносно інформації, що визначається в проспектах, а також формату, включення ознак шляхом посилання і публікації таких проспектів і поширення реклами;

– Директива Ради ЄС 2004/109/ЄС від 15 грудня 2004 р. «Про гармонізацію вимог щодо прозорості інформації про емітентів, чії цінні папери допускаються до продажу на регульованому ринку»;

– Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2005/60/ЄС від 26 жовтня 2005 р. «Про запобігання використанню фінансової системи з метою відмивання коштів та фінансування тероризму»;

– Директива Комісії ЄС 2006/73/ЄС від 10 серпня 2006 р. по імплементації Директиви 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. в частині організаційних вимог і експлуатаційних режимів для інвестиційних фірм і певних умов для цілей цієї Директиви;

– Регламент Комісії ЄС 1287/2006 від 10 серпня 2006 р. по імплементації Директиви 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. в частині, що стосується обов'язкових вимог для інвестиційних фірм, інформації про угоди, ринковій прозорості, допуску фінансових інструментів до торгівлі, і певних умов для цілей цієї Директиви;

– Директива Комісії ЄС 2007/14/ЄС від 8 березня 2007 р., що встановлює докладні правила виконання деяких положень Директиви 2004/109/ЄС від 15 грудня 2004 р..

Ці директиви, регламенти, рекомендації регулюють основні інститути, з якими пов'язаний предмет нашого дослідження. Проаналізувавши нормативну базу вторинного законодавства Європейського союзу щодо регулювання фондового ринку, варто в ній виокремити три основні підгалузі:

- регулювання діяльності учасників фондового ринку;
- вимоги щодо первинного розміщення цінних паперів;

– регулювання трансакцій з цінними паперами.

В свою чергу, в складі зазначених підгалузей можна виділити вісім основних інститутів: вимоги до створення професійних учасників фондового ринку; вимоги до ліцензування органами держави; вимоги до ліцензування саморегулювальними організаціями; оподаткування діяльності на фондовому ринку; допуск до лістингу; проведення рекламних кампаній та розкриття інформації; принципи здійснення операцій з цінними паперами; умови здійснення операцій з цінними паперами; протидія маніпуляціям на ринку.

Розподіл чинної нормативної бази ЄС за інститутами правового регулювання фондового ринку в ЄС наведемо за допомогою таблиці.

Таблиця 1.1.

**Основні документи Ради ЄС, Європейського Парламенту, Комісії ЄС
з питань правового регулювання фондового ринку**

<i>Підгалузі</i>	<i>Інститути</i>	<i>Нормативні акти ЄС/ директиви, рекомендації</i>
регулювання діяльності учасників фондового ринку	вимоги до створення та діяльності учасників фондового ринку	Д. 85/611/ЄЕС від 20.12.85 Д. 93/6/ЄЕС від 15.03.93 Д. 2004/39/ЄС від 21.04.04 Д. 2006/73/ЄС від 10.08.06 Р. 1287/2006 від 10.08.06
	ліцензування органами державної влади	Д. 85/611/ЄЕС від 20.12.85 Д. 2004/39/ЄС від 21.04.04
	ліцензування СРО	Д. 2004/39/ЄС від 21.04.04
	оподаткування діяльності на фондовому ринку	Д. 90/434/ЄЕС від 23.07.90 Д. 2003/48/ЄС від 3.06.03 Д. 2003/49/ЄС від 3.06.03
вимоги щодо первинного розміщення цінних паперів	проведення рекламних кампаній та розкриття інформації	Д. 68/151/ЄЕС від 9.03.68 Д. 77/91/ЄЕС від 13.12.76 Д. 89/298/ЄЕС від 17.04.89 Д. 2003/71/ЄС від 04.11.03 Р. 809/2004 від 29.04.04 Д. 2004/109/ЄС від 15.12.04 Д. 2007/14/ЄС від 8.03.07
	допуск до лістингу	Д. 2001/34/ЄС від 28.05.01

регулювання трансакцій з цінними паперами	принципи здійснення операцій з цінними паперами	Р. 77/534/ЄЕС від 25.07.77 Д. 2003/125/ЄС від 22.12.03 Р. 2004/39/ЄС від 21.04.04
	умови здійснення операцій з цінними паперами	Д. 85/611/ЄЕС від 2012.85 Р. 2273/2003 від 22.12.03 Д. 2004/39/ЄС від 21.04.04
	протидія використанню інсайдерської інформації та маніпуляціям на ринку	Д. 89/592/ЄЕС від 13.11.89 Д. 97/9/ЄС від 3.03.97 Д. 2003/6/ЄС від 28.01.03 Д. 2003/124/ЄС від 22.12.03 Д. 2004/72/ЄС від 29.04.04 Д. 2005/60/ЄС від 26.10.05

Загалом більшість директив мають універсальний характер, бо ними охоплюються практично усі види фінансових послуг, що надаються в ЄС.

На поточний момент основною директивою, якою здійснюється правове регулювання відносин на фондовому ринку ЄС, є Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. «Про ринки фінансових інструментів», що діє з листопада 2007 р. і прийшла на зміну та скасувала дію іншої базової для регулювання фондового ринку Директиви Ради ЄС 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. «Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів».

У нашому дослідженні інтерес представляють саме директиви, якими впорядковується існуючий порядок та форми державного регулюючого впливу на ринок цінних паперів. У межах даного підрозділу коротко зупинимо увагу лише на положеннях зазначених основних директив Європейського Союзу.

Так, Директива Ради ЄС 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. «Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів» заклала фундамент сучасного правового регулювання фондового ринку ЄС. Нею в свій час була виконана роль об'єднання 12 регулятивних підходів різних правових культур держав-членів ЄС у цілісну систему регулювання ринку фінансових послуг, в тому числі фондового ринку. Це було досить складне завдання, адже до ЄС входять як держави, фондовий ринок яких будувався на системі універсальних банків (наприклад, Німеччина), так і країни, що традиційно розділяють банківський

сектор, а з ним і фінансовий ринок, на сектор, займаний комерційними банками, і сектор, що складається з інвестиційних банків та інших інвестиційних посередників (Велика Британія). Ця Директива заклала тенденцію до універсалізації професійної діяльності тих суб'єктів, котрі вправі надавати послуги, пов'язані з розміщенням залученого від третіх осіб грошового капіталу. Вона закріплює можливість надання послуг одним професійним суб'єктом відразу в декількох секторах фінансового ринку, зокрема, на ринку банківських послуг і на ринку цінних паперів. Це зумовлено і введенням єдиного терміна «інвестиційна фірма», що може застосовуватися безпосередньо до інвестиційних компаній і до кредитних організацій.

Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. «Про ринки фінансових інструментів» увібрала в себе всі останні сучасні тенденції у правовому регулюванні послуг на фондовому ринку і реалізувала їх шляхом запровадження єдиної термінології, визначення виключного переліку видів діяльності та інструментів, що перебувають в обігу на фондовому ринку, запровадження єдиних умов ліцензування та здійснення професійної діяльності, визначення засобів та порядку регулювання фондового ринку державними органами, визначення переліку професійних клієнтів – учасників ринку.

Визначення Директивою ключових термінів, що використовуються на ринку цінних паперів ЄС – «Інвестиційна компанія», «Послуги з інвестування та інвестиційна діяльність», «Професійний клієнт», «Регульований ринок», «Багатосторонні торговельні технології (БТЗ)», «Фінансовий інструмент» та порядку їх застосування, значно підвищило ефективність правового регулювання діяльності учасників та порядку здійснення правочинів на ринку.

Вважаємо, що визначена цією Директивою термінологія та порядок регулювання професійної діяльності на фондовому ринку повинні бути предметом адаптації в українському законодавстві. При цьому важливо уникати сліпого копіювання норм. Доцільним є в окремих випадках збереження в чинному законодавстві вітчизняної термінології, наприклад,

термін «інвестиційна компанія» в розумінні Директиви за правовим змістом більш близький до терміна «професійний учасник фондового ринку» в розумінні Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», ніж до терміна «інвестор» згідно з Законом України «Про інвестиційну діяльність». Теж стосується терміна «інвестиційна діяльність», сфера правового застосування якого суттєво відрізняється від прийнятої в Україні. Пряма імплементація назв цих термінів призведе до необхідності здійснення не виправданої зміни великої кількості нормативних актів та й до плутанини в сприйнятті термінології у правовому вжитку. Одночасно корисним є адаптація змісту аналогічних термінів. Так, змістовне наповнення терміна «інвестиційна компанія» має бути використане при формулюванні аналогічного за правовим змістом терміна «професійний учасник фондового ринку».

Водночас, такі терміни як «професійний клієнт», «регульований ринок» можуть бути адаптовані і внесуть корисний додатковий регулятивний вплив, а термін «фінансовий інструмент» вже існує в майже тотожному правовому значенні. Запровадження у вітчизняному законодавстві терміна «регульований ринок» дозволить започаткувати об'єднання правового регулювання як біржової, так і організованої позабіржової діяльності торговельно-інформаційних систем. Запровадження терміна «професійний клієнт» надасть можливість виокремити певне коло суб'єктів – учасників фондового ринку для регулювання в сфері оподаткування їх діяльності на ринку. Ці кроки також необхідні для впровадження єдиних стандартів діяльності на ринку цінних паперів.

Це лише окремі приклади можливого запровадження європейських норм до вітчизняного законодавства в цій сфері державного регулювання. Детально межі та можливості використання європейського та світового досвіду нами буде розглянуто нижче в процесі дослідження конкретних господарсько-правових форм державного регулювання фондового ринку України.

Одним із безпосередніх проявів реалізації в законодавстві України принципів *acquis communautaire* та європейських тенденцій правового регулювання фінансового, в тому числі фондового, ринку стало прийняття Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг».

Закон реалізував об'єктивну тенденцію сучасного розвитку суспільного життя провідних європейських держав, що ставить у центр правової системи людину, особу, потреби якої реалізуються, в тому числі, шляхом надання «публічно-сервісних послуг» державними органами на противагу ідеології адміністративно-командної системи, де людина вважалась підпорядкованим елементом держави, її органів. Останні формують ринкову інфраструктуру, що може мати як загальний (обслуговування всього економічного ринку), так і спеціальний (дія в межах окремих ринкових сегментів) характер. Зазначений Закон визначив інвестиційні послуги, операції з цінними паперами в якості видів фінансових послуг.

Особливістю цього закону є те, що він має певні ознаки рамкового щодо фінансового ринку в цілому. Його основні положення закріпили визначення таких базових термінів, як «фінансова послуга», «фінансова установа», «саморегульована організація», встановлені вимоги до договору про надання фінансових послуг. Але на практиці головним завданням прийняття цього Закону було упорядкування державного регулювання фінансового ринку шляхом створення окремого регулятора – Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України, яка разом з НБУ та ДКЦПФР склали систему органів – регуляторів фінансового ринку України. Відповідно було здійснено законодавче закріплення окремих сегментів фінансового ринку за кожним із регуляторів.

Також у ході цього етапу формування законодавства в сфері державного регулювання професійної діяльності на вітчизняному фондовому ринку було прийнято Закон України «Про інститути спільного інвестування (корпоративні

та пайові інвестиційні фонди)»²⁰², яким було врегульовано правові умови для інвестування коштів приватних вітчизняних та іноземних інвесторів, підприємств і організацій, в тому числі, фінансових компаній. У цей же період статус закону отримало правове регулювання діяльності таких учасників фондового ринку, як кредитні спілки²⁰³.

Схвалення Указом Президента України Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2001–2005 рр.²⁰⁴ продовжило започаткований Концепцією функціонування та розвитку ринку цінних паперів порядок нормативного закріплення планування розвитку фондового ринку. Визначення основних напрямів розвитку ринку є, по суті, одночасно визначенням напрямів його державного регулювання. Такими напрямками згідно з Указом є: посилення конкурентоспроможності фондового ринку, податкове стимулювання розвитку фондового ринку, удосконалення системи регулювання ринку цінних паперів, розвиток корпоративного управління, розвиток інститутів спільного інвестування, розбудова інфраструктури фондового ринку, розвиток Національної депозитарної системи, розвиток законодавства України про цінні папери, підготовка фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління. На виконання Указу Президента була прийнята відповідна постанова Кабінету Міністрів України²⁰⁵.

Проте практична реалізація таких базових для розвитку українського фондового ринку завдань, як зосередження торгівлі акціями та облігаціями підприємств, а також угод з великими пакетами цінних паперів на

²⁰² *Про інститути* спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди): Закон України від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21. – Ст. 103.

²⁰³ *Про кредитні* спілки: Закон України від 20 грудня 2001 р. № 2908-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 15. – Ст. 101.

²⁰⁴ *Про додаткові* заходи щодо вдосконалення діяльності Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 26 березня 2001 р. № 198/2001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=198%2F2001>.

²⁰⁵ *Про затвердження* Заходів щодо реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку на 2001–2005 роки: постанова Кабінету Міністрів України від 14 серпня 2001 р. № 1046 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1046-2001-%EF>.

організаційно оформленому ринку, здійснення заходів для утворення єдиного депозитарію цінних паперів, запровадження повноцінного механізму здійснення угод із цінними паперами за принципом «поставка проти оплати» та ряду інших так і залишились на папері.

Окреслюючи спрямування правового регулювання фондового ринку України за період 1998–2004 рр., зазначимо, що була продовжена інституційна розбудова фондового ринку як окремої складової системи посередництва на фінансовому ринку України, що стало етапом на шляху створення ефективного господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку України.

Знаковою особливістю цього етапу стало декларування та окремі спроби як імплементації законодавства ЄС, так і сприйняття законодавцем європейського підходу щодо «публічно-сервісного характеру» діяльності органів державного регулювання. Це стало новим явищем також і в менталітеті вітчизняного державного регулювання, адже вперше визначено, що однією з основних особливостей цього виду діяльності є те, що органи держави за допомогою своїх владних повноважень надають різним суб'єктам управлінські та регулятивні послуги.

Водночас, окрім зазначеного, прийняття Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» стало прикладом запровадження єдиної регуляторної політики з боку держави по забезпеченню діяльності усіх професійних суб'єктів фінансового ринку України. Була спроба створення системного правового регулювання фінансового ринку шляхом виокремлення двох рівнів законодавства – загального (Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг») та спеціального (нормативні акти в різних галузях фінансового посередництва).

Безумовно, структурування законодавства в сфері регулювання фінансового ринку в такий спосіб є доцільним, оскільки дозволяє здійснювати системне та узгоджене планування законотворчої діяльності та координації правового регулювання різних сегментів фінансового ринку.

З точки зору окремих вітчизняних науковців щодо систематизації законодавства в сфері фінансових послуг прийняття Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» слід розглядати в якості «змішаної» або підгалузевої кодифікації, що може створюватись на інституційній основі та включати в себе як приватноправове, так і публічно-правове регулювання ринкових відносин в рамках єдиного предмета правового регулювання. Одночасно виокремлюється рівень некодифікованого поточного законодавства, тобто, саме ті спеціальні закони, які системно регулюють окремі види господарських відносин як у приватноправовому, так і публічно-правовому вимірах, узгоджуючись з базовими нормами, закріпленими у законах попереднього рівня²⁰⁶.

Проте на сьогоднішньому етапі правового регулювання фінансового ринку України вести мову про взаємодію цих двох рівнів та їх повну узгодженість між собою неможливо.

По-перше, Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» ні за змістом правової регламентації, ні за рівнем нормативного регулювання не відповідає загально прийнятому сприйняттю його як системоутворюючого нормативного акта в певній галузі суспільно-правових відносин, що має кодифікаційний характер. Він не систематизує існуюче законодавство в фінансовій сфері, а лише запроваджує європейське бачення фінансового ринку як сукупності ринків з метою обґрунтування розподілу сфер державного регулювання та виокремлення окремої сфери, що не відноситься до ринку банківських послуг та фондового ринку, для регулювання спеціально створеним органом – Державною комісією з регулювання ринків фінансових послуг України (Держфінпослуг).

По-друге, в цілому має місце термінологічна розпорошеність у законодавстві з цих питань. Так, визначення терміна «саморегулівна

²⁰⁶ *Задихайло Д.В.* Проблеми систематизації законодавства у галузі ринкових відносин // Юрист України. – 2004. – № 2(4). – С. 24–26.

організація» відрізняється від аналогічного терміна, визначеного Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок». Теж стосується і особливостей професійної діяльності на фінансовому, в тому числі фондовому ринку, державного регулювання окремих ринків тощо. Тобто, Закон України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» існує як нормативний акт серед інших законів і не має ознак кодифікації щодо них. Більше того, узгоджена термінологія є суттєвим недоліком правового регулювання.

По-третє, прийняття вказаного Закону не стало умовою для вертикального структурування правового регулювання всього фінансового ринку, а лише до чіткого розмежування сфер державного регулювання відповідно до визначених сегментів ринку. Як і раніше, правове регулювання здійснювалось окремо на банківському, фондовому секторах та секторі регулювання Держфінпослуг.

З наведеного можна зробити висновок, що законодавство з питань регулювання фінансового, в тому числі фондового ринків потребує кодифікаційного узгодження. Положення Цивільного та Господарського кодексів України, якими, серед іншого, закріплено окремі базові правові засади правовідносин, предметом яких є цінні папери, вирішують це питання фрагментарно та виключно в межах відповідних галузей законодавства.

Серед можливих шляхів кодифікації зазначимо два. Створення окремого Кодексу фінансових послуг, який би дійсно об'єднав та систематизував нормативне регулювання щодо ринків фінансових послуг, стало б найкращим вирішенням такого завдання. Іншим, звуженим варіантом є більш системне та деталізоване, ніж існуюче, закріплення основних регулятивних засад фінансового (в тому числі фондового) ринку в межах глави 35 Господарського кодексу України²⁰⁷.

²⁰⁷ *Полюхович В.І.* Становлення та розвиток законодавства з питань державного регулювання фондового ринку в незалежній Україні // *Правова держава* – Київ. – 2011. – С. 295–303.

Третій етап формування системи правового регулювання та механізму державного регулювання фондового ринку згідно із запропонованою нами періодизацією розпочався у 2005 році та триває до сьогоднішнього дня. Його характерною особливістю є реформування законодавчої бази, сформованої у перші роки незалежності шляхом прийняття як нових законів, так і вдосконалення діючих, які враховують назрілі в регулятивній сфері зміни та передовий європейський і світовий досвід.

Необхідно зазначити, що часто періодизація також зумовлена здебільшого політичними чинниками, які здійснюють вплив на законодавчі процеси. Так, після політичних подій кінця 2004 р. змінилися деякі пріоритети, що були характерні для попереднього періоду. Так, відповідно до Угоди про формування Єдиного економічного простору²⁰⁸, підписаної 19 вересня 2003 р. президентами Росії, Казахстану, Білорусії та України, були започатковані процеси щодо уніфікації окремих галузей законодавства зазначених країн з метою створення умов для вільного руху капіталу, послуг та робочої сили. В частині правового регулювання фондового ринку був у стадії розробки та погодження проект «Соглашения об инвестиционной деятельности и свободном движении капитала на территории стран-участниц ЕЭП», підписання якого призвело б до суттєвих змін у чинному законодавстві. Проте з 2005 р. Україна фактично призупинила роботу в цьому напрямі, а прогнозовані зміни до законодавства не були здійснені.

Затвердження Плану заходів з реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2006–2010 рр.²⁰⁹ стало продовженням нормотворчої традиції п'ятирічного планування розвитку ринку цінних паперів. Зазначимо лише ті напрями, що були основними в цей період. Так,

²⁰⁸ Про ратифікацію Угоди про формування Єдиного економічного простору: Закон України від 20 квітня 2004 р. № 1683-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 32. – Ст. 388.

²⁰⁹ Про затвердження плану заходів з реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2006–2010 роки: розпорядження Кабінету Міністрів України від 7 березня 2006 р. № 131-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=131-2006-%F0>.

було заплановано прийняття таких нормативних актів: Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», Закону України «Про акціонерні товариства», Закону України «Про систему депозитарного обліку в Україні», Закону України «Про похідні (деривативи)». Приведення у відповідність з директивами ЄС законодавства в частині створення та функціонування організаторів торгівлі, впровадження єдиних стандартів їх діяльності, сприяння створенню консолідованої біржової системи на фондовому ринку, підготовка до створення фонду гарантування інвестицій тощо. На жаль, лише незначна частина запланованого була реалізована за цей період.

Прийняття Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» стало прикладом суттєвого наближення у відповідність до європейських стандартів механізму правового регулювання сфери обігу цінних паперів. У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» були реалізовані окремі норми Директиви Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. «Про ринки фінансових інструментів».

Положеннями цього законодавчого акта, серед іншого, було закріплено рівнозначність юридичних термінів «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів», запроваджена більш досконала класифікація цінних паперів, отримали належне врегулювання питання виникнення та передачі прав за цінними паперами, умови емісії цінних паперів, реєстрація їх випуску; встановлена нова класифікація видів професійної діяльності на фондовому ринку, визначені вимоги до розкриття інформації та правові засади саморегулювання на фондовому ринку тощо.

Проте Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» мав ряд суттєвих недоліків. У зв'язку з тим, що цей нормативний акт є базовим у сучасному регулюванні фондового ринку України, наведемо окремі зауваження щодо його змісту.

Так, визначення в ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» фінансових інструментів загалом відповідає нормам європейського законодавства, разом із цим, визначення в ст. 3 Закону України «Про цінні

папери та фондовий ринок» цінного паперу як «документа» не відповідає його правовому змісту. Адже цінний папір за своїм правовим змістом є фінансовим інструментом (ч. 15 ст. 1 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»), а лише за формою – документом (п. 1 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»). На нашу думку, первинними є властивості цінного паперу – фінансового інструменту як сукупності прав (головне в його правовій природі), а вторинним є фіксація умов випуску та подальшого існування цього інструменту як документа встановленої форми. У термінологічному визначенні цінного паперу мають бути відображені дві його базові ознаки – майнова і сукупність прав власника.

Певним недоліком досліджуваного Закону є відсутність існуючого в Європейському Союзі терміна «професійний клієнт», що дало б змогу чітко окреслити коло непрофесійних учасників фондового ринку. Бо неможливо часом відрізнити дилерську діяльність торговця (п. 3 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок») від звичайного інвестора, який купує і згодом перепродає власні цінні папери, або здійснює операції з торговцем (ч. 5 п. 8 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»). Отже і надалі значна кількість юридичних осіб буде фактично здійснювати професійну діяльність, не отримуючи ліцензій. Довести протилежне в судовому порядку регулятору без прямих норм Закону буде надзвичайно важко.

У Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» відсутні вимоги щодо обов'язковості здійснення брокерської діяльності виключно на біржі. Вказано лише, що торговець зобов'язаний подавати на обрану ним фондову біржу інформацію про вчинені ним правочини з цінними паперами. Закріплюється самостійність, незалежність від біржі торговця (він обирає, не обов'язково будучи членом фондової біржі), що призводить до нерозвинутої організованої (біржової) форми функціонування фондового ринку в Україні.

Це лише окремі приклади недосконалого правового регулювання відносин на фондовому ринку, на що більш детально буде вказано під час розгляду окремих правових інститутів. Зазначені недоліки вказаного Закону є свідченням відсутності як системного сприйняття норм законодавства Євросоюзу, так і фрагментарного, часто не узгодженого законотворчого процесу. Подекуди мають місце прямі протиріччя та двозначне тлумачення окремих положень. Все це зумовлює необхідність здійснення систематизації законодавства щодо регулювання фондового ринку та фінансового ринку в цілому, в тому числі шляхом кодифікації.

Позитивним кроком для українського фондового ринку стало прийняття Закону України «Про акціонерні товариства»²¹⁰. Зазначимо лише два суттєвих аспекта державного регулювання, бо детальна характеристика Закону виходить за межі нашого дослідження.

Так, згідно з рекомендаціями Групи тридцяти в ст. 20 Закону України «Про акціонерні товариства» передбачено, що акції товариств існують виключно в бездокументарній формі, що є одним із засобів підвищення динаміки та ліквідності інструментів фондового ринку, забезпечення прав інвесторів. Також відповідно до ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства» запроваджено норму, згідно з якою «публічне акціонерне товариство зобов'язане пройти процедуру лістингу та залишатися у біржовому реєстрі принаймні на одній фондовій біржі». Хоча згодом у 2011 р. були внесені зміни, які знизили рівень вимог, а саме: «публічне акціонерне товариство зобов'язане пройти процедуру включення акцій до біржового списку хоча б однієї фондової біржі»²¹¹. Проте в будь-якому випадку ці положення є важливими кроками для становлення біржового сектора фондового ринку України, адже протягом всіх років незалежності основні обсяги торгівлі здійснюються поза межами організованого ринку. Існуючі в суспільстві окремі

²¹⁰ Про акціонерні товариства: Закон України від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2008. – № 50-51. – Ст. 384.

²¹¹ Про внесення змін до Закону України «Про акціонерні товариства» щодо вдосконалення механізму діяльності акціонерних товариств: Закон України від 3 лютого 2011 року № 2994-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2011. – № 35. – Ст. 344.

виступи щодо хибності «командно-адміністративного» шляху для формування організованого фондового ринку²¹² спростовуються існуючим закордонним досвідом, в тому числі серед країн СНД, де формування цілісного організованого ринку здійснюється засобами державного регулюючого впливу і дає свої позитивні результати (Казахстан, Молдова).

В законотворчій діяльності мала місце спроба стратегічного планування та системного реформування фондового ринку з прийняттям Кабінетом Міністрів України Концепції цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні²¹³, в якій чітко окреслено та проаналізовано проблеми ринку цінних паперів, запропонована п'ятирічна програма реформування всієї інфраструктури ринку, системи та структури його державного регулювання з метою подолання регулятивної дискретності, фрагментарності ринку, зменшення системних ризиків та відтоку капіталу за межі країни. Концепція стала спробою започаткування скоординованої державної політики з метою визначення оптимального варіанту вирішення існуючих проблем.

Запропоновані заходи були спрямовані на консолідацію біржової та депозитарної систем на принципах регульованих ринків ЄС з метою створення централізованої інфраструктури ринку, що включає єдину національну фондову біржу, центральний депозитарій цінних паперів, централізовану клірингову палату. Це мало б забезпечити суттєве та якісне збільшення розмірів організованого сегменту фондового ринку, сформувати публічний ринок акцій та облігацій, що, в свою чергу, забезпечило б підвищення капіталізації та ліквідності організованого ринку та стало б джерелом надходження капіталу, а в результаті – створення потужного механізму фінансування економіки країни.

Була запропонована реформа державного регулювання, яка полягала у вертикальній консолідації системи регулюючих органів всіх ринків капіталу,

²¹² *Сфименко А.* Законодавча основа діяльності акціонерних товариств: нові можливості та питання // Фінансовий ринок України. – 2010. – № 2. – С. 19.

²¹³ *Про схвалення Концепції цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні: розпорядження Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976-р.* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>.

остаточним результатом якої мало б стати утворення єдиного органу регулювання і нагляду – так званого мегарегулятора. Це мало б забезпечити цілісне та централізоване регулювання ринків та, відповідно, належний рівень реалізації прав, безпеки та захисту прав акціонерів згідно з європейськими зразками.

З огляду на процес формування законодавства щодо регулювання фондового ринку, необхідно зазначити, що така Концепція, на нашу думку, була найбільш змістовним за період незалежності та дійсно програмним і водночас аналітичним документом нормативно-перспективного характеру, яким об'єктивно визначено проблеми розвитку українського фондового ринку і запропоновано конкретні цілі та заходи реформування на базі передового європейського та світового досвіду. Проте наступним урядом дане розпорядження КМУ, а відповідно і Концепція були скасовані²¹⁴. Це свідчить про те, що однією з основних негативних рис нормотворчої діяльності в незалежній Україні є певна непослідовність законодавця, яка часто зумовлена політичними чинниками.

З прийняттям Програми економічних реформ на 2010–2014 рр. «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна влада»²¹⁵ відновлено системність та планування щодо розвитку законодавства з регулювання фондового ринку.

У підрозділі Програми, присвяченому розвитку фінансового сектора за для зростання і розвитку фондового ринку, зокрема, визначено такі завдання:

– поліпшити координацію діяльності регуляторних органів фінансового сектора з метою моніторингу системних фінансових ризиків і вироблення погодженої стратегії і тактики регулювання фінансових ринків;

²¹⁴ Про визнання таким, що втратило чинність, розпорядження Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976: розпорядження Кабінету Міністрів України від 27 лютого 2008 р. № 349-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=349-2008-%F0>.

²¹⁵ Про виконання Програми економічних реформ на 2010–2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна влада»: розпорядження Кабінету Міністрів України від 23 червня 2010 р. № 1724-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1724-2010-%F0>.

- посилити інституціональну спроможність й операційну незалежність регуляторів ринку небанківських фінансових послуг і фондового ринку;
- посилити жорсткість вимог до управління ризиками, прозорість діяльності й підвищити вимоги до розкриття обов’язкової інформації учасниками фінансового ринку, у тому числі інформації про кінцевих власників фінансових установ;
- створити законодавчу базу для впровадження нових фінансових інструментів та механізмів перерозподілу коштів, у тому числі похідних цінних паперів;
- удосконалити регулювання іпотечного ринку, у тому числі вирішити питання обігу заставних інструментів на іпотечному ринку України;
- створити єдину систему депозитарного обліку цінних паперів;
- увести єдині правила розрахунків біржового курсу цінних паперів, запобігати маніпулюванню ціноутворенням на ринку цінних паперів, посилити на законодавчому рівні відповідальність за використання інсайдерської інформації;
- забезпечити щорічне підвищення капіталізації і обсягу торгів організованого фондового ринку, задля чого стимулювати збільшення обсягів операцій на організованому сегменті фондового ринку шляхом продажу на фондовій біржі пакетів акцій до 25 відсотків статутного капіталу приватизованих об’єктів;
- підвищити вимоги до мінімального розміру статутного капіталу фінансових установ.

Але головним чинником запланованого стала швидка реалізація визначених Програмою завдань з прийняттям її до виконання Кабінетом Міністрів України. Вже протягом 2010–2011 рр. деякі визначені Програмою законопроекти були прийняті, а більшість інших подані на розгляд Верховної Ради України. Так, були прийняті зміни до законів України щодо організаційних засад діяльності регулятора фондового ринку – НКЦПФР, розкриття інформації на фондовому ринку, підвищення вимог до статутного

капіталу професійних учасників, запобігання маніпулюванню ціноутворенням на фондовому ринку, посилення відповідальності за використання інсайдерської інформації, удосконалення регулювання іпотечного ринку та ринку облігацій тощо.

Способи реалізації цих напрямів державної політики, а також шляхи розвитку та удосконалення існуючого механізму державного регулювання фондового ринку та, зокрема, його господарсько-правової складової, будуть досліджені в наступних розділах монографії.

РОЗДІЛ 2

ПРАВОВИЙ ЗМІСТ ДІЯЛЬНОСТІ РЕГУЛЯТОРІВ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Суб'єкти державного регулювання фондового ринку. Особливості правового статусу Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку

Регулювання фондового ринку – система заходів із впорядкування відносин між учасниками ринку, створення умов для його розвитку та функціонування. Шляхом регулятивних заходів досягається ефективна структура фондового ринку, створюються сприятливі умови для обігу цінних паперів та залучення інвестицій господарюючими суб'єктами. Державне регулювання ринку цінних паперів – це здійснення державою комплексних заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері²¹⁶. Воно є частиною державної економічної політики і входить до системи державного регулювання фінансового ринку в Україні в цілому.

Основна роль в регулюванні фондового ринку України належить державі, яка в особі своїх органів застосовує комплекс спеціальних методів та форм регулюючого впливу за допомогою різних засобів прямого та опосередкованого характеру²¹⁷. Сьогодні ринок цінних паперів виступає одночасно в якості об'єкта регулювання держави та сфери її безпосередньої господарської діяльності нарівні з іншими учасниками. Очевидно, що в цій сфері одночасно з приватноправовими мають місце і публічно-правові відносини, правові питання співвідношення яких в господарському праві є предметом

²¹⁶ Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні: Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.

²¹⁷ Онуфрієнко О. Система державного регулювання ринку цінних паперів: принципи побудови / Підприємництво, господарство і право. – 2002. – № 5. – С. 50–52.

фундаментальних досліджень українських вчених-юристів²¹⁸. Відночас, як зазначає вчений-цивіліст В.Л. Яроцький, фондовий ринок (з урахуванням прогресуючої тенденції домінування серед суб'єктів господарювання акціонерних товариств) одночасно здійснює істотний вплив на економіку, визначаючи і економічну, і політичну стратегію будь-якої держави. Це зумовлює необхідність забезпечення державного регулювання відносин на ринку цінних паперів і допустимість розмаїтості (як приватноправових, так і публічно-правових) форм регулятивного впливу в даній сфері²¹⁹.

Державне регулювання та участь держави в особі створених нею юридичних осіб публічного права в операціях на ринку становить публічно-правову складову відносин на фондовому ринку України на протипагу приватноправовому характеру господарських відносин між іншими учасниками обігу фондових інструментів.

Взаємодія органів державного регулювання між собою та з іншими учасниками ринку цінних паперів з приводу встановлення та здійснення регулювання породжує систему суспільних публічно-правових відносин, що є складовою механізму державного регулювання фондового ринку та включає такі основні групи правовідносин, які розподілені нами за предметним та суб'єктним складом:

– з приводу формування та функціонування системи органів державного регулювання ринку цінних паперів включають відносини безпосередньо між органами державного регулювання, їх територіальними підрозділами;

– з приводу прийняття актів законодавства, встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів, створення системи

²¹⁸ *Крупчан О.Д.* Публічні і приватні засади в корпоративному праві України: правові питання / Вісник Академії правових наук України. – 2004. – № 2. – С. 71–79; *Вінник О.М.* Приватні та публічні інтереси, їх роль і відображення в господарському праві / Підприємство, господарство, право. – 2001. – № 4. – С. 6–9. – № 5. – С. 11–13; *Щербина В.С.* Правова природа корпоративних відносин / Науково-практичний журнал «Українське комерційне право». – 2006. – № 7. – С. 10–14.

²¹⁹ *Яроцький В.Л.* Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): Монографія / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 256.

захисту прав інвесторів мають місце відносини безпосередньо всередині системи органів державного регулювання та між органами державного регулювання та учасниками фондового ринку;

– щодо розподілу регулюючого впливу на фондовому ринку є відносини між органами державного регулювання та саморегульованими організаціями професійних учасників ринку цінних паперів;

– між органами державного регулювання та учасниками-емітентами мають місце відносини з приводу допуску останніх на ринок цінних паперів (застосування методів «державної дозвільної політики»), а саме: регулювання випуску та обігу цінних паперів, здійснення реєстрації емісій цінних паперів та інформації про емісію;

– між органами державного регулювання та учасниками-інвесторами, в тому числі інститутами спільного інвестування, існують відносини з приводу регулювання здійснення інвестування та інвестиційної діяльності;

– між органами державного регулювання та професійними учасниками фондового ринку – відносини щодо здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів;

– щодо проведення контрольних заходів за дотриманням законодавства, застосування фінансових санкцій та інших засобів відповідальності в сфері ринку цінних паперів існують відносини між органами державного регулювання та всіма групами учасників фондового ринку: емітентами, інвесторами, саморегульованими організаціями, професійними учасниками.

Також варто розглядати правовідносини на фондовому ринку за критерієм співвідношення прав та обов'язків учасників (характером відносин), які розподіляються на такі групи. Відносини, що мають вертикальну спрямованість, де основною є регулятивна складова адміністративно-правового характеру (відносини між органами державного регулювання та учасниками ринку, відносини між саморегульованими організаціями та професійними учасниками ринку); горизонтальні відносини, що мають як адміністративно-правовий (відносини безпосередньо між органами

державного регулювання), так і господарсько-правовий характер (відносини між учасниками ринку).

В усіх перерахованих публічно-правових відносинах обов'язковими суб'єктами механізму державного регулювання ринку цінних паперів є державні органи, наділені владними повноваженнями із здійснення розпорядницької діяльності «без згоди іншого учасника правовідносин», в тому числі, і господарсько-розпорядницької діяльності. Діяльність інших учасників ринку цінних паперів є безпосереднім об'єктом регулювання, а самі учасники – суб'єктами механізму державного регулювання ринку цінних паперів, тому що в ході своєї діяльності всі вони прямо чи опосередковано вступають у відносини з органами державного регулювання²²⁰.

З огляду на це, ми погоджуємося з позицією юриста, вченого в галузі адміністративного права О.П. Рябченко, що господарські правовідносини на фондовому ринку виникають, змінюються та припиняються на основі адміністративно-правових норм у випадках, передбачених законодавством²²¹. Адже згідно зі ст. 3 ГК України сферу господарських відносин становлять господарсько-виробничі, організаційно-господарські, та внутрішньо господарські відносини. Частина організаційно-господарських відносин регулюється адміністративно-правовими нормами. Суб'єктами господарювання є ті суб'єкти, які здійснюють господарську діяльність та зареєстровані відповідно до закону, а також отримали спеціальний дозвіл – ліцензію на здійснення певного виду діяльності за умови наявності відповідних вимог у чинному законодавстві. Реєстрація як юридично вагома дія є актом компетентного державного органу, що породжує чи підтверджує певні права й обов'язки. Фактом видачі ліцензії державний орган засвідчує право ліцензіата на провадження зазначеного в ньому виду господарської діяльності протягом визначеного строку за умови виконання ліцензійних умов. Крім загальногосподарських регулятивних функцій державні

²²⁰ *Полюхович В.І.* Публічно-правові аспекти господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку України // Часопис КУП. – 2011. – № 3. – С. 156–159.

²²¹ *Рябченко О.П.* Межі та джерела адміністративно-правового регулювання господарських відносин // Право та управління. – К., 2010. – № 1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/prtup/2010_1/pdf/10ropoer.pdf.

органи на фондовому ринку виконують ряд специфічних саме для цієї галузі повноважень. Це стосується, наприклад, реєстрації саморегулювних організацій, прийняття рішення щодо випуску держаних цінних паперів, затвердження правил функціонування організаційно-оформлених ринків цінних паперів та їх похідних, видачі дозволів на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України тощо. Ознаками процесу адміністративно-правового регулювання господарських відносин на фондовому ринку є факт участі суб'єкта публічно-правового регулювання та реалізації цим суб'єктом організаційно-господарських, владних повноважень у господарських відносинах на ринку.

Нормами чинного законодавства закріплено наявність обов'язкового учасника організаційно-господарських відносин – уповноважену владну особу – відповідний орган виконавчої влади чи орган місцевого самоврядування. Крім того, саме зобов'язання зареєструватись, отримати дозвіл, ліцензію встановлене імперативно щодо осіб, які як бажають набути статус суб'єкта господарювання на фондовому ринку, так і здійснюють діяльність на постійній основі. Виходячи з цього, варто вказати на те, що правовідносини, які виникають у сфері реєстрації, ліцензування, надання дозволів суб'єктів господарювання тощо, є публічно-правовими та безпосередньо носять адміністративно-правовий характер. Це зумовлено також тим, що вони відповідають таким ознакам адміністративно-правових відносин:

- формуються у сфері публічного управління;
- виникають у зв'язку із здійсненням організаційно-розпорядчої діяльності органів державної влади та місцевого самоврядування;
- ці відносини можуть виникнути за ініціативою як владного суб'єкта, так і суб'єкта господарювання, але згода останнього в ряді випадків не обов'язкова;
- порушення суб'єктом господарювання своїх обов'язків в ряді випадків тягне відповідальність не перед іншим суб'єктом господарювання, а перед державою.

На підставі дослідженого, визначимо напрями публічно-правового регулювання відносин на фондовому ринку України.

До їх складу входять:

- розробка та реалізація системи заходів стратегічного планування та прогнозування, структуризація сфер господарської діяльності на фондовому ринку;

- визначення правового статусу кожного державного органу у процесі регулювання відносин на фондовому ринку, розмежування сфер їх компетенції;

- визначення правового статусу професійних учасників фондового ринку, розмежування сфер їх компетенції;

- визначення підстав та меж використання адміністративно-правових засобів державного впливу на ринку цінних паперів: реєстрація, ліцензування, надання дозволів, реалізація юрисдикційних прав тощо;

- впорядкування відносин власності шляхом антимонопольного регулювання, встановлення правил корпоративних відносин, правил розмежування та поєднання видів професійної діяльності на ринку цінних паперів.

Найбільша кількість складних питань, пов'язаних із нормативною невизначеністю, виникає у зв'язку із закріпленням підстав та меж використання адміністративно-правових засобів державного впливу на сферу господарювання, зокрема на фондовий ринок. Згідно із ст. 4 ГК України до таких відносин не входять адміністративні та інші відносини управління за участі суб'єктів господарювання, в яких орган державної влади або місцевого самоврядування не є суб'єктом, наділений господарською компетенцією, і безпосередньо не здійснює організаційно-господарські повноваження щодо суб'єкта господарювання. Застосування перелічених вище заходів не пов'язане із господарською компетенцією уповноважених державних органів, проте безпосередньо стосується їх організаційно-розпорядчої, а тому і організаційно-господарської діяльності, прийняття приписів, вчинення дій,

обов'язкових до виконання. Тому порядок їх реалізації регулюється адміністративно-правовими нормами, які за умов визначеного в ст. 4 ГК України розмежування відносин у сфері господарювання з іншими видами діяльності відносяться до предмета регулювання господарського права. Отже, у межах господарських відносин виокремлюються відносини, які регулюються нормами адміністративного права. Крім того, самі господарські відносини можуть виникати на підставі юридичних фактів, встановлених адміністративно-правовою нормою. До того ж, доречно в даному випадку навести слова відомого вченого-юриста господарника Г.Л. Знаменського, який зазначає, що створення будь-яких стін між публічним та приватним правом є невиправданим, бо це заважає неупереджено дивитися на реальні життєві відносини і бачити, що в процесі правового впливу на них дійсно використовуються норми і приватного, і публічного права²²².

Наведені теоретичні положення є вагомою підставою для висновку, що правовідносини на фондовому ринку, учасником яких є уповноважений державний орган, виникають та здійснюються на основі адміністративно-правових норм та становлять публічно-правовий елемент господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку України. Відповідно, і на загальнотеоретичному рівні маємо можливість стверджувати, що господарське право як галузь права, яка має предметом регулювання приватноправові відносини, містить окремі відносини публічно-правового характеру, що регулюються шляхом застосування адміністративно-правових норм.

Відповідно до кожного напрямку публічно-правового регулювання господарських відносин згруповані відповідні юридичні джерела. Порядок прийняття відповідних нормативних актів, рівень та сфера регулювання співвідносяться із рівнем державних органів, до компетенції яких входить здійснення правового регулювання господарських відносин у галузі.

²²² Знаменский Г.Л. Хозяйственный механизм и право. / АН УССР, Ин-т экономики пром-сти. – Киев: Наук. думка. – 1988. – с. 99.

У зв'язку із зазначеним, доцільним є визначити існуючу систему органів державної влади, що здійснюють регулювання на фондовому ринку України.

Аналізуючи систему державних органів крізь призму здійснення ними правового регулювання фондового ринку та безпосередню участь в правовідносинах на ринку, доцільно її розглянути як відповідно до правового статусу органів, рівня здійснюваного ними правового регулювання та юридичної сили нормативних актів, так і їх компетенції щодо безпосереднього регулювання діяльності суб'єктів-учасників фондового ринку.

Вважаємо, що існуюча система органів, які здійснюють державне регулювання фондового ринку в Україні, може бути структурована шляхом виділення п'яти груп.

Першу групу становлять Верховна Рада України, Президент України та Кабінет Міністрів України, які шляхом прийняття законодавчих і нормативних актів з питань ринку цінних паперів, визначення напрямів державної політики на фондовому ринку, затвердження складу Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку та інших регуляторів забезпечують загальні організаційно-правові засади державного регулювання фондового ринку в Україні.

До складу другої групи доцільно віднести органи, що здійснюють загальнодержавний регуляторний вплив щодо забезпечення функціонування економіки та народного господарства, в тому числі, і функціонування фондового ринку України. Це, насамперед, міністерства – Міністерство фінансів України, Міністерство економічного розвитку і торгівлі України, Міністерство юстиції України, а також центральні органи виконавчої влади – Державна казначейська служба України, Державна податкова служба України. У складі цієї групи доцільно також розглядати такі центральні органи виконавчої влади зі спеціальним статусом, як Антимонопольний комітет України та Фонд державного майна України.

До третьої групи, за нашою класифікацією, відноситься Національна комісія

з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР) із системою її територіальних органів, яка є державним колегіальним органом, підпорядкованим Президенту України, підзвітним Верховній Раді України, що безпосередньо здійснює регулятивний вплив щодо учасників фондового ринку і забезпечує з боку держави його функціонування в Україні. На Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку покладено також виконання функцій щодо координації діяльності державних органів з питань функціонування фондового ринку, у зв'язку з чим створюється Координаційна рада, до складу якої входять керівники державних органів, що у межах своєї компетенції здійснюють контроль або інші функції регулювання щодо фондового ринку та інвестиційної діяльності в Україні. Очолює Координаційну раду Голова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

До четвертої групи потрібно віднести державні органи, які в межах своєї компетенції здійснюють регулятивний вплив щодо окремих суб'єктів або сегментів ринку цінних паперів України. Таким органами є Національний банк України, Національна комісія з регулювання ринків фінансових послуг, Державне агентство України з інвестицій та управління національними проектами.

Державні органи, які виконують правоохоронні функції, а також функції контролю та нагляду за дотриманням законодавства в державі, в тому числі і на фондовому ринку, складають п'яту групу. До цієї групи входять: Міністерство внутрішніх справ України, органи Прокуратури України, Служби безпеки України, системи судів України.

Із дослідженням розподілу функцій регулювання фондового ринку між державними органами стає зрозумілим, що основний обсяг безпосередньої регуляторної діяльності покладено на Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку. Вона є суб'єктом всіх перерахованих нами видів публічно-правових відносин, що мають місце на фондовому ринку. Проте існують певні питання щодо її правового статусу та місця в системі державних органів. Так, відповідно до Закону України «Про державне

регулювання ринку цінних паперів в Україні» вона визначена в якості лише державного колегіального органу із зазначенням підпорядкування та підзвітності. Чинне законодавство не містить положень щодо її місця в системі державних органів. Водночас Комісія відсутня в переліку центральних органів виконавчої влади, визначеному згідно з Указом Президента України «Про оптимізацію системи центральних органів виконавчої влади»²²³ на відміну від, наприклад, Національної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України. Вважати, що НКЦПФР знаходиться поза системою органів виконавчої влади, теоретично складно з огляду на визначений в ст. 6 Конституції України поділ державної влади на законодавчу, виконавчу та судову. Проте її особливий правовий статус в системі або поза системою органів виконавчої влади, якщо такий дійсно має місце, має бути чітко визначений та закріплений на законодавчому рівні, як це зроблено, наприклад, стосовно Прокуратури України, Національного банку України тощо. Існуюче в Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначення НКЦПФР лише як державного колегіального органу не виконує такого завдання, а швидше є, на нашу думку, недоліком законодавчої діяльності 1990-х р. і потребує виправлення шляхом визначення місця Комісії в системі центральних органів виконавчої влади.

В зв'язку з цим зазначимо позицію О.Д. Крупчана, який чітко визначає, що компетенція центрального органу виконавчої влади як організаційно-правова категорія є точним переліком його повноважень, тобто прав і обов'язків, визначених відповідним органом державної влади (Президентом України, Верховною Радою України) у певному нормативно-правовому акті,

²²³ Про оптимізацію системи центральних органів виконавчої влади: Указ Президента України від 9 грудня 2010 р. № 1085/2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1085%2F2010>.

реалізуючи які, центральний орган виконавчої влади здійснює свою діяльність²²⁴.

Відповідно до не чинного на сьогодні Указу Президента України «Про зміни у структурі центральних органів виконавчої влади»²²⁵ ДКЦПФР визначалась як центральний орган виконавчої влади із спеціальним статусом. Конституційний Суд України у своєму рішенні по справі № 1-13/2008 від 1 квітня 2008 р. (справа про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку)²²⁶ також відніс Комісію до числа центральних органів виконавчої влади, проте без зазначення її спеціального статусу. І хоча зміст рішення базувався на нормах Конституції України в редакції Закону України «Про внесення змін до Конституції України»²²⁷, правовий статус ДКЦПФР як центрального органу виконавчої влади не викликав сумнівів, вживався аксіоматично і вважався таким, що не потребує додаткового підтвердження або тлумачення.

На нашу думку, на даному етапі згідно із засадами, на яких побудовано схему організації та взаємодії центральних органів виконавчої влади, затверджений Указом Президента України «Про оптимізацію системи центральних органів виконавчої влади» за місцем в системі державних органів, обсягом повноважень та сферою регулятивного впливу зміст правового статусу НКЦПФР не відповідає статусу центрального органу виконавчої влади із спеціальним статусом. Це зумовлено тим, що перелік центральних органів виконавчої влади із спеціальним статусом за цим Указом Президента формувався за новими принципами, ніж в попередніх нормативних актах. Якщо раніше законодавець надавав такого статусу

²²⁴ Крупчан О.Д. Компетенція центральних органів виконавчої влади // Вісник Академії правових наук України. – 2002. – № 2. – С. 59.

²²⁵ Про зміни у структурі центральних органів виконавчої влади: Указ Президента України від 15 грудня 1999 р. № 1573/99 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1573%2F99>.

²²⁶ Рішення Конституційного Суду України по справі № 1-13/2008 від 1 квітня 2008 р. (справа про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=va03p710-08>.

²²⁷ Про внесення змін до Конституції України: Закон України від 8 грудня 2004 р. № 2222-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2005. – № 2. – Ст. 44.

центральним органам виконавчої влади, що виконували регулювання окремих сфер суспільного та економічного життя країни, то в чинному Указі Президента такий статус отримали лише ті державні органи, діяльність яких має специфічний системний вплив на майже всі сфери життя суспільства та народного господарства країни, наприклад, Антимонопольний комітет України, Фонд державного майна України тощо. За таких умов статус центрального органу виконавчої влади із спеціальним статусом міг бути наданий, на нашу думку, лише мегарегулятору фінансового ринку в цілому, створення якого можливе шляхом об'єднання в складі одного державного органу функцій всіх суб'єктів державного регулювання фінансового ринку в цілому. Але це не реалізований на сьогодні сценарій реформування державного регулювання фінансових ринків, який певний час дискутувався в суспільстві. Зі стартом адміністративної реформи в грудні 2010 р. було проголошено перспективне створення нового типу центральних органів виконавчої влади – незалежних регуляторів (національних комісій) як колегіальних центральних органів виконавчої влади, що здійснюють функції з регулювання на ринках в різних сферах економічної діяльності. Основною рисою «незалежності» таких органів, до складу яких мають входити, в тому числі і НКЦПФР, Нацфінпослуг, полягає в тому, що вони не входять до системи органів підпорядкованих Кабінету Міністрів України, та, відповідно, їх формування та діяльність знаходяться поза межами регулятивного впливу КМУ. Позитив такого підходу полягає як в реалізації дерегулятивних механізмів, так і виведенні фондового ринку з під жорсткого впливу держави, що має сприяти його розвитку як сфери вільного переміщення капіталів.

Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку здійснює державну регуляторну діяльність відповідно до вимог Закону України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності».²²⁸ Для виконання покладених на Комісію функцій нормативно закріплено її

²²⁸ *Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності*: Закон України від 11 вересня 2003 р. № 1160-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 9. – Ст. 79.

правовий статус. Досліджуючи зміст правового статусу НКЦПФР, необхідно виявити його три основні складові. Це завдання, функції та повноваження НКЦПФР. Відповідно до ст. 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку²²⁹ до основних завдань НКЦПФР віднесено такі:

- формування та забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо розвитку та функціонування ринку цінних паперів та їх похідних в Україні, сприяння адаптації національного ринку цінних паперів до міжнародних стандартів;

- координація діяльності державних органів з питань функціонування в Україні ринку цінних паперів та їх похідних;

- здійснення державного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, а також у сфері спільного інвестування;

- захист прав інвесторів шляхом застосування заходів щодо запобігання і припинення порушень законодавства на ринку цінних паперів, застосування санкцій за порушення законодавства у межах своїх повноважень;

- сприяння розвитку ринку цінних паперів;

- узагальнення практики застосування законодавства України з питань випуску та обігу цінних паперів в Україні, розроблення пропозицій щодо його вдосконалення.

Там же визначено перелік функцій Комісії для виконання покладених на неї завдань. Визначений перелік функцій можна розглянути шляхом виокремлення та об'єднання складових організаційно-господарської діяльності Комісії:

- встановлення вимог щодо випуску і обігу цінних паперів та їх похідних та вимог щодо розкриття інформації учасниками фондового ринку;

²²⁹ *Положення* про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23 листопада 2011 р. № 1063/2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011>.

- здійснення реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск;
- видача дозволів на обіг цінних паперів українських емітентів за кордоном та встановлення вимог щодо допуску та обігу цінних паперів іноземних емітентів в Україні;
- здійснення ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку;
- ведення реєстру професійних учасників ринку цінних паперів, інститутів спільного інвестування та саморегулювних організацій та здійснення реєстрації саморегулювних організацій;
- встановлення критеріїв, вимог щодо здійснення професійної діяльності на фондовому ринку;
- встановлення кваліфікаційних вимог та проведення сертифікації фахівців, що здійснюють професійну діяльність з цінними паперами;
- здійснення регулювання діяльності рейтингових агентств.

Зрозуміло, що визначені функції переплітаються та взаємодіють в загальному руслі організуючої та регулятивної діяльності Комісії. Виділені групи характеризують найбільш універсальні її напрями, які певною мірою здійснюються в кожній ланці, територіальному підрозділі. Сукупність усіх функцій може бути згрупована в таких напрямках організаційно-господарської діяльності Комісії, як: нормативний, ліцензійний, дозвільний, реєстраційний.

Для реалізації визначених завдань та виконання функцій НКЦПФР відповідно до ст. 8 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» наділена повноваженнями. У визначеному переліку також виділимо лише ті повноваження, що носять організаційно-господарський характер. Так, Комісія має право:

- робити висновки про віднесення цінних паперів до того чи іншого виду, визначеного чинним законодавством;
- встановлювати обов'язкові нормативи достатності власних коштів та інші показники і вимоги, що обмежують ризики по операціях з цінними паперами в ході здійснення професійної діяльності на фондовому ринку;

– встановлювати за погодженням з Кабінетом Міністрів України плату за видачу ліцензій, реєстрацію документів, надання інформації за запитом юридичних та фізичних осіб і спрямування отриманих коштів до Державного бюджету України;

– встановлювати обмеження щодо суміщення видів професійної діяльності на ринку цінних паперів;

– надсилати емітентам, особам, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондовим біржам та саморегульованим організаціям обов'язкові для виконання розпорядження про усунення порушень законодавства про цінні папери;

– розробляти і затверджувати з питань, що належать до її компетенції, обов'язкові для виконання нормативні акти;

– призначати тимчасово (до двох місяців) керівників фондових бірж, депозитаріїв та інших установ інфраструктури фондового ринку;

– розробляти та впроваджувати моделі інфраструктури фондового ринку;

– здійснювати сертифікацію програмного забезпечення та встановлювати вимоги до програмних продуктів на фондовому ринку;

– встановлювати граничні тарифи на послуги Рейтингових агентств, які оплачуються за рахунок коштів державного та місцевих бюджетів.

Вважаємо, що окремі з визначених в ст. 8 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» повноважень Комісії потребують уточнення. Так, норма п. 4) ст. 8 Закону, що передбачає право Комісії встановлювати обмеження щодо суміщення видів професійної діяльності на ринку цінних паперів, є юридично не коректною через застосовану термінологію. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок», Закон України «Про депозитарну систему України», підзаконні акти НКЦПФР, зокрема, Порядок та умови видачі ліцензії на провадження окремих видів діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дублікату та копії ліцензії передбачають поєднання, а не суміщення видів професійної діяльності на ринку цінних паперів. Термін «суміщення» в нормативних актах

вживається лише щодо суміщення роботи спеціалістами структурних підрозділів професійних учасників фондового ринку, а не поєднання окремих видів професійної діяльності на ринку.

Водночас, вважаємо необхідним зазначити, що, на нашу думку, всі можливі випадки поєднання видів професійної діяльності повинні встановлюватись на рівні Закону України, а підзаконними актами Комісії має визначатись тільки порядок реалізації таких норм. Тому пропонуємо п. 4) ст. 8 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» викласти в такій редакції:

«4) забезпечувати виконання норм законодавства щодо поєднання професійної діяльності на ринку цінних паперів».

Також у зв'язку з цим важливо визначити термін «поєднання окремих видів професійної діяльності», про що більш детально буде зазначено нижче.

Також необхідно зазначити, що вживання в п. 15), 16), 19) ст. 8 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» щодо характеристики прав Комісії таких термінів, як: «установи інфраструктури фондового ринку», «моделі інфраструктури фондового ринку» є юридично некоректним у зв'язку з відсутністю визначення цієї термінології в чинному законодавстві, що може призвести до невиправданої можливості застосування цих норм щодо всіх професійних учасників фондового ринку. Нормативне закріплення відповідного терміна необхідно здійснити в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» шляхом здійснення розподілу видів професійної діяльності та відповідно професійних учасників на інфраструктурних учасників фондового ринку, що здійснюють діяльність з організації торгівлі, депозитарну діяльність, та на інвестиційних посередників, предметом діяльності яких є торгівля цінними паперами та діяльність з управління активами інституційних інвесторів. Нормативне закріплення такого розмежування, на нашу думку, також є доцільним для обґрунтування випадків поєднання окремих видів професійної діяльності на

фондовому ринку, що буде більш детально розглянуто при дослідженні правового регулювання професійної діяльності.

Таким чином, вважаємо, що організаційно-господарські повноваження НКЦПФР як незалежного регулятора мають бути належним чином врегульовані на рівні законів України як для визначення чіткої сфери їх застосування, так і для уникнення можливих звинувачень регулятора у зловживаннях своїм незалежним правовим статусом.

2.2. Регулююча роль саморегулювних організацій на фондовому ринку

Поєднання економіко-правових методів щодо централізованого та децентралізованого засобів впливу права на суспільні відносини має свою якісну відмінність та позитивні результати. Централізоване, імперативне правове регулювання (метод субординації) здійснюється на владно-імперативних засадах. Механізм правового регулювання тут простий: його початкова ланка — зобов'язуючі юридичні норми, потім відповідні правовідносини і, нарешті, реалізація юридичних обов'язків, коли суб'єктивне право зводиться до вимоги виконання обов'язку. Децентралізоване, диспозитивне правове регулювання (метод координації) визначається активністю учасників регульованих суспільних відносин. У застосуванні децентралізованого методу регулювання вступають у дію не тільки зобов'язання чи заборони, а й механізми дозволу, їх різноманітні поєднання. Особливість механізму правового регулювання полягає тут у тому, що центральною ланкою в складних комплексах застосовуваних юридичних засобів стає суб'єктивне право, що не зводиться лише до одного права вимоги, а має свій диспозитивний зміст, що повинен займати своє місце в механізмі державного регулювання²³⁰.

²³⁰ *Алексеев С.С.* Право: азбука - теория - философия: Опыт комплексного исследования. – М.: «Статут», 1999. – С. 370–372.

В умовах розвитку системи державного регулювання фондового ринку підвищується роль саморегулювання як засобу диверсифікації та деталізації регулятивного впливу на ринок. Саморегулювання впливає з особливих синергетичних властивостей економіко-правової системи, до числа яких відносяться її самоорганізація, взаємозв'язок та взаємозалежність елементів, поєднання адміністративно- та цивільно-правових методів регулювання. Регулювання фондового ринку, як і економіки в цілому, являє собою єдність державного регулювання та саморегулювання. Як досліджено вище, історично регулювання фондового ринку було представлено саморегулюванням, що здійснювалося фондовими біржами, а безпосередньо державне регулювання виникло значно пізніше. У контексті нашого дослідження можна стверджувати, що самоорганізація ринку цінних паперів як економіко-правової системи знайшла своє виявлення в саморегулюванні.

Саморегулівні організації (далі — СРО) є не лише засобом вироблення загальних правил гри або захисту інтересів. У світовій практиці це відокремлений ринок, доступ на який обмежений вимогами щодо професіоналізму й етики, обсягу торгівлі й капіталу тощо. Тобто, створення саморегулівної організації — це зазвичай угода про партнерство²³¹.

З багатьох питань інтереси держави й саморегулівних організацій збігаються. Збіг інтересів держави й учасників ринку існує, насамперед, у сфері попередження та вирішення конфліктів між учасниками, поліпшення управління ризиками, зниження можливостей для шахрайства й інших протиправних дій, підтримки ліквідності й стабільності ринку, удосконалення ринкової інфраструктури, запровадження стандартів професійної діяльності. Рішення зазначених завдань на базі саморегулівних організацій вимагає спеціалізації останніх за видами професійної діяльності, а характер вирішуваних завдань — формування стандартів професійної

²³¹ Басова А.В. Правовой статус участников рынка ценных бумаг: проблемы регулирования: дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. // М., 2008. – С. 45.

діяльності та примус до їхнього виконання – зумовлює необхідність відмови від принципу конкуренції в сфері саморегулювання.

При цьому ми виходимо з позиції, що фактична наявність в країні значного числа некомерційних організацій (союзів, асоціацій), що вже об'єднують підприємців не тільки з метою захисту й лобіювання їх інтересів, а й з метою саморегулювання їх діяльності, створює практичну основу для передачі СРО, що перебувають під контролем держави, тих його функцій, які вимагають більше тонких і специфічних механізмів регулювання конкретних видів діяльності. Водночас, використання інституту саморегулювання в сучасних умовах надає можливість розвантажити державу як єдиного регулятора на ринку.

Для законодавців багатьох країн, які неохоче витрачають гроші платників податків на амбіційні проекти регулювання, саморегулювання є привабливим рішенням, оскільки СРО прямо фінансуються галуззю, яку вони регулюють. Ресурси цих організацій незалежні від державного бюджету через пов'язані з ним політичні міркування, що гарантує використання значних коштів на розвиток галузі за допомогою встановлення стандартів СРО і контролю за їхнім дотриманням. Більше того, наприклад, у Великій Британії мегарегулятор фінансового ринку – Відомство з фінансових послуг (Financial Services Authority – FSA), створене як симбіоз саморегулювання та державного регулювання, фінансується винятково за рахунок професійних учасників ринку. З огляду на самофінансування галузевого регулювання з боку СРО, держава може сфокусуватися на своїх власних пріоритетах і спрямувати ресурси на вирішення завдань, у яких найбільш необхідна її участь. Тому на фінансових ринках розвинутих країн СРО є невід'ємною їх складовою, утворюючи самостійний рівень механізму регулювання.

Міжнародне професійне співтовариство визнає правомірність різних моделей саморегулювання. Загальними характеристиками саморегулювальних організацій у більшості юрисдикцій є їх відокремленість від урядового регулятора. Міжнародна практика фондового ринку включає різні моделі

регулювання, у тому числі моделі без СРО, з однієї СРО, виділеною за функціональною ознакою, або з безліччю СРО.

Так, визначені Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO) в її програмному документі «Цілі та принципи регулювання фондового ринку»²³² базові принципи саморегулювання як складової частини державного регулювання фондового ринку полягають у такому:

- система регулювання повинна включати саморегулювні організації такою мірою, якою цього вимагають розмір та ступінь розвитку ринків;
- саморегулювні організації повинні знаходитись під контролем органу державного регулювання и дотримуватись всіх етичних норм та стандартів під час здійснення своїх функцій.

Відповідно до принципів, які декларуються щодо саморегулювних організацій, IOSCO визнає, що СРО можуть запропонувати учасникам ринку більш глибокий досвід щодо функціонування ринку та мають можливість значно швидше, ніж державний орган пристосовуватись до зміни ринкових умов. Загальною позитивною характеристикою СРО є її певна віддаленість як регулятора від державного регулювання (хоча держава легітимізує СРО та здійснює за ними нагляд) і безпосередня участь СРО у функціонуванні галузі. IOSCO також вважає, що варто шукати форми діяльності саморегульованих організацій, прийнятні для кожної конкретної країни, і не наполягає на запровадженні єдиної моделі регулювання фондового ринку. Універсальної та стандартної для всіх країн моделі організації діяльності СРО й розподілу повноважень між державою, СРО й учасниками ринку не існує²³³.

У наш час організаційна побудова сучасної системи регулювання фондового ринку в переважній більшості держав базується на концепції дворівневої системи органів регулювання. Перший рівень становлять органи державного регулювання, другий рівень утворюють саморегульовані

²³² IOSCO (May 2003) «Objectives and Principles of Securities Regulation» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

²³³ Лагунов В.Я., Абрамов А.Е., Иванов К.В. СРО: идеи, практика и предложения // Право и экономика. М. – 1999. – № 4. – С. 20.

організації, створені професійними учасниками ринку цінних паперів — різного роду союзи, асоціації, ліги професійних учасників, фондові біржі, організатори позабіржової торгівлі. Розподіл функцій і повноважень між державними органами та саморегульованими організаціями обумовлений культурними та історичними традиціями кожної країни, а також рівнем розвитку ринку цінних паперів.

Проте поширеною є модель ринку, в якій взагалі не існує саморегульованих організацій (Австралія, Австрія, Бельгія, Бразилія, Угорщина, Німеччина, Індія, Іспанія, Данія, Тайвань, Туреччина, Швеція, Швейцарія). До країн з єдиною СРО відносяться Нова Зеландія, Польща, Корея. Прикладами країн з багатьма СРО можуть виступати США, Канада, Японія і Норвегія²³⁴.

Досить поширене створення саморегульованих організацій за функціональною ознакою (брокерсько-дилерська діяльність, депозитарно-реєстраторська діяльність), за ознакою інструменту (наприклад, емісійні цінні папери), закріпленості за певним ринком (біржі, позабіржовий ринок) або за інфраструктурою, що обслуговує певні ринки. В останніх випадках СРО виконують не тільки функції саморегулювання, а й функції організації ринку. Саме так організоване саморегулювання в США, у рамках якого створена Національна асоціація фондових дилерів (NASD) як СРО, за якою закріплений позабіржовий ринок і його торговельні системи, а фондові біржі США мають статус саморегульованих організацій на біржовому ринку. Фактично нині на американському ринку цінних паперів діють два різні типи саморегульованих організацій²³⁵.

Перший тип – це інфраструктурні організації, які самі є професійними учасниками ринку цінних паперів. Це, наприклад, Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), Національна клірингова корпорація з цінних паперів (National

²³⁴ Герасимов А.А. Современное саморегулирование за рубежом — законодательство, практика и тенденции [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://kalugatechnadzor.ru/analitika/362-sovremennoe-samoregulirovanie-za-rubezhom--zakonodatelstvo-praktika-i-tendenczii>.

²³⁵ Регулювання ринку цінних паперів у США // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7–8. – С. 33.

Securities Clearing Corporation – NSCC), Клірингова корпорація на ринку опціонів (Option Clearing Corporation – OCC) та інші інфраструктурні організації. Членство у таких СРО є добровільним, права й обов'язки такого саморегулювання виникають на засадах договору між учасниками ринку цінних паперів²³⁶.

Другий тип СРО – це Національна асоціація фондових дилерів. Відповідно до законодавчих актів, членство у цій СРО є обов'язковим для брокерів і дилерів. Без членства у NASD організація не може отримати дозвіл (ліцензію) на діяльність на ринку цінних паперів, стати членом біржі, клірингової чи депозитарної організації.

NASD — це модель СРО, яка передбачає делегування цій організації на основі закону певної частини повноважень державної влади з регулювання і контролю за діяльністю брокерів і дилерів. Проте головним регулятором і контролером на ринку цінних паперів залишається державний орган — Комісія з цінних паперів і бірж (SEC), який має великі повноваження виконавчої, представницької влади, почасти, і юрисдикційні повноваження.

Дещо відрізняється правове положення СРО у Великій Британії²³⁷, де мегарегулятор ринку — Відомство з фінансових послуг (FSA) — було фактично створено шляхом надання саморегулюванню статусу державного органу. Під егідою FSA діє система саморегулювних організацій, кожна з яких розробляє правила за напрямками діяльності її членів. Різними сферами професійної діяльності опікуються різні СРО. Так, The Securities and Futures Authority (SFA) об'єднує брокерів і дилерів. The Investment Management Regulatory Organisation (IMRO) регулює діяльність керуючих компаній, які організують функціонування схем колективного інвестування і пенсійних фондів. Personal Investment Authority (PIA) організує діяльність індивідуальних підприємців у сфері управління і консультування колективних інвестиційних,

²³⁶ *Депозитарно-трастова і клірингова установа США // Фінансовий ринок України. – 2011. – № 2. – С. 35.*

²³⁷ *Рынок ценных бумаг Великобритании [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.globfin.ru/articles/shares/uk.htm>.*

пенсійних і страхових схем. Формально у Великій Британії участь у СРО не є обов'язковою. Дозвіл на право здійснювати професійну діяльність компанії можуть отримувати в СРО або безпосередньо в FSA, проте на практиці другий варіант 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. Зважаючи на досвід країн з розвинутими ринками цінних паперів та системами СРО, варто зазначити, що біржі і депозитарно-клірингові установи залишаються провідними саморегульвними організаціями професійних учасників ринку цінних паперів у розвинених країнах, які забезпечують розроблення і дотримання ними високих стандартів професійної діяльності, генерують нові ідеї й технології на ринку цінних паперів. Зі свого боку державні органи цілком підтримують національні клірингові й розрахункові організації. Таким чином, розглянуті особливості функціонування СРО в США та Великій Британії свідчать, що існують моделі СРО як з обов'язковим, так і з добровільним членством учасників ринку, але завжди з реальним делегуванням таким СРО частини повноважень держави.

На українському ринку цінних паперів відповідно до чинної на сьогодні редакції ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» формально юридично можуть існувати лише саморегульвні організації професійних учасників ринку, що здійснюють діяльність з торгівлі цінними паперами, діяльність з управління активами інституційних інвесторів та окремий сегмент депозитарної діяльності. Відповідно до законодавчих актів членство у таких СРО є обов'язковим для ліцензіатів визначених видів професійної діяльності. Без членства у СРО організація не може отримати (або позбавляється) ліцензії на діяльність на ринку цінних паперів, а, відповідно, бути членом фондової біржі.

Таким чином, формально юридично ні фондова біржа (історично природна СРО), ні Центральний депозитарій не можуть претендувати на статус

саморегулятора, хоча в Європейському Союзі саме біржі та інші типи торговельних систем за певних умов вважаються регульованими ринками з правами СРО, а за законодавством США фондова біржа також вважається саморегулювальною організацією, до того ж вона виконує функції спільного з професіоналами встановлення регулятивних норм та здійснює контроль за їх виконанням. Вважаємо, що через такий стан формальних підстав частина професійних учасників фондового ринку виключаються з процесу саморегулювання, що фактично є звуженням їх прав порівняно з іншими учасниками та суттєвим недоліком чинного законодавства. Доцільним є внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» із закріпленням норми про те, що фондові біржі можуть виконувати визначений перелік функцій саморегулювальних організацій, а Центральний депозитарій, Розрахунковий центр – бути членами відповідних СРО.

Взагалі, якщо раніше були офіційно зареєстровані та визначались фахівцями 12 саморегулювальних організацій, перелік яких складався з асоціацій професійних учасників та бірж²³⁸, то на сьогодні в Україні відповідно до вимог Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зареєстровані НКЦПФР та діють лише три саморегулювальні організації. Це Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ), що діє в сфері професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів і об'єднує 345 учасників, Професійна асоціація реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД) охоплює регулюванням діяльність реєстраторів та зберігачів в кількості 667 учасників, Асоціація «Українські Фондові Торговці» (АУФТ), що є СРО в сфері торгівлі цінними паперами (753 учасники)²³⁹. Всі інші існуючі суб'єкти, в тому числі фондові біржі та Центральний депозитарій, Розрахунковий центр не відповідають існуючим законодавчим вимогам до СРО, а тому юридично не є

²³⁸ Шаров О. Концептуальні засади створення конкурентноспроможного ринку фінансових послуг // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7–8. – С. 12.

²³⁹ Реєстр саморегулювальних організацій професійних учасників фондового ринку станом на 20 жовтня 2011 р. Офіційний сайт НКЦПФР // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ssmc.gov.ua.

саморегульованими організаціями та, відповідно, не пройшли реєстрацію в НКЦПФР.

Також зазначимо, що в чинній на сьогодні редакції п. 4 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначається, що професійна діяльність учасників фондового ринку, крім депозитаріїв і бірж, здійснюється за умови членства щонайменше в одній СРО. Положенням про саморегульовані організації професійних учасників фондового ринку²⁴⁰ визначено, що СРО утворюється в організаційно-правових формах, передбачених для об'єднань підприємств. Але відповідно до п. 2 ст. 118 ГК України об'єднання підприємств утворюються підприємствами на добровільних засадах²⁴¹. Також зазначимо, що всі СРО в Україні діють у формі асоціацій. Відповідно до п. 2 ст. 120 ГК України асоціація – договірне об'єднання, створене з метою координації господарської діяльності підприємств. Відповідно до ст. 627 ЦК України «Свобода договору» сторони є вільними в укладенні договору. Таким чином, наведене свідчить, що примусове зобов'язання професійних учасників до членства в СРО як умови здійснення професійної діяльності на ринку (отримання відповідної ліцензії) є прямим порушенням норм господарського та цивільного законодавства. Вважаємо, що ситуація потребує виправлення шляхом відміни норм, що пов'язують здійснення професійної діяльності з обов'язковим членством у СРО. В Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» має бути встановлено норму-принцип щодо добровільності під час входження професійного учасника до СРО. Стимули для професійного учасника щодо членства у СРО мають визначатися в економічній, а не адміністративній площині. А за для цього можливим є запровадження певних пільгових умов, в тому числі щодо ліцензування, для членів СРО. Це може бути реалізовано також при

²⁴⁰ Про затвердження Положення про саморегульовані організації професійних учасників фондового ринку: рішення ДКЦПФР від 17 лютого 2009 р. № 125 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0458-09>.

²⁴¹ Господарський кодекс України: Закон України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 18–22. – Ст. 144.

делегуванні НКЦПФР окремих повноважень СРО, в тому числі щодо сертифікації фахівців та ліцензування.

У чинній на сьогодні редакції п. 1 ст. 48 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зазначено, що саморегулівна організація має об'єднувати більше 50 відсотків професійних учасників фондового ринку за видом діяльності. З набранням чинності Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів щодо удосконалення законодавства про цінні папери» (прийнято Верховною Радою України 4 липня 2012 р. № 8120) СРО буде зобов'язано об'єднувати більше 75 відсотків професійних учасників фондового ринку за видом діяльності. Таким чином, формально юридично закладена можливість функціонування декількох СРО з одного виду професійної діяльності, проте лише одна з них може об'єднувати більше 50 (75) відсотків професійних учасників фондового ринку за видом діяльності, а існування інших буде порушенням Закону. Або одночасно допускається можливість професійних учасників не бути членами відповідних СРО за кожним видом діяльності, щодо яких вони мають ліцензії.

З чинної на сьогодні редакції ст. 48 і 49 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» випливає, що Законом встановлено порядок, згідно з яким НКЦПФР реєструватиме СРО, яким може делегувати згодом повноваження, а може і не здійснити цього. Аналогічна норма зберігається в Законі і з набранням чинності Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів щодо удосконалення законодавства про цінні папери». На нашу думку, СРО, якій не делеговано жодне реальне повноваження на зразок вищенаведених прикладів, не є регулятором, а лише асоціацією із захисту інтересів, по суті – лобістським угрупованням. Правила набуття статусу саморегульованої організації зумовлені тим, що вона володіє, власне кажучи, функціями, що притаманні органам державної влади. Саме в цьому проявляються особливості правового статусу СРО. З одного боку, це юридична особа, заснована на добровільних засадах іншими юридичними особами. Суб'єкт господарсько-правових відносин, заснований на принципі

рівності всіх учасників. Прикладом в недалекій за часом вітчизняній практиці були випадки, коли СРО (наприклад, Асоціація ПФТС) здійснює професійну діяльність на ринку цінних паперів як організатор торгівлі. З іншого боку, як справедливо зазначив у своїй роботі Е.А. Павлодський, реально юридична особа може бути віднесена до СРО тільки в тому випадку, коли на підставі закону окремі повноваження із здійснення державного регулювання переходять до такої організації²⁴². Таким чином, наділення СРО окремими повноваженнями органів державного регулювання вступає у певне протиріччя з основними принципами цивільного права. Проте цей випадок є, на нашу думку, таким, що чітко виокремлює базові засади господарського права як галузі права, а саме – застосування в господарській діяльності особи окремих управлінських функцій, які є організаційно-господарськими за своєю природою, що в свою чергу, є однією з основних ознак розмежування господарського та цивільного права.

У зв'язку з цим необхідним є встановлення правил делегування, адже для розуміння суті ринкового саморегулювання потрібно визначити виключний перелік суб'єктів повноважень. Так, якщо держава вже делегувала якесь своє повноваження (наприклад, ліцензування), то, чи здійснює вона його надалі одночасно із СРО, або лише контролює виконання? На нашу думку, можливими є обидва варіанта. Певна річ, із одночасним здійсненням, наприклад, ліцензування державним органом і СРО, потенційний ліцензіат буде мати право вибору звернення. До того ж, членство в СРО може бути умовою надання окремих пільг для ліцензіата. Повноваження мають делегуватись на достатньо тривалий строк, наприклад, 5 років з можливістю як подовження терміну, так і припинення у випадку порушень виконання. Це буде позитивним, адже зобов'язує СРО сумлінно ставитися до тимчасово наданого повноваження.

²⁴² Павлодский Е.Л. Саморегулируемые организации: мода или тенденции // Право и экономика. – Москва. - 2003. – №3 – С. 46–48.

Як неодноразово зазначалось провідними фахівцями фондового ринку, певна юридична невизначеність існує щодо кількості СРО з огляду на існуючі види професійної діяльності²⁴³. На сьогодні кількість видів професійної діяльності, виходячи з п. 2 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», не перевищує п'яти: діяльність з торгівлі цінними паперами, діяльність з управління активами інституційних інвесторів, депозитарна діяльність, діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку, клірингова діяльність. Разом з тим, у ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» йдеться про 11 видів діяльності, які називаються то просто видами діяльності, то видами професійної діяльності, однак в будь-якому випадку здійснення кожного з них вимагає отримання ліцензії НКЦПФР. По суті визначені всі 11 видів діяльності є складовими (підвидами) зазначених 5 видів професійної діяльності, а тому за для уникання плутанини та неоднозначного тлумачення необхідно скоригувати Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» та Закон України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» шляхом визначення видів та відповідних підвидів професійної діяльності на фондовому ринку. Тим більше, що здійснення поєднання окремих видів професійної діяльності в розумінні ст. 16, 26 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» має свої особливості як між видами професійної діяльності, так і в межах одного виду. Кожен підвид професійної діяльності може здійснюватись окремо, адже потребує отримання ліцензії, а тому де-факто має всі ознаки окремого виду професійної діяльності на фондовому ринку. Тому передбачені в ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» правові засади професійної діяльності містять певні протиріччя щодо правового регулювання ліцензування видів професійної діяльності. Адже формально юридично не зрозуміло скільки СРО має існувати в Україні – відповідно до кількості видів професійної діяльності, що

²⁴³ Головка А.Т. Коментарі до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» // Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/arhiv.htm>.

передбачають необхідність існування СРО (п. 2 р. I Положення про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку) чи відповідно до кількості видів діяльності, що потребують отримання ліцензії. Вважаємо, що для поєднання професіонального підходу та демократичних засад у регулюванні з огляду на врахування прав всіх професійних учасників фондового ринку необхідно встановити, що за кожним з видів професійної діяльності існує одна СРО, членами якої мають право бути ліцензіати – професійні учасники, що отримали ліцензії на виконання, в тому числі окремого підвиду професійної діяльності, що є складовою виду професійної діяльності.

Відповідно до ст. 48 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» СРО має статус неприбуткової організації, а відповідно до Положення про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку є неприбутковим об'єднанням. Водночас, СРО не заборонено займатись некомерційним (непідприємницьким) господарюванням – самостійною систематичною господарською діяльністю, що здійснюється суб'єктами господарювання, спрямованою на досягнення економічних, соціальних та інших результатів без мети одержання прибутку (п. 1 ст. 52 ГК України). З наведеного випливає, що основною особливістю некомерційного (непідприємницького) господарювання є відсутність мети одержання прибутку. Також, зазначимо, що за чинним законодавством відсутні заборони на отримання доходу від підприємницького господарювання. Всі доходи неприбуткової організації використовуються винятково для виконання статутних завдань і не розподіляються серед її членів. Проте ні в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок», ні в Положенні про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку не визначено як перелік та види доходу, що можуть отримувати СРО, так і джерела формування майна цих організацій. Також відсутні й посилання з цього приводу на інші нормативні акти. В зв'язку з цим вважаємо за необхідне визначити в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок»

перелік джерел формування майна саморегульованої організації, в тому числі видів доходів, що можуть отримувати СРО. Серед джерел формування майна саморегульованої організації доцільно визначити:

- 1) регулярні й одноразові надходження від членів саморегульованої організації (вступні, членські та цільові внески);
- 2) добровільні майнові внески й пожертвування;
- 3) доходи від надання послуг з надання інформації, розкриття якої може здійснюватися на платній основі;
- 4) доходи від надання освітніх послуг, пов'язаних з підприємницькою діяльністю, комерційними або професійними інтересами членів саморегульованої організації;
- 5) доходи від продажу інформаційних матеріалів, пов'язаних з підприємницькою діяльністю, комерційними або професійними інтересами членів саморегульованої організації;
- 6) доходи, отримані від розміщення коштів на банківських депозитах;
- 7) інші не заборонені законом джерела.

Проведений аналіз норм чинного законодавства став засадою для визначення поняття «саморегулювання на фондовому ринку України», що, на нашу думку, являє собою цілеспрямовану організаційно-господарську діяльність саморегулювальних організацій, які об'єднують професійних учасників за видами діяльності, утворюються в організаційно-правовій формі, передбаченій для неприбуткових об'єднань, і яким може делегуватись визначений перелік повноважень НКЦПФР. Завданнями саморегулювання на фондовому ринку є:

- забезпечення умов професійної діяльності на фондовому ринку та дотримання стандартів професійної етики;
- сприяння реалізації членами СРО своїх прав та виконання обов'язків;
- організація професійної підготовки та підвищення кваліфікації членів СРО, представництво їх інтересів;

— сприяння захисту прав інвесторів та вирішення конфліктів, спорів між членами СРО, емітентами, інвесторами.

Завжди ключовим та дискусійним в досліджуваній проблематиці залишається питання обсягу повноважень саморегульвних організацій, в тому числі і таких, що делегуються державними органами під час здійснення регулювання фондового ринку. Перед розглядом існуючого стану розробки цих питань в Україні, доцільним є коротке ознайомлення із досвідом США²⁴⁴.

Так, в існуючому розподілі повноважень між SEC та NASD остання наділена повноваженнями на виконання таких функцій:

— захист інтересів членів NASD у відносинах з державними органами та іншими суб'єктами права, узгодження інтересів держави, громадськості, емітентів і професійних учасників на ринку цінних паперів;

— визначення правил чесної практики й уніфікованого кодексу правил за технікою здійснення операцій з цінними паперами, забезпечення самодисципліни та саморегулювання серед членів асоціації;

— підготовка, сертифікація, реєстрація фізичних осіб як професіоналів, що працюють на ринку цінних паперів;

— отримання звітності компаній-членів, контроль та нагляд за діяльністю членів NASD і їхнім персоналом із позицій фінансової стійкості, дотримання правил чесної практики, вимог до адекватного надання інформації та техніки ведення операцій (включно з перевітками на місцях);

— контроль спеціальних сфер (андерайтинг, реклама діяльності, діяльність інвестиційних фондів, обіг іноземних цінних паперів);

— арбітраж спірних ситуацій між членами NASD, а також між членами NASD та їхніми клієнтами;

— створення організаційного позабіржового ринку цінних паперів – National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ);

²⁴⁴ Саморегульвні організації на ринку цінних паперів США // Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/drn/040.htm.

— аналітичний нагляд та контроль за ринком, негайне втручання у будь-якій формі в будь-які торгові або операційні процеси позабіржового ринку або в діяльність будь-яких компаній-членів у разі виявлення аномальної активності, що може бути пов'язана з маніпулюванням цінами або торгівлею з використанням інсайдерської інформації, катастрофічного або екстраординарного стану на ринку з метою захисту інтересів економічних суб'єктів і належного функціонування ринку;

— застосування заходів юрисдикційного характеру (дисциплінарні процедури, адміністративні штрафи, призупинення або припинення членства в NASD, позбавлення фахівців права здійснення операцій із цінними паперами тощо). При цьому всі дисциплінарні санкції, що накладаються СРО, доводяться до відома Комісії з цінних паперів і бірж та можуть додатково розглядатися як за ініціативою Комісії, так і за заявою однієї зі сторін.

Як слідує з наведеного переліку NASD, її повноваження мають широкий, майже всеохоплюючий регулятивний характер. Водночас SEC зберігає контроль як за діяльністю СРО, так і за всіма сферами діяльності на ринку. Необхідно зазначити, що делегування повноважень та їх існуючий розподіл виникли не водночас, а пройшли певний етап історичного розвитку. Так, NASDAQ як позабіржовий ринок було створено лише в 1971-му році, а безпосередньо саму NASD в 1939-му.

Український фондовий ринок відносно молодий і в процесі свого становлення проходить певні етапи в більш короткі історичні терміни. Так, Асоціація ПФТС як саморегулювальна організація та об'єднання професійних учасників ринку цінних паперів була створена в 1996 р. (сьогодні існує під назвою Асоціація «Фондове Партнерство») і в тому ж році було створено її дочірнє підприємство «Фондову біржу ПФТС», згодом перетворену на приватне акціонерне товариство «Фондова біржа ПФТС», що стала провідною торговельно-інформаційною системою в Україні. Проте згідно з вимогами до СРО, що запроваджені з прийняттям Закону України «Про цінні

папери та фондовий ринок», Асоціація «Фондове Партнерство» на сьогодні діє лише як господарське неприбуткове об'єднання без статусу СРО.

Американська NASD є по суті конгломератом СРО і об'єднує у своєму складі професійних учасників різних видів діяльності на обов'язковій основі та опосередковано сама виступає професійним учасником у вигляді NASDAQ. В зв'язку з цим зазначимо, що спеціалізація українських СРО за видами професійної діяльності на фондовому ринку більш прийнятна з огляду на спеціалізацію у здійсненні регулюючого впливу. Проте обсяг повноважень, встановлений законодавством для вітчизняних СРО, потребує дослідження та нормативного коригування.

У чинній на сьогодні редакції ст. 49 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зазначено, що в кожному виді професійної діяльності НКЦПФР може делегувати саморегулювній організації такі повноваження:

- збирання, узагальнення та аналітичне оброблення даних щодо провадження відповідного виду професійної діяльності;
- проведення перевірок провадження відповідного виду професійної діяльності, дотримання вимог законодавства про цінні папери, правил, стандартів професійної поведінки;
- подання їй обов'язкового для розгляду клопотання про припинення (зупинення) дії ліцензії на провадження професійним учасником фондового ринку певного виду діяльності;
- сертифікація фахівців фондового ринку;
- видача ліцензій особам, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку.

З набиранням чинності Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів щодо удосконалення законодавства про цінні папери» ст. 49 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачатиме, що НКЦПФР може делегувати СРО повноваження з регулювання фондового ринку, визначені законами України, в установленому нею порядку за заявою

цього СРО. Тобто законодавець не деталізує перелік повноважень, що можуть бути делеговані.

Положенням про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку визначено основні функції СРО, які ми можемо згрупувати наступним чином.

По-перше, це нормотворча функція, що полягає у розробленні і затвердженні правил та стандартів провадження відповідного виду професійної діяльності на фондовому ринку, установленні вимог до професійної кваліфікації працівників – членів СРО, розробці та прийнятті кодексу професійної етики, ініціюванні вдосконалення законодавства України. Рівень таких стандартів і вимог має бути не нижче рівня стандартів і вимог, що встановлюються законом та актами НКЦПФР, а ініціювання змін до законодавства здійснюється відповідно до сфери діяльності учасників – членів СРО. Фактично відбувається оптимізація і деталізація регулювання.

По-друге, організаційно-контрольна функція полягає у організації професійної підготовки та підвищення кваліфікації працівників членів СРО, здійсненні контролю за дотриманням кодексу професійної етики членами організації, розміщенні на веб-сайті СРО інформації щодо законодавства України про цінні папери та зміни до нього;

По-третє, захисна або арбітражно-представницька функція полягає в провадженні ефективних механізмів розв'язання спорів між СРО і членами СРО та їх клієнтами, представленні інтересів членів СРО в органах державної влади, судах, інших організаціях та захист їх інтересів, сприянні захисту прав інвесторів. Зазначимо, що включення положення щодо сприяння захисту прав інвесторів закладає певне протиріччя у діяльність СРО, адже може виникати конфлікт інтересів між професійними учасниками – членами СРО та інвесторами. Постає питання, на боці чийх інтересів буде в такому випадку СРО. Безумовно, СРО має займати позицію незалежного арбітра, що може забезпечуватись шляхом залучення до вирішення конфлікту незалежних від сторін конфлікту експертів.

Для реалізації визначених функцій СРО наділені переліком прав (п. 1 р. V Положення про саморегулювнi організації професійних учасників фондового ринку). Згідно з теоретичними засадами управління кожній визначеній функції мають відповідати належні повноваження у вигляді прав суб'єкта регулювання²⁴⁵. Як видно з визначеного Положенням переліку, не всім функціям СРО кореспондують відповідні права на їх реалізацію. Так, щодо функцій з організації професійної підготовки та підвищення кваліфікації працівників – членів СРО, сприяння захисту прав інвесторів відсутні відповідні права на їх реалізацію. Також функція представлення інтересів членів СРО в органах державної влади, судах, інших організаціях та захисту їх інтересів реалізована лише у праві оскарження у встановленому законодавством порядку актів та дій (бездіяльності) органів державної влади, органів місцевого самоврядування, що є невідповідністю правового змісту одних термінів іншим та одночасно звуженням прав СРО порівняно з обсягом функцій. Представлення та захист інтересів особи не вичерпується лише правом на оскарження. Водночас право створювати третейські суди не відображено у функції щодо здійснення арбітражу спірних ситуацій між членами СРО, а також між членами СРО та їхніми клієнтами. Всі ці недоліки мають бути виправлені шляхом внесення змін до нормативного акта. Але суттєвим недоліком Положення є те, що серед функцій СРО відсутні ті, що стосуються виконання делегованих НКЦПФР повноважень. Це свідчить про існуючу декларативність делегування повноважень від державних регуляторів до СРО.

На нашу думку, необхідно закріпити норму згідно з якою СРО, яким НКЦПФР делегувала повноваження здійснення сертифікації фахівців фондового ринку, видачу ліцензій особам, які здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку, також уповноважені позбавляти, призупиняти дію виданих цими СРО дозволів у випадку порушення вимог

²⁴⁵ *Аверьянов В.Б.* Аппарат государственного управления: содержание деятельности и организационные структуры. – К.: Наук. думка, 1990. – С. 37.

чинного законодавства та правил професійної діяльності з можливим наступним затвердженням цих рішень Комісією або без такого.

Також вважаємо доцільним щодо права СРО ініціювати та брати участь у підготовці проектів законодавчих та інших нормативно-правових актів, пов'язаних із розвитком фондового ринку та саморегулювання, визначити в Законі України «Про державне регулювання фондового цінних паперів в Україні», що Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку під час виконання своїх завдань залучає саморегулювнi організації до участі в обговоренні проектів законів й інших нормативних правових актів, державних програм з питань, пов'язаних із предметом саморегулювання.

У Положенні закріплене право СРО на створення третейських судів, предметом розгляду яких, імовірно, будуть спори, що виникають між учасниками саморегульованої організації, а також суперечок за участю споживачів послуг членів СРО, самої СРО відповідно до законодавства про третейські суди. Згідно зі ст. 11 Закону України «Про третейські суди»²⁴⁶ третейські суди вирішують спори на підставі Конституції та законів України, інших нормативно-правових актів та міжнародних договорів України. У зв'язку із цим дискутується питання про межі застосування при вирішенні спорів третейськими судами, створеними в рамках СРО, таких локальних нормативних актів, як правила й стандарти, що розроблені та затверджені цією СРО. В науковій літературі з цього питання вже висловлена думка, що виконання СРО функції третейського судді не повинно конфліктувати з виконанням нею інших функцій. Незважаючи на те, що третейська функція є дуже важливою і корисною, створення третейських судів при СРО не повинно впливати на специфіку самої СРО та на здійснення третейських процедур²⁴⁷.

²⁴⁶ *Про третейські суди*: Закон України від 11 травня 2004 р. № 1701-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 35. – Ст. 412.

²⁴⁷ *Дубонос П.В.* Саморегулирование: простое и сложное // Рынок ценных бумаг, 2004. № 7. – С. 23-25.

Вважаємо необхідним здійснити розширення повноважень СРО у напрямку диверсифікації засобів захисту прав членів, а також прав та інтересів інвесторів на фондовому ринку.

Якщо створення третейських судів є правом СРО, то в якості додаткового засобу захисту прав інвесторів на фондовому ринку необхідним є в рамках функції з впровадження ефективних засобів розв'язання спорів та захисту прав інвестора закріплення за СРО обов'язку та відповідного повноваження на розгляд скарг та заяв інвесторів на дії учасника СРО, його посадових осіб в порядку, передбаченому установчими документами, правилами її діяльності. СРО за результатами розгляду скарги та заяви має бути наділена повноваженнями приймати одне з таких рішень:

- застосувати до порушника санкції, передбачені чинним законодавством та правилами СРО аж до виключення професійного учасника з числа своїх членів та звернення до НКЦПФР із заявою про призупинення дії ліцензії;
- рекомендувати своєму учаснику відшкодувати інвестору заподіяні збитки в позасудовому порядку;
- передати справу до розгляду третейського суду, що створений СРО;
- передати матеріали щодо скарги та заяви до правоохоронних органів відповідно до їх компетенції.

СРО має регулярно інформувати НКЦПФР про результати розгляду скарг та заяв, прийняті рішення. До того ж, доцільно закріпити в ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» можливість застосування до СРО фінансових санкцій з боку НКЦПФР за порушення порядку розгляду скарг та заяв, неприйняття рішень щодо них.

Для реалізації функції СРО із сприяння захисту прав інвесторів, необхідно нормативно закріпити обов'язок застосовування таких засобів забезпечення майнової відповідальності членів саморегульованої організації перед споживачами наданих ними послуг:

- страхування відповідальності професійних учасників;
- формування компенсаційного фонду СРО.

Якщо запровадження систем страхування інвестиційних ризиків є окремим видом господарсько-правових відносин та напрямом діяльності страхових компаній, що здійснюється відповідно до законодавства України зі страхування та потребує дотримання спеціальних вимог, то створення компенсаційного фонду можливо нормативно передбачити в межах діяльності СРО та, відповідно, в межах сфери правового регулювання НКЦПФР. Такий компенсаційний фонд має створюватись з метою відшкодування збитків інвесторів, інших споживачів послуг в результаті діяльності професійних учасників – учасників саморегулівної організації. Доцільно передбачити можливість створення єдиного компенсаційного фонду кількома СРО.

Компенсаційний фонд повинен мати законодавчо встановлений мінімальний розмір активів, що формуються за рахунок вступних, членських та цільових внесків членів саморегулівної організації та інших незаборонених законодавством джерел з визначенням умов, способів та порядку забезпечення саморегулівною організацією додаткової майнової відповідальності кожного її члена перед споживачами наданих послуг та іншими особами. Вважаємо, що джерелами формування компенсаційного фонду саморегулівної організації можуть бути: добровільні майнові внески і пожертвування; частини доходів від надання послуг з надання інформації, що здійснюються на платній основі; частини доходів від надання освітніх послуг, пов'язаних з організацією професійної підготовки та підвищенням кваліфікації працівників – членів саморегулівної організації; доходів від розміщення отриманих коштів на банківських депозитах та в інший спосіб управління тощо. Розміщення коштів компенсаційного фонду з метою їх збереження і приросту та інвестування таких коштів має здійснюватись через компанії з управління активами. Необхідно також закріпити граничні нормативи щодо розміщення коштів компенсаційного фонду, що забезпечить диверсифікацію розміщення грошових активів фонду на зразок складу та структури активів інститутів спільного інвестування. Розпорядження

коштами компенсаційного фонду має бути виключно цільовим. Виплати мають здійснюватись з метою забезпечення майнової відповідальності членів саморегулювальної організації перед інвесторами, споживачами наданих ними послуг і іншими особами у випадку нестачі власних ресурсів для відшкодування збитків, банкрутства, ліквідації члена СРО тощо.

Необхідно зазначити, що подібні механізми вже реалізовані у світовій практиці та законодавстві країн СНД, зокрема в Росії з прийняттям Федерального Закону Російської Федерації «Про саморегулювальні організації»²⁴⁸.

У зв'язку із зазначеним та метою діяльності СРО виникає потреба у встановленні обмежень прав саморегулювальної організації, її посадових осіб. Так, саморегулювальна організація не вправі здійснювати як безпосередньо так і опосередковано такі дії і укласти наступні угоди: надавати належне їй майно в заставу з метою забезпечення виконання зобов'язань інших осіб; видавати поручительства за інших осіб; придбавати акції, облигації та інші цінні папери, випущені її членами, за винятком випадків, якщо такі цінні папери перебувають у вільному обігу на фондових біржах та інших організаторів торгів на ринку цінних паперів; забезпечувати виконання своїх зобов'язань за умови застави майна своїх членів, виданими ними гарантіями й поручительствами; виступати посередником (комісіонером, агентом) з реалізації наданих членами саморегульованої організації послуг тощо.

Положенням про саморегулювальні організації професійних учасників фондового ринку визначено, що «керівник та заступники керівника виконавчого органу СРО, керівники структурних підрозділів СРО не можуть перебувати у трудових відносинах із членами СРО та прямо або опосередковано бути пов'язаними відносинами контролю з членами СРО».

Вважаємо доцільним для забезпечення незалежності керівництва СРО запропонувати запровадження додаткових обмежень. Так, на нашу думку,

²⁴⁸ *О саморегулируемых организациях*: Федеральный Закон Российской Федерации от 1 декабря 2007 г. № 315-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.rg.ru/2007/12/06/samoreg-dok.html>.

повинно бути нормативно закріплено, що особам, що здійснюють функції керівника та заступника керівника саморегульованої організації, а також асоційованим з ними особам забороняється:

- набувати цінні папери, емітентами яких або боржниками за якими є члени саморегульованої організації, їх дочірні компанії;
- укладати із членами саморегульованої організації, їх дочірніми компаніями будь-які договори майнового страхування, кредитні договори, поруки тощо;
- здійснювати підприємницьку діяльність, що є предметом саморегулювання для цієї саморегульованої організації;
- засновувати господарські товариства, що здійснюють підприємницьку діяльність, що є предметом саморегулювання для цієї саморегульованої організації, ставати учасником таких господарських товариств.

Слід зазначити, що будь-яке саморегулювання нерозривно пов'язане з рівнем розвитку правової культури осіб, що його здійснюють, і розвиненістю самого ринку. У наших умовах, коли відбувається активне становлення фондового ринку, формуються правила гри на ньому, необхідно визначити оптимальний баланс розподілу повноважень між державними органами та СРО. Варто, з одного боку, щоб СРО дійсно мали визначений обсяг делегованих повноважень та одночасно обережно ставитися до надмірного наділення СРО адміністративними функціями. За умов існуючого рівня правової культури в Україні можливий ухил у бік саморегулювання може призвести до зловживання з боку СРО. Вони замість здійснення регулюючої функції можуть розпочати відігравати роль лобіста інтересів найбільших учасників СРО на шкоду іншим учасникам ринку аж до рейдерських захоплень. Такі приклади є в закордонній практиці. Можна згадати скандал у США з корпорацією «Енрон», що був сприйнятий не інакше, як криза саморегулювання. Нові конфлікти виникають в останні роки навколо Нью-Йоркської фондової біржі. Основні претензії до неї з боку інвестиційних інститутів пов'язані з тим, що, з одного боку, біржа неефективно виконує регулятивні функції, а з іншого, користуючись своїм

статусом саморегулятора, уникає прозорості біржових торгів. Саме тому існуючі в науковій літературі пропозиції щодо оптимального поєднання ринкового саморегулювання економічних відносин суб'єктів господарювання та державного регулювання макроекономічних процесів із застосуванням критеріїв такого поєднання у вигляді максимізації економічних функцій, що впливають з кейнсіанської моделі, моделі системного втручання держави в економіку тощо²⁴⁹, є об'єктивно необхідними і для застосування в сфері державного регулювання фондового ринку.

У зв'язку з цим, в українських умовах правильним буде зберегти дворівневу систему регулювання ринку цінних паперів, коли здійснюється і повноцінне державне регулювання, і саморегулювання. Правове становище СРО, їхні функції, завдання і повноваження як не мають бути формальними, так і збігатись з компетенцією відповідних державних органів. Саморегулювання має стати дійсно самостійною ланкою в системі регулювання фондового ринку, проміжною між професійними учасниками та НКЦПФР та підконтрольною останній. Проте правовий зміст саморегулювання має бути уточнений та удосконалений в руслі розглянутих нами проблемних питань та запропонованих змін²⁵⁰.

Для здійснення комплексного дослідження механізму державного регулювання фондового ринку України доцільно також розглянути сучасні міжнародні вимоги, досвід та існуючі моделі державного регулювання фондового ринку в провідних країнах світу з урахуванням відповідних історичних умов та різних рівнів їх розвитку, про що піде мова в наступному підрозділі монографії.

²⁴⁹ Юлдашев О.Х. Методологічні засади регуляторної політики у сфері господарської діяльності: автореф. дис... д-ра юрид. наук / Ін-т екон.-прав. дослідж. НАН України.— Донецьк, 2008. — С. 8.

²⁵⁰ Полюхович В.І. Актуальні питання розвитку саморегулювання на фондовому ринку України в сучасних умовах // Вісник Академії правових наук України. – Харків. – 2011. – № 3. – С. 138–146.

2.3. Світовий досвід діяльності регуляторів фондових ринків

Наявність розвинутого фондового ринку – одна з найважливіших ознак сучасної ринкової економіки. Фондовий ринок не тільки забезпечує вільну міграцію капіталу в галузі і регіони відповідно до суспільних потреб, але є одним з найважливіших індикаторів економічного розвитку країни. Він сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства. Світова практика доводить необхідність державного регулювання фондового ринку для досягнення його цілісності, централізації, прозорості, забезпечення гарантій щодо інвестицій, злагодженості роботи усіх його учасників, уніфікації з міжнародним законодавством.

Саме в такому спрямуванні декларуються цілі та принципи правового регулювання фондового ринку міжнародними організаціями. Так, Міжнародна організація комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions — IOSCO) у своєму програмному документі «Цілі та принципи регулювання фондового ринку»²⁵¹, визначила тридцять принципів регулювання фондового ринку. Аналогічно, але в більш технологічному руслі визначені рекомендації Групи тридцяти²⁵² (міжнародної організації, що включає представників — фінансистів із 30-ти провідних країн світу) для запровадження на національних фондових ринках спільних критеріїв та загальних норм з метою уніфікації законодавства та забезпечення сучасного рівня регулювання.

Наведемо лише основні положення з переліку принципів та рекомендацій, встановлених цими організаціями, що стосуються питань державного регулювання фондового ринку:

²⁵¹ IOSCO (May 2003) «Objectives and Principles of Securities Regulation» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

²⁵² Довідь Групи тридцяти. Рекомендації [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.aecsd.com/common/img/uploaded/files/analytics/publications/group30.pdf>.

— з метою кращого контролю передбачена централізація ринку та його інституцій;

— в кожній країні повинен бути створений ефективно діючий центральний депозитарій, причому умови діяльності та управління депозитарієм мають заохочувати якомога більше учасників і пропонувати якомога ширший спектр послуг;

— доцільно застосовувати принцип «поставка проти оплати» для підвищення рівня своєчасності та надійності виконання угод;

— звірка умов угод між всіма безпосередніми учасниками ринку (тобто брокерами, брокерами/дилерами й іншими членами біржі) повинна провадитися не пізніше, ніж на наступний робочий день після укладення угоди, тобто на день T+1;

— робота фондового ринку має базуватися на відкритості інформації про емітентів, цінні папери яких котируються на ринку та щодо цін, руху курсів фондових інструментів;

— допуск цінних паперів до котирування має передбачати надання усєї повноти інформації про умови випуску та іншої інформації, що становить інтерес для інвестора;

— уряди країн мають запобігати виникненню неорганізованих паралельних ринків, що може зменшувати ліквідність централізованого ринку;

— у кожній країні має бути визначено, яка саме система клірингу чи заліку угод найбільш прийнятна для зниження ризику та підвищення ефективності роботи фондового ринку;

— мають бути запроваджені єдині системи стандартних кодів при організації торгів цінними паперами (ISIN) згідно із прийнятими стандартами ISO з питань документообігу щодо операцій з цінними паперами.

Національне законодавство у більшості провідних країн світу керується принципами IOSCO та враховує рекомендації Групи тридцяти з урахуванням особливостей національного економічного розвитку. Хоча ці особливості можна класифікувати за визначеними критеріями, адже в різних країнах

законодавство було певним чином перейнято із законодавств країн-родоначалниць правового регулювання фондового ринку. Це передусім стосується і законодавства щодо формування ринку цінних паперів в Україні.

Коротко охарактеризуємо наведені ознаки сучасного фондового ринку, досягнення яких є метою його державного регулювання.

Цілісність ринку в межах окремої країни забезпечується наявністю єдиної національної (головної, якщо в країні збереглося декілька фондових бірж) фондової біржі як єдиного місця котирування цінних паперів, єдиного Центрального депозитарію цінних паперів і єдиного Клірингового банку (розрахункової палати), функції якого в ряді країн виконує Національний банк. Цілісність ринку означає визначення єдиних курсів на всі цінні папери, які допущені до обігу й котирування в даній країні. Це є однією з державних гарантій безпеки і захисту прав вітчизняних та іноземних інвесторів.

Другою характерною ознакою розвинутого фондового ринку є централізація, яка означає державний нагляд та безпосереднє регулювання фондового ринку як цілісної системи обігу цінних паперів з одного центру і забезпечується спеціально створеними державними органами. Централізованим називається такий ринок, на якому той чи інший цінний папір котирується і обліковується лише через одну загальнонаціональну систему котирування і обліку, що має, окрім іншого, на меті попередження можливості монопольного встановлення ціни на цінний папір будь-ким – торговцем чи емітентом.

Характеристика функціонування розвинутих фондових ринків передбачає наявність такої ознаки, як прозорість ринку, який означає широке поширення ринкової інформації, однаковість ціни на конкретні цінні папери на всій території країни, доступність та рівноправність замовлень будь-якого клієнта та виключає можливість компенсації цих замовлень фінансовим посередником за свій рахунок. В якості реалізації ознаки прозорості є введення системи електронного обігу у формі записів на рахунках через систему «національна фондова біржа – центральний депозитарій – кліринговий банк».

Забезпечення гарантій щодо інвестицій здійснюється як за допомогою загальних законодавчих гарантій для інвестора, так і шляхом запровадження конкретних процедур страхування інвестицій, банківських гарантій, створення спеціальних органів для захисту прав інвесторів. Відповідність національної системи обігу цінних паперів загальноприйнятим стандартам безпеки інтересів і прав інвесторів, що призводить до злагодженості роботи усіх його учасників, сама по собі є однією з гарантій щодо інвестицій.

Уніфікація з міжнародним законодавством є проявом глобалізації міжнародних економічних процесів, вона є необхідною умовою інтеграції країни до європейського та світового обігу цінних паперів. Тому реалізація та імплементація на національному рівні керівних документів Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), Директив ЄС (обов'язкові для членів ЄС), Форуму Європейських комісій з цінних паперів (FESCO) та рекомендацій Групи тридцяти є життєвою необхідністю для формування повноцінного сучасного фондового ринку.

Принципи IOSCO та рекомендації Групи тридцяти містять базові засади для побудови як безпосередньо національної моделі фондового ринку, так і відповідної їй моделі державного регулювання фондового ринку України.

Становлення фондового ринку в Україні супроводжується вивченням світового досвіду в цій сфері та спробами його прямого перенесення в українські умови, що призводить інколи до запозичення архаїчних форм та появи суперечностей у законодавстві. Для України принципово важливим є не повторення еволюційного шляху спроб та помилок інших країн, а, враховуючи свою специфіку, використання світового досвіду як матеріалу для створення національної моделі фондового ринку за світовими зразками, що вже існують.

Питання про національну модель фондового ринку знаходиться серед дискусійних²⁵³. Національна модель фондового ринку – це складна багатофакторна динамічна система взаємопов'язаних та взаємодіючих

²⁵³ Шкодінa I.B. Формування національної моделі фондового ринку в перехідній економіці інверсійного типу: дис... канд. екон. наук: 08.01.01 // Харк. нац. ун-т ім. В.Н. Каразіна. — Х., 2000. – С. 31.

елементів, що утворюють єдине ціле. До цієї системи входять такі головні елементи, як 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 та 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, саморегулювальних організацій на фондовому ринку. Проте з певним ступенем умовності їх можна класифікувати, як дві групи: американська та європейська моделі фондового ринку²⁵⁴.

Основна особливість, що відрізняє американську модель від європейської — в комплексному здійсненні регулювання державою фондовим ринком, який до 1930-х рр. фактично ніколи не був об'єктом державного регулювання. Американська модель базується на концепції, сутність якої полягає в такому:

— фінансові інвестиції повинні бути на фондовому ринку, який функціонує відокремлено від банківської системи та оперує ними шляхом залучення капіталів та заощаджень населення;

— наявність правової бази у вигляді пакета законів створює юридичний фундамент для системи регулювання цього ринку;

— створення спеціального державного органу регулювання фондового ринку з широкими повноваженнями для забезпечення виконання прийнятих законів.

Найсуттєвіша відмінність європейської та американської моделей фондового ринку полягає у тому, яку роль законодавство та історичні традиції формування національних ринків цих країн відводять банкам. Основна практична та теоретична проблема полягає в тому, як розділити

²⁵⁴ *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. — М.: Перспектива, 1995. — С. 352.

ризиків, властиві «класичним» банківським операціям (депозитно-кредитним, розрахунковим) від ризиків, які виникають у зв'язку з участю банків в операціях на фондовому ринку. Світова практика виробила два підходи до проблеми поєднання звичайної банківської діяльності з діяльністю на фондовому ринку.

Згідно з американською практикою банкам заборонено займатись окремими видами професійної діяльності на ринку цінних паперів (брокерською, дилерською, організатора ринку), а також мають бути суттєво обмежені певні види непрофесійної діяльності в якості інвесторів, наприклад, інвестування в недержавні цінні папери.

Розподіл універсальних банків на комерційні та інвестиційні в 30-ті р. ХХ ст. став одним із результатів економічної кризи, як і перебудова системи державного регулювання фондового ринку США, що заклало основу формування ефективної моделі регулювання ринку цінних паперів. Законом про банки (Glass-Steagall Act) в 1933 р. започатковано інвестиційну справу: інвестиційний бізнес було відокремлено від традиційної банківської справи. Було диференційовано банки на комерційні та інвестиційні, що означало заборону комерційним банкам здійснювати окремі операції з цінними паперами — інвестувати в недержавні цінні папери, які є основним джерелом ризику, а також було заборонено здійснювати дилерську діяльність. Протягом десятиліть «американська модель» успішно вирішувала визначене щодо неї завдання — захист коштів масового вкладника від ризиків, властивих інвестиціям у цінні папери.

Проте в останнє десятиліття в США ситуація на фінансових ринках змінилась. Конкурентоспроможність американських банків, які не були універсальними фінансовими інститутами, стала знижуватись²⁵⁵. Безкризовий розвиток та стабільне зростання економіки США в дев'яностих роках минулого століття створили певні ілюзії, чим скористались комерційні банки, пролобіювавши зміни, які фактично скасували встановлені в 1933 р.

²⁵⁵ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2008. – С. 867.

обмеження для комерційних банків щодо участі в операціях на фондовому ринку. Акт Gramm–Leach–Bliley від 1999 р. по суті ліквідував розподіл, який існував між інвестиційними банками та комерційними банками, дозволивши 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 росту кредитування, яке не було забезпечене ростом реального сектора економіки США. Були знижені вимоги до платоспроможності отримувачів кредитів. Легкість, з якою особи отримували внутрішні займи, спровокувала штучний бум щодо їх розміщення на ринку житла і зумовила наступне невідворотне падіння, що стало однією з основних причин світової економічної кризи 2008—2010 р..²⁵⁶

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

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

²⁵⁶ *Gramm–Leach–Bliley Act of 1999* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://banking.senate.gov/conf/>.

Найбільш розвинутим такий підхід є в Німеччині, де згідно із законодавством тільки банківські організації мають право на отримання спеціальної ліцензії, на підставі якої вони працюють з фінансовими коштами клієнтів як у сфері «класичних» банківських операцій, так і в сфері інвестиційної діяльності та обслуговування такої діяльності (депозитарна, клірингова тощо).

Фондові біржі в країнах Європи знаходяться під сильним впливом, а інколи під повним контролем найбільших комерційних банків²⁵⁷. Населення, звичайно, бере участь в операціях фондового ринку за допомогою банків. Державне регулювання фондовими ринками здійснюється крізь призму регулювання діяльності банків та банківської системи. Панування банків на фондовому ринку – головна ознака, що визначає специфіку європейської моделі.

Статистичний аналіз фондових ринків, які кваліфікуються у світі як розвинуті, свідчить, що приблизно 40 відсотків – це фондові ринки з небанківською системою організації, яка розділяє банки на комерційні та інвестиційні, 40–45 відсотків – це змішані фондові ринки, де разом з банками активно працюють небанківські інвестиційні інститути, а 10–15 відсотків фондових ринків носять банківський характер²⁵⁸.

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

²⁵⁷ Ромашко О.Ю. Роль державного регулювання фондового ринку в подоланні кризових явищ // Моніторинг. – 2008. – № 3. – С. 9–13.

²⁵⁸ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 364.

здійснювалось за допомоги та досвіду Франції. В будь-якому випадку, формування моделі фондового ринку є процесом кропітким та не завжди передбачуваним. За словами відомого винахідника сучасності С.П. Джобса неможливо з'єднати всі складові, коли дивишся вперед, їх можливо з'єднати лише, коли спрямовуєш погляд у минуле²⁵⁹.

Пов'язаною з моделлю фондового ринку, а часто і зумовленою її змістом є модель державного регулювання ринку цінних паперів, хоча пряма залежність між ними існує не завжди. Тут мають місце декілька класифікацій.

Традиційно здійснюється класифікація моделей державного регулювання фондового ринку з огляду на розподіл повноважень та функцій між державними та саморегульованими 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 саморегульованим організаціям професійних учасників ринку. Такий підхід застосовується в США, Китаї. Таким шляхом рухається і Україна.

Друга модель – великий обсяг регулювання ринку, зосереджений в саморегульованих організаціях, значне місце в системі контролю посідають не жорсткі нормативні приписи, а переговорний процес, індивідуальні узгодження з професійними учасниками ринку. За таких умов держава зберігає за собою основні контрольні функції, можливості втручання у будь-який момент процесу саморегулювання. Це властиво «старим» європейським ринкам. Прикладом такої моделі є Велика Британія, Франція, а до реформ 1930-х рр. – США.

Наведена класифікація є класичною і на даному етапі в чистому вигляді не існує, адже в усіх провідних країнах світу законодавчо встановлено прерогативу

²⁵⁹ Джобс С.П. Как попасть в резонанс // Российский экономический журнал. – 2008. – № 8. – С. 66–69.

державного регулювання і створено відповідні державні регулюючі органи. Проте поділ на дві моделі відбиває традиційне сприйняття і реальний суб'єктний зміст правового регулювання у тій чи іншій країні, а також рівень розвитку саморегулювання. Так, хоча в Великій Британії створено мегарегулятор фінансового ринку – Відомство з фінансових послуг (Financial Services Authority), що здійснює регулювання, в тому числі і фондового ринку, 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, найбільш багаточисленна група країн має 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, Німеччина, Японія, скандинавські країни тощо. В ряді країн цієї групи роль мегарегулятора відіграє міністерство фінансів або центральний банк. До третьої групи країн відносяться ті, де використовуються 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. Комплексно цю інформацію пропонуємо розглянути у вигляді таблиці.

Таблиця 2.1.

**Сфера регулювання, вид регуляторів фондових ринків
у провідних економіках світу**

<i>Сфера регулювання</i>	<i>Вид органу</i>	<i>Країни, державні утворення</i>
1. Фондовий ринок	Спеціальний орган (Комісія)	Аргентина, Болівія, Бразилія, Венесуела, Єгипет, Франція, Греція, Гонконг, Індія,

		Індонезія, Ізраїль, Іспанія, Італія, Канада, Колумбія, Китай, 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	Мегарегулятор (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 бачимо, переважна більшість держав світу використовують модель державного регулювання фондового ринку з окремим спеціалізованим органом. Проте вибір системи регулювання часто зумовлений як моделлю фондового ринку, так і традиціями державного регулювання окремих країн. Наприклад, в Японії під час американської адміністрації в 1948 р. була створена Комісія з цінних паперів Японії за зразком Комісії з цінних паперів і бірж США. З припиненням окупації Комісію в 1951 р. було ліквідовано, а її повноваження передано до Міністерства фінансів. Також, якщо в ХХ ст. загальною тенденцією було створення самостійних відомств – комісій з цінних паперів, то зараз має місце тенденція до створення мегарегулятора всього фінансового ринку, яка зумовлена для Європи як сучасними євроінтеграційними чинниками, так і традиційною континентальною моделлю фінансового (в т.ч. фондового) ринку з пануючою роллю банків²⁶⁰. Формування мегарегуляторів у ряді азіатських країн зумовлено як традиціями (Японія), так і наслідками економічної кризи (Республіка Корея). Для детальнішого розуміння системи державного регулювання доцільно розглянути приклади державного регулювання фондового ринку в провідних

²⁶⁰ Царукян А. Регуляторні принципи захисту інвесторів на ринках капіталу // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 1. – С. 14.

країнах світу, в яких сформувався розвинутий фондовий ринок та шляхи розвитку регулювання порівняно молодих нових ринкових економік, що є актуальним для України.

Сучасна система регулювання фондового ринку США склалась ще в 1930-ті р. в період після Великої депресії. Прийняті закони базуються на трьох основоположних принципах: по-перше, надання емітентами достовірної інформації про діяльність, інструменти ринку та ризики; по-друге, діяльність професіоналів ринку має спрямовуватися на користь інвестора; по-третє, інвестиційна і кредитна діяльність банків має бути розділена і вестись окремо. Саме тоді система регулювання набула дворівневого характеру. Перший рівень – це органи державного регулювання, перш за все Комісія з цінних паперів і бірж (Securities and Exchange Commission — SEC), а також спеціальні органи регулювання в штатах. Другий рівень представлено саморегульованими організаціями професійних учасників ринку цінних паперів, в число яких входять, перш за все, фондові біржі та Національна асоціація фондових дилерів (National Association of Securities Dealers – NASD).

Комісія з цінних паперів і бірж була створена у 1934 р.. Основним завданням Комісії згідно статутних документів є захист інвесторів і підтримка цілісності фондового ринку. Комісія контролює діяльність ключових учасників ринку, стежить за наданням компаніям та зацікавленим особам правдивої, точної та своєчасної інформації. Комісія є розробником федеральних законів про цінні папери, підзаконних актів.

Контроль над Комісією покладено на Комітет з енергетики і торгівлі Палати представників Конгресу США і Комітету з банків і фінансів Сенату. Контрольні функції самої Комісії поширюються на: 8 фондових бірж; NASD; Раду з муніципальних цінних паперів (Municipal Securities Rule Making Board – MSRB); 7900 зареєстрованих брокерів-дилерів; 16000 інвестиційних компаній та інвестиційних консультантів; 11 клірингових організацій; 15 зареєстрованих холдингових енергетичних компаній²⁶¹.

²⁶¹ Рубцов Б.Б. Современные финансовые рынки. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – С. 248.

Стосовно суті регулятивної ролі Комісії, слід зазначити деякі з повноважень SEC. Так, Комісія може призупинити торгівлю певним цінним папером на строк до 10 днів та закрити біржу на строк до 90 днів. Будь-який цінний папір може бути знятий Комісією з лістингу, а брокери-дилери та консультанти позбавлені права працювати на ринку тимчасово або назавжди. SEC має право вимагати надання свідчень та всієї звітності на території США. В 1990 р. Конгрес надав Комісії повноваження накладати штрафи на суму до 500 тис. дол. та стягувати отриманий незаконним шляхом прибуток. У випадку незгоди з рішенням Комісії особа може оскаржити його до суду, проте практика свідчить, що рішення суду рідко розходяться з висновками SEC. Комісія щорічно здійснює близько 500 правозастосовних акцій, спрямованих проти приватних осіб і компаній, що порушили законодавство про цінні папери. Ці порушення, звичайно, включають інсайдерські операції, маніпуляції ринком, бухгалтерські зловживання, надання помилкової інформації або інформації, що вводить в оману щодо цінних паперів і компаній, які їх емітують. SEC має повноваження визначати розміри штрафів, вилучати прибуток, отриманий нелегальним шляхом, забороняти приватним особам і компаніям проводити операції із цінними паперами й накладати заборону на незаконні дії. Штрафи, що накладені Комісією, спрямовуються до бюджету США. Сама SEC є бюджетною організацією.

Другий рівень регулювання фондового ринку у США належить саморегульним організаціям – СРО (self regulatory organization – SRO). У США до саморегульних організацій відносяться недержавні професійні об'єднання та асоціації, що регулюють торгівлю фінансовими інструментами, у тому числі фондові біржі, NASD, MSRB, Національна ф'ючерсна асоціація (National Futures Association – NFA). Діяльність цих організацій контролюється SEC. Внаслідок обмеженості ресурсів SEC, саморегульні організації здійснюють великою мірою регулювання діяльності брокерів-дилерів і трейдерів з цінних паперів. На базі федеральних законів СРО визначають правила для своїх членів і здійснюють їх правозастосування. В

багатьох випадках контроль саморегульвних організацій є більш жорстким та ефективним, ніж нагляд державних органів. Порушення правил погрожує позбавленням членства, що на ділі означає заборону на роботу на фондовому ринку. Особливістю діяльності СРО у Сполучених Штатах є те, що вони виступають агентами SEC, контролюючи питання дотримання законодавства на конкретних ринках. Мережа СРО широко розгалужена. З 1983 р. будь-який брокер/дилер повинен бути членом NASD. Також характерною особливістю є наявність широкої інформаційно-технологічної індустрії, яку мають СРО. У системі NASD є Центральний реєстраційний депозитарій, база даних щодо брокерів та службовців, які задіяні на ринку цінних паперів, ведеться їх послужний список тощо²⁶².

Отже, в американській системі державного регулювання фондового ринку має місце значна перевага регулюючого впливу державних структур над СРО з широкими контрольними та наглядовими функціями Комісії з цінних паперів та біржі. СРО повністю підзвітні та підконтрольні Комісії. SEC є ефективним федеральним органом регулювання, має всі необхідні правові засоби для притягнення до відповідальності порушників законодавства на будь-якому рівні. В останні роки відбувається посилення ролі SEC в процесі здійснення контрольних функцій на фондовому ринку США. Результатом цього є те, що за певних тенденцій дерегулювання в американському законодавстві економічна криза останніх років не має тяжких наслідків для фондового ринку, відсутні випадки створення фінансових пірамід, поодинокими є випадки використання інсайдерської інформації, майже неможливим стало маніпулювання цінами.

Китай у створенні системи державного регулювання фондового ринку керувався американським досвідом. Акції і облігації з'явилися в соціалістичному Китаї в 1980-і рр.. За відсутності спеціалізованих фінансових установ уряд дозволив банкам виконувати на ринку брокерські й дилерські функції. У 1994 р. Закон про комерційні банки заборонив банкам

²⁶² Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2008. — С. 657.

займатися андеррайтингом, торгівлею та інвестуванням у корпоративні цінні папери. Їм також заборонено мати дочірні компанії з цінних паперів, а в 1996 р. банкам було заборонено надавати кредити для здійснення операцій з акціями. Логіка, якою керувався китайський законодавець, аналогічна американським підходам 1930-х рр.: операції з акціями можуть поставити під загрозу розрахунково-кредитні операції банків, а також можуть призвести до встановлення монопольного становища банків на фондовому ринку. Тому на китайському ринку діють спеціалізовані компанії з цінних паперів. Відповідно до Закону про цінні папери від 1998 р. вони поділяються на дві категорії: 1) компанії, що виконують брокерські та дилерські операції (включаючи андеррайтинг цінних паперів), і 2) компанії, що виконують тільки брокерські операції. У перших має бути капітал не менше 500 млн. юанів (60 млн. дол.), другі – не менш 50 млн. юанів (6 млн. дол.)²⁶³.

Зазначені професійні учасники спочатку мають підпорядковуватись Комісії з регулювання ринку цінних паперів.

Комісія з регулювання ринку цінних паперів підпорядкована безпосередньо Держраді, її функції традиційні для подібних регуляторів і найбільше подібні до американської SEC. Важливі функції на китайському ринку виконує загальнонаціональна саморегульована організація – Асоціація учасників фондового ринку, створена в 1991 р.. Її роль на китайському ринку також схожа з роллю, яку має NASD у США. Проте Асоціація має більш широкі повноваження, зокрема, організує прийом іспитів і видачу атестатів фахівцям фондового ринку. Особливістю законодавства про регулювання фондового ринку Китаю є надзвичайна деталізація в частині опису правопорушень та відповідальності за їх скоєння.

Традиційно у **Великій Британії** ринок цінних паперів регулювався винятково самими професійними учасниками ринку (брокерами-дилерами, торговельними банками, портфельними керуючими). Що стосується торгівлі акціями, то роль регулятора покладалась на Лондонську фондову біржу.

²⁶³ *Bank of China* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: bankchina.ch.

Закон про фінансові послуги 1986 р. (Financial Services Act) формально проголосив контроль держави над фондовим ринком, але фактично зберіг стару традиційну систему, засновану на саморегулюванні. Створена Рада з цінних паперів і інвестицій (Securities and Investments Board) була наділена виключними повноваженнями регулювання фондового ринку. За статусом це була некомерційна компанія, учасниками якої були представники різних фірм, що працюють на фінансовому ринку. По суті, це була саморегульована організація професійних учасників ринку цінних паперів. Формально вона підпорядковувалась казначейству (Міністерству фінансів), але фактично була незалежною установою²⁶⁴.

Здійснена в 1997–2001 рр. реформа системи регулювання фінансового сектора спрямована на об'єднання в єдиний орган всіх організацій, що займаються його регулюванням. Із цією метою на базі Ради з цінних паперів і інвестицій було створено Відомство з фінансових послуг (Financial Services Authority), до якого перейшли повноваження всіх саморегульованих організацій і державних органів регулювання фінансового ринку. Таким чином, виник мегарегулятор, що контролює банки й інші кредитні організації, компанії з цінних паперів, страхові компанії, пенсійні фонди, фондові біржі, депозитарно-клірингові організації тощо.

Згідно із Законом про фінансові послуги і ринки (Financial Services and Markets act 2001) Відомство з фінансових послуг є неурядовим (non-governmental) органом регулювання, підзвітним парламенту. Велика Британія, таким чином, відійшла від моделі саморегулювання фондового ринку. Відомство фактично є державним органом регулювання, хоча частково й зберегло систему регулювання СРО. Особливістю організації фінансування діяльності Відомства є те, що воно фінансується підконтрольними йому фінансовими установами. Бюджетне фінансування відсутнє.

²⁶⁴ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. М.: «Издательство «Экзамен», 2002. – С. 312.

З 2001 р. Відомству були передані повноваження Лондонської фондової біржі щодо лістингу компаній на біржі (United Kingdom Listing Authority — UKLA). Одночасно була створена нова Система фінансових компенсацій учасників фінансового ринку (Financial Services Compensation Scheme) і єдина Служба фінансового омбудсмена (уповноваженого з розгляду скарг) (Financial Ombudsman Service)²⁶⁵.

Системи фінансових компенсацій учасників фінансового ринку, серед іншого, передбачає відшкодування втрат, що виникають за двома категоріями випадків: (1) інвестиційна компанія припинила діяльність, із тих чи інших причин не здійснивши розрахунку з клієнтами; (2) втрати виникли внаслідок некомпетентних рекомендацій щодо придбання активів або неякісного управління активами. Підлягають компенсації інвестиції з залученням таких інструментів, як: акції та облігації; взаємні фонди (пайові інвестиційні фонди); ф'ючерси та опціони; персональні пенсійні плани; довгострокові страхові поліси²⁶⁶. Розмір компенсацій визначений до 55 000 фунтів стерлінгів. Відповідний фонд формується за рахунок відрахувань, внесення яких є обов'язковим для професійних учасників ринку. В зв'язку з цим зазначимо, що в Україні на сьогодні страхування інвестиційних ризиків відсутнє.

Служба фінансового омбудсмена — орган, що розглядає скарги стосовно дій всіх фінансових установ. Всі юридичні особи, що одержали ліцензію Відомства, зобов'язані виконувати приписи омбудсмена, але при цьому клієнти, перш ніж звертатися зі скаргою, мають спробувати розв'язати конфлікт шляхом переговорів. У разі незгоди з рішенням омбудсмена, споживач має право звернутися до суду. Служба не є регулятором або професійною асоціацією чи захисником споживачів. Її роль полягає у врегулюванні спорів. Служба діє як незалежний експерт, її послуги є

²⁶⁵ FSCS [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.fscs.org.uk.

²⁶⁶ Поєдинок В. Компенсаційні схеми для інвесторів на ринку фінансових послуг // Юридичний журнал. Юстиніан. – 2005. – № 7. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=1806>.

безкоштовними для споживачів. Служба може розглядати скарги з широкого переліку фінансових питань – від страхування та іпотеки до інвестицій та банківських рахунків. Кожного року Служба омбудсмена має справу з майже півмільйоном звернень та врегульовує до 100 тисяч спорів²⁶⁷.

З наведеного зрозуміло, що система державного регулювання фондового ринку Великої Британії характеризується централізацією завдяки регулюванню всього фінансового ринку шляхом створення мегарегулятора. В якості засобу захисту інвестицій запроваджено Систему фінансових компенсацій учасників фінансового ринку. Окремим наглядовим інститутом є Служба фінансового омбудсмена, яка виконує роль незалежної експертної інстанції у спорах суб'єктів фінансового ринку.

Регулятивна інфраструктура фондового ринку **Франції** з інституціональної точки зору завжди традиційно мала досить розгалужену структуру, яка складалась з багатьох ланок, що були неоднаковою мірою підконтрольні Міністерству економіки й фінансів. До реформ 2003 р. функції регулювання фондового ринку були розподілені між шістьма окремими органами, в тому числі велику роль мали саморегулятивні механізми. Основними регуляторами були Комісія з біржових операцій (Commission des operations de Bourse — COB), Рада з фінансових ринків (Conseil des Marches Financiers), Дисциплінарна рада з питань портфельного управління (Conseil de discipline de la gestion financiere — CDGF), Комітет з кредитних установ і компаній з цінних паперів (Comite des etablissements de credit et des entreprises d'investissement – CECEI), Комітет з регламентації банківської та фінансової діяльності (Comite de la reglementation bancaire et financiere — CRBF), Банківська комісія (Commission bancaire)²⁶⁸.

На підставі Закону про фінансову безпеку від 1 серпня 2003 р. три з вищезазначених органів – Комісія з біржових операцій, Рада з фінансових

²⁶⁷ Бортніков Г. Служба фінансового омбудсмена у Великій Британії // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 1. – С. 29.

²⁶⁸ Autorite des Marches Financiers [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.paris-europlace.com.

ринків, Дисциплінарна рада з питань портфельного управління були об'єднані у Відомство з фінансових ринків (Autorite des Marchés Financiers — AMF). В AMF зосереджено функції загального нагляду, захисту прав інвесторів, контролю за діяльністю професійних учасників. Проте функції ліцензування, пруденційного нагляду та технічних нормативів регулювання залишились в компетенції Комітету з кредитних установ і компаній з цінних паперів, Банківської комісії, Комітету з регламентації банківської та фінансової діяльності.

AMF має статус державної установи і знаходиться в підпорядкуванні Міністерства економіки та фінансів. Всі нормативні документи AMF мають бути схвалені Міністерством. AMF займається регулюванням діяльності професійних учасників на фондовому ринку, розробляє загальні правила, що стосуються операцій із цінними паперами. Звід цих правил, що носить назву Генеральний регламент, затверджується Міністерством економіки і фінансів після узгодження з Банком Франції.

Короткий огляд існуючої системи державного регулювання фондового ринку Франції дозволяє зробити наступні узагальнення. Державне регулювання традиційно зосереджено в декількох органах. Основною особливістю державного регулювання фондового ринку Франції є перевага функціональної складової над інституційною, що не характерно для більшості країн. Навіть після створення AFM сфера ліцензування та нагляду залишилась в компетенції окремих спеціалізованих органів, в результаті чого одна установа – учасник ринку може контролюватись різними регуляторами.

В **Японії** в післявоєнний період державне регулювання фінансового ринку в цілому здійснювало Міністерство фінансів. Реформа 1998 р. ввела поетапну повну лібералізацію фінансової системи, результатом чого стало скасування закладених американською адміністрацією принципів розділення інвестиційної та банківської діяльності. В результаті на сьогоднішньому фондовому ринку Японії дозволяється створювати фінансові холдингові компанії з надзвичайно широким спектром діяльності. Банки одержали право торгівлі інструментами колективних інвестицій. Компанії з цінних паперів

можуть виконувати кастодіальні послуги, юридичні особи — здійснювати брокерські операції із цінними паперами без державної ліцензії. Повністю скасовані бар'єри між банками, компаніями з цінних паперів і компаніями з управління активами: вони одержують право займатися бізнесом один одного. Усувається заборона на виконання банками і компаніями з цінних паперів послуг страхових компаній. Скасовано обмеження на володіння акціями лістингових компаній нерезидентами, що було раніше. Водночас посилено відповідальність за порушення на фондовому ринку та введено нові заходи щодо захисту інвестицій: створено фонд компенсацій втрат за депонованими цінними паперами²⁶⁹.

Одним з основних елементів реформи стало створення в 2000 р. мегарегулятора — спеціального органу регулювання поза Міністерством фінансів, на який покладено контроль за всією фінансовою системою країни (національними банками, іноземними банками, страховими компаніями, брокерсько-дилерськими фірмами тощо), — Агентства з фінансових послуг (Financial Services Agency), підпорядкованого безпосередньо прем'єр-міністру. Комісія з цінних паперів і бірж існує в складі Агентства з фінансових послуг в якості структурного підрозділу і здійснює безпосередній контроль лише за діяльністю брокерів-дилерів на фондовому ринку з повноваженнями із притягнення до відповідальності, накладення штрафів.

У **Німеччині** сформувалась банківська модель ринку цінних паперів і основними, а фактично єдиними посередниками на фондовому ринку донедавна виступали банки. На ринку цінних паперів працювали універсальні банки, яким дозволені всі види операцій, крім страхових. Але в зв'язку з тим, що німецькі банки тісно пов'язані зі страховими компаніями за допомогою взаємного володіння акціями, фактично банки беруть участь у всьому спектрі операцій на фінансовому ринку. Компанії з цінних паперів (компанії фінансових послуг) — відносно новий вид установи в Німеччині,

²⁶⁹ Zielinski R., Holloway N. Unequal Equities: Power & Risk in Japan's Stock Market. Tokyo, 2003. — P. 71.

створений внаслідок прийняття Директиви Ради ЄС 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. «Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів» (втратила чинність з 11 листопада 2007 р.).

Традиційне регулювання фондового ринку в Німеччині було децентралізованим і здійснювалося спеціальними органами земель, підпорядкованими міністерству економіки тієї або іншої землі. Також важливу роль у регулюванні відігравав основний банківський наглядовий орган — Федеральна наглядова палата з банків (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen — BAKred). На виконання положень зазначеної Директиви в 1994 р. був прийнятий Закон про торгівлю цінними паперами та створено федеральний орган, що регулює фондовий ринок — Федеральну комісію з ринку цінних паперів (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel - BaWe) з підрозділами по землях Німеччини.

На основі прийнятого 22 квітня 2002 р. Закону про формування інтегрованої системи фінансового нагляду у Німеччині створений єдиний мегарегулятор фінансових установ. Три федеральних органи, що здійснювали нагляд за банками, страховими компаніями та ринком цінних паперів, були об'єднані та створена Федеральна служба з регулювання фінансових ринків (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht BaFin). Створення подібного наглядового органу пов'язано зі все більшою інтеграцією фінансових ринків і розширенням сфери діяльності фінансових інститутів. Можемо зазначити, що створення мегарегулятора в Німеччині не призвело до значних структурних змін в регулюванні, адже фактично існуюче банківське регулювання з деякими доповненнями поширювалось на весь фінансовий ринок. Фондовий ринок та його регулювання, по суті, залишилось підпорядкованим банківському.

До 1997 р. на фінансовому ринку **Республіки Корея** існувало чотири регуляторні органи: Управління банківського нагляду Банку Кореї, Управління нагляду за фондовим ринком, Управління нагляду за страховими компаніями і Управління нагляду за небанківськими фінансовими установами.

У рамках широкомасштабної реформи фінансового сектора країни та у зв'язку з «азіатською кризою» 1997 р. був створений класичний мегарегулятор — єдиний орган регулювання, що охоплює весь фінансовий ринок і підлеглий уряду, — Комісія з нагляду за фінансовим сектором (The Financial Supervisory Commission) та її виконавчий орган — Служба фінансового нагляду (The Financial Supervisory Service). За таких обставин значна частина роботи на фондовому ринку здійснюється саморегулювальними організаціями. Таким чином, Корея приєдналася до групи країн, що постійно розширюється, які обрали модель мегарегулятора (Австралія, Велика Британія, скандинавські країни, Німеччина, Японія тощо).

Система державного регулювання фондового ринку **Мексика** є прикладом комбінованого регулювання, де в одному органі об'єднане регулювання двох секторів фінансового ринку – банківського та фондового. Комісія з банків і цінних паперів (Comision Nacional Bancaria de Valores, CNBV) є спеціалізованим агентством, яке здійснює нагляд за банками, кредитними союзами, ощадними установами, компаніями з цінних паперів, фінансовими компаніями, інвестиційними фондами та фондовою біржею. Комісія утворена в 1995 р. у результаті об'єднання двох регуляторів ринку: Національної комісії з цінних паперів і Комісії з банківського регулювання²⁷⁰. За таких умов питання ліцензування, регулювання корпоративних норм, нормотворча діяльність залишаються предметом регулювання Міністерства фінансів.

У межах дослідження доцільно коротко зупинитися на характеристиці країн з молодою ринковою економікою, до числа яких у 2006 р. приєдналась і Україна. Відповідно до критеріїв рівня розвитку фондового ринку, розроблених Європейським банком реконструкції і розвитку на 2010 р., найбільших успіхів досягли Угорщина, Польща, Чехія, а на пострадянському просторі — Казахстан²⁷¹. Найвищий рейтинг був наданий Угорщині та Польщі, в яких, за

²⁷⁰ *Comision Nacional Bancaria de Valores* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.cnbv.gob.mx.

²⁷¹ *EBRD* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ebrd.com/russian/pages>.

оцінками експертів ЄБРР, законодавство й система регулювання наближаються до стандартів IOSCO.

Всі країни з перехідною економікою надали банкам право займатися операціями із цінними паперами в повному обсязі (брокерська та дилерська діяльність, управління активами, депозитарна), тобто була обрана модель універсального банку. Ця модель має місце і в Україні.

У Росії з прийняттям Федерального Закону РФ «Про ринок цінних паперів»²⁷² був створений незалежний орган регулювання фондового ринку — Федеральна комісія з ринку цінних паперів (ФКЦБ), але, проблема розподілу функцій зберігалася ще довгий час, у першу чергу, в зв'язку із протиріччями між керівництвом ФКЦБ і Банку Росії. Частина контролюючих функцій на фондовому ринку була віднесена до ряду міністерств. До 2001 р. гострота цієї проблеми помітно ослабнула у зв'язку з поступовим зосередженням функцій регулювання у ФКЦБ.

В 2004 р. ФКЦБ була реорганізована у Федеральну службу з фінансових ринків (ФСФР Росії) — федеральний орган виконавчої влади Росії, що здійснює діяльність, спрямовану на прийняття нормативних правових актів з регулювання випуску й обігу цінних паперів, контролю та нагляду в сфері фінансових ринків (за винятком страхової, банківської і аудиторської діяльності), забезпеченню розкриття інформації. ФСФР Росії перебуває у прямому підпорядкуванні Уряду РФ.

ФСФР Росії окрім функцій скасованої ФКЦБ також були передані функції, пов'язані з контролем і наглядом у сфері фінансових ринків Міністерства праці і соціального розвитку РФ, контролем діяльності бірж Міністерства РФ з антимонопольної політики та підтримки підприємництва, контролем і наглядом у сфері формування та інвестування пенсійних коштів Міністерства фінансів РФ. Таким чином, у Федеральній служби з фінансових ринків було зосереджено весь обсяг функцій із регулювання фондового

²⁷² *О рынке ценных бумаг: Федеральный закон Российской Федерации от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.consultant.ru/popular/cenbum.*

ринку. Водночас регулятивні функції ФСФР Росії не поширюються на інші сегменти фінансового ринку, служба не стала мегарегулятором фінансового ринку. До того ж, участь кредитних організацій на фондовому ринку також паралельно регулюється Банком Росії.

Таким чином, зазначимо, що у Росії склалась централізована система регулювання фондового ринку з концентрацією широких регулятивних функцій в одному федеральному органі.

У **Польщі** в 1990-их рр. за аналогією зі США був створений орган регулювання фондового ринку — Комісія з цінних паперів і бірж²⁷³, що мав широкий обсяг регулятивних повноважень. Проте з 2006 р. на базі ліквідованої Комісії було створено мегарегулятор фінансового ринку — Комісію з фінансового нагляду (KNF), яка підпорядкована безпосередньо Уряду країни. Зазначена комісія здійснює нагляд за ринками капіталів, страхових послуг, пенсійного страхування та за фінансовими конгломератами. Також до завдань KNF відноситься здійснення заходів, спрямованих на розвиток фінансового ринку та підвищення його конкурентоспроможності, проведення навчальної та інформаційної роботи, участь у підготовці проектів нормативно-правових документів, розгляд досудових суперечок між учасниками ринку. З 2008 р. фінансовий нагляд, який здійснює KNF, охоплює також нагляд за банківськими інституціями.

Казахстан втілює модель державного регулювання фондового ринку, дещо відмінну від інших країн пострадянського простору. У 1995 р. було створено Національну Комісію Республіки Казахстан з цінних паперів. Завдяки роботі Комісії була сформована необхідна правова, інституціональна та технічна інфраструктура. Проте активізація ринку акцій та корпоративних облігацій у 2000–2001 рр., який до того часу був майже відсутній, стала причиною нового циклу реформ, що стосувались системи регулювання фондового ринку. Комісію було ліквідовано, а регулювання як фондовим ринком, так й іншими сегментами фінансового ринку було передано до

²⁷³ KNF [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.kpwig.gov.pl.

Національного банку Республіки Казахстан, який сконцентрував всі регулятивні та наглядові функції. З 2004 р. у Казахстані функціонує свій мегарегулятор — Агентство Республіки Казахстан з регулювання і нагляду фінансового ринку та фінансових організацій (АФН). За визнанням міжнародних експертів, в Республіці Казахстан спостерігається найвищий серед країн СНД рівень корпоративного управління²⁷⁴. Досвід Казахстану є цікавим з позиції запровадження моделі єдиного регулятора фінансового ринку. Однак, слід зазначити, що сама побудова фондового ринку Казахстану базувалась на одній реально діючій фондовій біржі та централізованому принципі управління, а тому логічно призвела до втілення концепції інтегрованого контролю.

Здійснений огляд існуючих моделей державного регулювання фондового ринку дає підстави для висновків. З усього розмаїття представлених систем варто виокремити дві основні тенденції розвитку моделі державного регулювання фондового ринку. Одна з них передбачає існування спеціалізованого державного органу, як правило, у вигляді комісії з цінних паперів у якості 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 сектору економіки. В ряді випадків відповідний регулюючий орган входить до складу уряду країни, але також є численні приклади дії неурядових незалежних регуляторів. На нашу думку, обидві тенденції мають свої переваги і недоліки, запровадження кожної з них зумовлено такими чинниками, як рівень розвитку інститутів фондового ринку, наявність певних правових традицій регулювання та саморегулювання в країні, рівень сегментарної розмежованості фінансового ринку, рівень консолідації капіталу на національному фінансовому ринку, рівень відповідності

²⁷⁴ Білоченко А. Мегарегулятор на фінансовому ринку України // Фінансовий ринок України. — 2007. — № 12. — С. 5.

національного законодавства міжнародним нормам щодо консолідованого нагляду тощо.

По суті, проблема полягає у способі консолідації регулювання фінансового сектору економіки. Вертикальна консолідація регулювання фінансового ринку шляхом створення мегарегулятора доцільна за умов великої монополізації та низькому рівні сегментації фінансового ринку, відсутності стійких традицій правового регулювання окремих його сегментів, в тому числі фондового ринку. В цьому випадку створення мегарегулятора може «підтягнути» розвиток слабких ланок фінансової системи. Якщо ж у країні склалась стійка система окремого правового регулювання сегментів фінансового ринку, існує сукупність традиційних регуляторів таких сегментів, саморегулювних організацій, то злиття їх в один мегаорган може дезорганізувати систему регулювання, призвести до розвитку одних секторів фінансового ринку за рахунок деградації інших. Вважаємо, що перший з наведених випадків більш характерний для України, а тому створення мегарегулятора фінансового ринку можливе і доцільне шляхом об'єднання Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку та Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Також вважаємо, що об'єднання доцільно було б здійснити на базі НКЦПФР як державного органу, що існує більш тривалий період і створена ним нормативно-правова база має більш системний та усталений характер. Це призвело б до консолідації державного регулювання фінансового ринку в цілому.

Існуючий на сьогодні механізм взаємоузгодження напрямів діяльності регуляторів різних сегментів фінансового ринку, що функціонує шляхом створення координаційних рад, налагодження горизонтальних зв'язків шляхом укладення між регуляторами меморандумів, угод про співпрацю, про координацію діяльності, про обмін інформацією, не завжди є ефективним. Такий механізм реалізується в Україні у відносинах між Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку, Національним банком України, Національною комісією, що здійснює державне регулювання у

сфері ринків фінансових послуг. Проте реальні проблеми існують як у чіткому розподілі сфер регулюючого впливу між державними органами, так і, перш за все, у змісті регулятивного впливу, порядку застосування засобів державного регулювання.

Хоча законодавча база правового регулювання фондового ринку в Україні вже загалом сформована, безпосередній господарсько-правовий механізм як дієва система державного регулювання відносин на фондовому ринку перебуває у стані становлення. Існуючі моделі державного регулювання фондового ринку фінансово розвинутих країн світу як правило побудовані та діють за такими принципами:

- секторальний (інституційний) принцип, коли регулювання здійснюється різними державними органами диференційовано стосовно груп фінансових інститутів, а контрольні функції регулятора здійснюються щодо певних учасників ринку;

- функціональний (цільовий) принцип, за яким встановлення норм, напрямків розвитку ринку, контролю, нагляду і захисту прав інвесторів здійснюються різними державними органами відповідно до галузевої компетенції.

У чистому вигляді жодна з названих моделей в світі не реалізована, хоча перевага функціональної складової над інституційною є певною світовою тенденцією, що дозволяє підвищити рівень спеціалізації відповідного державного органу та якість регуляторного впливу. Вважаємо, що в Україні необхідно більш активно використовувати саме функціональні принципи щодо розмежування діяльності регуляторів фінансового ринку в цілому. Основним у даному випадку має бути досягнення гнучкого поєднання та балансу засобів імперативного та диспозитивного методів державного регулювання фондового ринку України. За таких умов консолідація окремих функцій державного регулювання фінансового ринку в одному регуляторі дозволить більш ефективно використовувати та застосовувати господарсько-правові засоби регулювання на фондовому ринку України. цілому.

РОЗДІЛ 3

ГОСПОДАРСЬКА ДІЯЛЬНІСТЬ УЧАСНИКІВ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ЯК ОБ'ЄКТ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

3.1. Поняття і класифікація учасників фондового ринку України

Учасниками господарських правовідносин на ринку цінних паперів можуть бути особи, що мають господарську правосуб'єктність та є суб'єктами правовідносин на ринку. Згідно зі ст. 2 ГК України учасниками (сторонами) відносин у сфері господарювання є суб'єкти господарювання, споживачі, органи державної влади та органи місцевого самоврядування, наділені господарською компетенцією, а також громадяни, громадські та інші організації, які виступають засновниками суб'єктів господарювання чи здійснюють щодо них організаційно-господарські повноваження на підставі відносин власності. Однак ці суб'єкти володіють далеко не однаковою правоздатністю та дієздатністю. Так, емітувати акції можуть тільки юридичні особи, створені у суворо визначеній організаційно-правовій формі, а саме – акціонерні товариства. Можна зазначити, що деякою мірою є обмеженою правосуб'єктність юридичних осіб, що займаються професійною діяльністю на ринку цінних паперів, оскільки:

- така діяльність є виключною;
- передбачені обмеження щодо поєднання видів професійної діяльності;
- умовою здійснення професійної діяльності є отримання ліцензії;
- обов'язковим є членство у саморегулювній організації.

Водночас громадяни, навіть зареєстровані у встановленому законом порядку як підприємці, взагалі позбавлені права займатися професійною діяльністю на фондовому ринку. Подібні особливості можна перераховувати

й надалі, однак більш виправданим буде розглянути їх, характеризуючи кожного з учасників ринку цінних паперів окремо.

Слід зазначити, що поняття «суб'єкт права» й «учасник правовідносин» в правовому обігу часто вживаються як рівнозначні, хоча в господарсько-правовій літературі на цей рахунок є ряд позицій²⁷⁵. Зокрема підкреслюється, що суб'єкт права – категорія загальна, що включає в себе всіх осіб, «потенційних учасників правовідносин»²⁷⁶, але «у плинні тривалого часу вони можуть і не брати участь ні в яких правових зв'язках»²⁷⁷. В той же час, учасник правовідносин «завжди конкретний, будучи стороною правовідносин та наділяючись правами й обов'язками» у тій або іншій галузі права, реалізуючи при цьому своїми «реальними діями виникнення, зміну, здійснення або припинення правовідносин»²⁷⁸. Справа в тому, що така різниця істотна щодо аналізу категорії «суб'єкта» відповідної галузі права, де він може не збігатися з «учасником правовідносини». Проте ринок цінних паперів являє собою систему нормативно структурованих, конкретних правовідносин, учасники яких є його суб'єктами. Тобто в нашому випадку поняття «суб'єкт» та «учасник» ринку цінних паперів – тотожні поняття. Саме такої тези дотримуємося і надалі у своєму дослідженні.

Варто зазначити, що українське законодавство не містить визначення поняття «учасник» або «суб'єкт фондового ринку». Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» лише визначає перелік учасників фондового ринку: емітентів, інвесторів, саморегулювні організації та професійних учасників.

Законодавство зарубіжних країн також не завжди містить навіть перелік учасників. Так, у Федеральному Законі Російської Федерації «О рынке

²⁷⁵ Щербина В.С. Суб'єкти господарського права: монографія. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 248—263.

²⁷⁶ Додонов В.Н., Каминская Е.В., Румянцев О.Г. Словарь гражданского права. — М.: ИНФРА-М, 1998. — С. 240.

²⁷⁷ Дойников И.В. Предпринимательское (хозяйственное) право. Учебное пособие. — М.: Изд-во «Брандес», 1997. — С. 40.

²⁷⁸ Проблемы общей теории права и государства: Учебник для вузов / Под общ. ред. В.С. Нерсесянца. — М.: НОРМА, 2002. — С. 377.

ценных бумаг»²⁷⁹ містяться окремі положення лише щодо професійних учасників ринку, в Законі Республіки Білорусь «О ценных бумагах и фондовых биржах»²⁸⁰ відсутнє визначення та перелік учасників ринку, проте йдеться про відносини між емітентами, інвесторами та професійними учасниками. Більш змістовний підхід, але також недостатньо обґрунтований має місце в Законі Республіки Казахстан «О рынке ценных бумаг», у якому віднесено до складу учасників індивідуальних та інституціональних інвесторів, емітентів, професійних учасників ринку цінних паперів, організаторів торгів і саморегулювни організації²⁸¹.

Законодавство Євросоюзу в Директиві ЄС 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. застосовує інший підхід, запровадивши термін «професійний клієнт», що означає клієнта, який має досвід, знання та вміння, необхідні для прийняття власних рішень щодо інвестування, та належно оцінює ризики, які він може понести²⁸². За визначеними Директивою критеріями термін «професійний клієнт» за своїм всеохоплюючим змістом майже близький до визначеного в ст. 2 ГК України переліку учасників відносин у сфері господарювання. До того ж, при визначенні одних категорій законодавець упускає інші. Так, йдеться про дилерів товарами та товарними деривативами, але зовсім не згадується про брокерів, андерайтерів на фондовому ринку тощо. На нашу думку, для окреслення сфери учасників фондового ринку треба вибирати чіткі критерії з визначенням форм, ролі, меж участі, бо інакше класифікація втрачає будь-який сенс, адже кожна особа в суспільстві прямо чи опосередковано може бути учасником фондового ринку. Більш того, класифікація має здійснюватись для виокремлення певних категорій

²⁷⁹ *О рынке ценных бумаг*: Федеральный Закон Российской Федерации от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.consultant.ru/popular>.

²⁸⁰ *О ценных бумагах и фондовых биржах*: Закон Республики Беларусь от 12 марта 1992 г. № 1512-ХІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pravo.by>.

²⁸¹ *О рынке ценных бумаг*: Закон Республики Казахстан от 2 июля 2003 г. № 461-ІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pavlodar.com/zakon>.

²⁸² *Про ринки фінансових інструментів*: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

учасників для запровадження щодо них в подальшому єдиних регулятивних правил та процедур. Застосоване в Директиві визначення щодо характеристики професійного клієнта як особи, що «має досвід, знання та вміння, необхідні для прийняття власних рішень щодо інвестування, та належно оцінює ризики», на нашу думку, юридично дещо аморфне, бо учасник фондового ринку має, перш за все, отримати достатню господарську правосуб'єктність та відповідати вимогам законодавства, ліцензійним умовам щодо виду діяльності, яким він займається. Проте, доцільно зазначити, що директиви ЄС встановлюють лише загальні норм, правила, а їх деталізація здійснюється на національному рівні.

Принципове значення для класифікації учасників ринку цінних паперів має аналіз видової характеристики його суб'єктів, що являє собою одну з самих проблемних сфер як у теорії, так і на практиці. Насамперед, ця обставина зумовлена відсутністю чіткої позиції з боку законодавця. Та й у науці ця проблема досліджується досить поверхово, хоча виявлення системи учасників ринку цінних паперів на основі різних класифікаційних критеріїв дозволило б більш глибоко розкрити сутність самого ринку цінних паперів, а також більш точно визначити особливості правового статусу його окремих учасників.

Як у російській, так і у вітчизняній літературі існують різні класифікації учасників ринку цінних паперів. У теорії найпоширенішим є розподіл учасників за їх *роллю і місцем на фондовому ринку*. Відповідно до цієї концепції система учасників ринку цінних паперів складається з: емітентів, інвесторів, професійних учасників, саморегулювальних організацій, держави²⁸³.

Інші вчені класифікують суб'єктів фондового ринку залежно від *характеру економічної поведінки або діяльності* на ньому, розподіляючи їх: або на емітентів, інвесторів, інститути інфраструктури²⁸⁴; або на державу,

²⁸³ *Килячкин А.А., Чалдаева Л.А.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело. — М.: Экономистъ, 2004. — С. 36—37; *Треушников М.К.* Формы защиты прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг. — М.: Городец, 2000. — С. 139. *Анесянц С.А.* Основы функционирования рынка ценных бумаг : Учеб. пособие. — М.: Финансы и статистика, 2004. — С. 35.

²⁸⁴ *Петруня Ю.Є.* Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України. — К., 1999. — С. 38.

населення та інституціональних учасників²⁸⁵; або на державну, професійну та приватну діяльність²⁸⁶.

Крім того, у літературі є підхід до класифікації учасників ринку цінних паперів²⁸⁷, що враховує попередні критерії, і в результаті чого виділяється більш змістовна й розгорнута система учасників ринку цінних паперів, що включає: продавців (емітенти та власники цінних паперів); інвесторів; фондових професійних посередників (брокери, дилери та керуючі цінними паперами); організації з обслуговування ринку цінних паперів (організатори торгівлі на ринку цінних паперів, клірингу, реєстратори, депозитарії); державні органи регулювання й контролю.

Свою класифікацію пропонує О.В. Кологойда шляхом поділу учасників на професійних і непрофесійних²⁸⁸. До непрофесійних автор відносить фізичних та юридичних осіб, а також державу, що виступають на ринку в ролі емітентів, інвесторів, а також державних органів, що в межах своєї компетенції здійснюють державне регулювання ринку цінних паперів. Професійними учасниками науковець визначає суб'єктів господарювання, спеціально створених з метою здійснення одного з видів професійної діяльності на фондовому ринку в порядку, визначеному чинним законодавством України, що діють на підставі ліцензії, виданої ДКЦПФР. При цьому до групи професійних учасників за О.В. Кологойдою належать фінансові посередники, саморегульвні організації, інфраструктура. На нашу думку, з останньою позицією важко погодитись, бо саморегульвні організації не мають статусу професійних учасників фондового ринку як відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», так і за Законом України «Про державне

²⁸⁵ *Ефимова С.Б.* Деятельность инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг: Дис ... канд. экон. наук: 08.00.10. // Саратов, 1997. — С. 28.

²⁸⁶ *Бердникова Т.Б.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. — М.: ИНФРА, 2003. — С. 21.

²⁸⁷ *Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебник для вузов / Под ред. О.И. Дегтяревой, Н.М. Коршунова, Е.Ф. Жукова.* — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. — С. 184—185;

²⁸⁸ *Кологойда О.В.* Правове регулювання фондового ринку України. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — С. 162.

регулювання ринку цінних паперів в Україні», а тому не можуть ототожнюватися з ними.

Ми пропонуємо застосування наступних критеріїв до визначення переліку учасників фондового ринку²⁸⁹.

По-перше, в залежності від змісту діяльності та ролі на фондовому ринку, до складу учасників в широкому розумінні відносяться особи, що беруть участь в операціях на ринку, забезпечують здійснення всього циклу обігу цінних паперів, здійснюють регулюючий вплив на фондовий ринок. За таких умов до складу учасників належать:

- 1) емітенти цінних паперів (держава, місцеві органи влади, юридичні особи);
- 2) інвестори (держава, інституційні інвестори, фізичні та юридичні особи);
- 3) професійні учасники фондового ринку:
 - а) інвестиційні посередники (торговці цінними паперами, компанії з управління активами);
 - б) інфраструктурні учасники ринку цінних паперів (фондові біржі, депозитарії, зберігачі, реєстратори).
- 4) саморегульовані організації професійних учасників фондового ринку;
- 5) органи, що здійснюють державне регулювання та контроль на ринку цінних паперів (спеціально уповноважений орган НКЦПФР та вся система органів державної влади відповідно до обсягу повноважень);

По-друге, визначений перелік учасників доцільно розглянути в залежності від виконуваних ними функцій шляхом розподілу їх на безпосередніх та опосередкованих. До *безпосередніх* учасників фондового ринку вважаємо необхідним віднести осіб, що беруть безпосередню участь у здійсненні та забезпеченні обігу фінансових інструментів на ринку. Такими учасниками є емітенти та інвестори (в широкому розумінні – непрофесійні продавці та покупці), а також особи, що здійснюють на професійній основі діяльність із

²⁸⁹ *Полюхович В.І.* Склад та класифікації учасників фондового ринку України // Право та управління. — 2011. — № 2. — С. 283—291 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/prtup/2011_2/pdf/11pvifru.pdf.

забезпечення обігу цінних паперів – професійні учасники в розумінні Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Відповідно до *опосередкованих* учасників можливо віднести органи, що здійснюють регулювання та контроль на ринку цінних паперів. Це органи державної влади та саморегулювнi організації.

По-третє, в залежності від характеру діяльності безпосередні учасники, в свою чергу, розподіляються на професійних (інфраструктурні учасники та інвестиційні посередники) та непрофесійних (емітенти та інвестори).

На нашу думку, саме безпосередні учасники мають бути визначені на законодавчому рівні в якості учасників фондового ринку, а визначені нами як опосередковані учасники — визначатимуться у якості регуляторів фондового ринку.

Запропонована нами трьохступенева класифікація, на нашу думку, дає змогу для визначення в подальшому змісту, ступеню та юридичних підстав для участі в правовідносинах, а також з'ясування ролі на фондовому ринку певних категорій осіб.

Як зрозуміло з наведеного, окремі учасники, зокрема держава, можуть одночасно виступати в декількох ролях. Так, з одного боку, держава, діючи через свої органи, здійснює регулювання ринку цінних паперів, контроль і нагляд за діяльністю його суб'єктів і в такому випадку виступає опосередкованим учасником фондового ринку. З іншого боку, вона може виступати безпосереднім учасником: емітентом, випускаючи, наприклад, облігації державної позики, або інвестором за умов придбання корпоративних прав, що посвідчені акціями, наприклад, проблемних банків. У цьому випадку немає необхідності виділяти її як окремий суб'єкт ринку цінних паперів, оскільки вона виступає у ролі вже названих суб'єктів. Її специфічна роль проявляється в тому, що, хоча відносини між державою та іншими суб'єктами носять при регулюючому впливі адміністративний характер, вони одночасно спрямовані на забезпечення функціонування ринку в цілому, а держава у ряді випадків стає безпосереднім учасником господарських відносин на фондовому ринку. Проте, оскільки нас

цікавить, у першу чергу, приватноправовий, а не публічний аспект становища учасників фондового ринку, то надалі детально розглянемо правове положення і юридичні основи діяльності емітентів, інвесторів, професійних учасників ринку цінних паперів України.

На основі викладеного можемо констатувати, що в юридичній та економічній літературі наявні різні підходи до поняття «учасник фондового ринку», а законодавче визначення поняття «регулятор фондового ринку» відсутнє, що є істотним недоліком у законодавстві. Це заважає практиці застосування законодавства в сфері фондового ринку, не дозволяє виробити єдиного, більш оптимального підходу до регулювання правового статусу окремих учасників ринку цінних паперів.

Виходячи із зазначеного та з урахуванням вище викладених пропозицій щодо визначення фондового ринку України, пропонуємо внести наступні зміни до ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». П. 1 вказаної статті викласти в такій редакції:

«1. Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це врегульована законодавством система учасників, їх дій та правовідносин щодо емісії, обігу та обліку специфічного товару – цінних паперів та похідних (деривативів), що є об'єктом регулятивного впливу з боку органів державної влади та саморегулювних організацій».

Ч. 1 п. 2 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в такій редакції:

«Учасник (суб'єкт) фондового ринку – особа, що безпосередньо вступає в правовідносини при здійсненні емісії, обігу та обліку цінних паперів та похідних (деривативів). До складу учасників фондового ринку належать емітенти, інвестори, професійні учасники фондового ринку».

Доповнити п. 2 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» частиною 4 в такій редакції:

«Регулятор фондового ринку – спеціально уповноважений державний орган, саморегулювна організація, що здійснюють визначений законодавством

комплекс заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за функціонуванням фондового ринку, діяльністю його учасників.»

Відповідно, п. 2 ст. 47 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в такій редакції:

«2. Державне регулювання ринку цінних паперів здійснює регулятор – Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку, а також інші державні органи в межах своїх повноважень, визначених законом».

Вважаємо, що здійснені класифікації та запропоновані зміни до чинного законодавства забезпечать встановлення більшої нормативної конкретизації правового статусу учасників та регуляторів фондового ринку та сприятимуть як безпосередньому розвитку ринку, так і оптимізації регулятивних процесів на ньому.

3.2. Правові аспекти господарської діяльності емітентів

Емітент є одним із ключових суб'єктів на фондовому ринку. Саме за його ініціативи відбувається виникнення відносин і правових зв'язків між іншими учасниками фондового ринку. Емітенти є, з одного боку споживачами інвестиційних ресурсів, а з іншого — виступають джерелом фінансових ресурсів, що повертаються інвесторам²⁹⁰. Як зазначає В.Л. Яроцький, особливості цінних паперів, як і грошей, полягають у тому, що їх емісія є прерогативою визначених у законодавстві суб'єктів. Якщо емісія грошових знаків на території України має суто публічний характер і здійснюється державою в особі Національного банку України, то емісія цінних паперів

²⁹⁰ *Онуфрієнко О.І.* Правове регулювання випуску та обігу емісійних цінних паперів в Україні: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / О.І. Онуфрієнко; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. — К., 2000. — С. 2.

має приватноправовий характер, а коло суб'єктів, що можуть мати статус емітентів, значно ширше²⁹¹.

Емітенти у своїй діяльності переслідують такі цілі на ринку цінних паперів:

- залучення первісних коштів для створення юридичної особи;
- залучення додаткових коштів для збільшення статутного капіталу;
- залучення позикового капіталу для вільного або цільового використання.

З точки зору дослідження фондового ринку найбільший інтерес викликають емітенти, які мають регулярне котирування – перебувають у лістингу на організованому ринку. В світовій практиці, як правило, лише частина акціонерних товариств має право залучати капітал шляхом відкритої (публічної) підписки. У Великій Британії це Public Limited Company (PLC), в США – Public Corporation, а в Україні – публічні акціонерні товариства. Як правило, на розвинутих фондових ринках значна частина цих акціонерних товариств має лістинг на тій чи іншій фондовій біржі. Наприклад, в Німеччині з приблизно 2500 акціонерних товариств 900 мають лістинг на фондовій біржі, в Англії з приблизно 11000 публічних компаній – більше 2000²⁹². Причому процес появи нових лістингових компаній спрямований не в один бік. Кожен рік певні компанії отримують лістинг, а інші його втрачають. Наприклад, на Нью-Йоркській фондовій біржі щорічно з'являється близько 200 нових емітентів та близько 170 виключається з лістингу.

В Україні ситуація інша – лише незначна частина публічних акціонерних товариств спроможна задовольнити вимоги лістингу та має котирування на організованому ринку, а динаміка отримання та втрати лістингу вкрай низька. Відповідно до Положення про функціонування фондових бірж²⁹³ вимоги для

²⁹¹ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): Монографія / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 125.

²⁹² Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. — М.: Издательство «Экзамен», 2002. — С. 82.

²⁹³ Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж: рішення ДКЦПФР від 19 грудня 2006 р. № 1542 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0035-07>

перебування цінних паперів у котирувальному списку як першого, так і другого рівнів лістингу для акцій достатньо високі. Такі лістингові вимоги призвели до того, що більшість акціонерних товариств не в змозі їм відповідати, що і стало причиною зміни вимог ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства», а саме заміни обов'язку публічного акціонерного товариства проходити процедуру лістингу на обов'язок проходити процедуру включення акцій до біржового списку, яка не містить жодних вимог щодо економічних результатів господарювання, а лише вимагає дотримання формально-юридичних вимог до випуску та проспекту емісії, реєстрації звіту, відсутності заборон на торгівлю цінним папером. У зв'язку з цим, вважаємо доцільним зниження вимог до фінансово-економічних показників емітентів, що обумовлюють допуск цінних паперів у лістинг. Це буде фактором, що додасть динаміки на організованому фондовому ринку.

Вихідним пунктом дослідження будь-якого процесу або об'єкта вважається з'ясування термінології, що визначає межі дослідження. Першочергово з'ясуємо, яка особа вважається емітентом. Відповідно до ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» емітентом є «юридична особа, Автономна Республіка Крим або міські ради, а також держава в особі уповноважених нею органів державної влади, яка від свого імені розміщує емісійні цінні папери та бере на себе зобов'язання щодо них перед їх власниками».

Як бачимо, в законодавчій дефініції закладені окремі особливості емітента, певна характеристика його діяльності. Зокрема, визначено обмежене коло осіб, що виступають в якості емітента, йдеться про зміст його участі на фондовому ринку. Проте таке визначення лише приблизно відображає суть правового змісту терміна, а формально юридично є некоректним та недосконалим. Так, невірним є виділення лише міських рад в системі місцевого самоврядування, а також Автономної Республіки Крим як окремого суб'єкта, що ніби не є частиною держави, та й щодо самої емісії йдеться про розміщення і нічого не вказано про випуск.

Ще однією особливістю поняття емітента, яка залишилась поза увагою законодавця, є врегулювання правового статусу крізь призму встановлення обов'язків, що стосуються не тільки зобов'язань емітента перед власниками випущених цінних паперів, а й інших обов'язків, наприклад, щодо дотримання інформаційної прозорості його діяльності перед усіма зацікавленими особами та контролюючими органами.

Відповідно, пропонуємо відкориговане визначення терміну «емітент». Емітент – держава в особі уповноважених нею органів державної влади, органи місцевого самоврядування, юридичні особи, які здійснюють встановлений законодавством порядок дій щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів та несуть від власного імені зобов'язання перед інвесторами згідно з умовами випуску та проспекту емісії цінних паперів та виконують інші обов'язки відповідно до законодавства.

У зв'язку з цим вважаємо за необхідне виділити суттєві ознаки правового змісту скоригованого нами поняття емітент²⁹⁴.

По-перше, визначено перелік суб'єктів, які можуть виступати як емітенти: органи державної влади, органи місцевого самоврядування, юридичні особи. Вичерпного переліку юридичних осіб, що мають право емітувати цінні папери, законодавство не містить. Проте такий перелік можливо визначити, виходячи із закріпленого в п. 2 ст. 3 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» переліку емісійних цінних паперів, кожен з яких має свій правовий статус та умови випуску. Одночасно існуючий перелік емісійних цінних паперів є критерієм для невключення, наприклад, фізичних осіб до складу емітентів. Так, фізичні особи мають право випускати (видавати) такі цінні папери, як вексель, заставна, однак ці цінні папери не є емісійними, тому фізична особа не визначається емітентом.

По-друге, емітент має виконати встановлений порядок дій — випуск та розміщення цінних паперів, тобто емітент, коли здійснює випуск, бере участь

²⁹⁴ *Полюхович В.І.* Питання удосконалення правового регулювання діяльності емітентів на фондовому ринку України // Правовий вісник Академії банківської справи. – Суми. – 2011. – № 2(5). – С. 88–92.

у багатьох правовідносинах, що мають місце на фондовому ринку. Проте це не означає, що, виступаючи в якості емітента, суб'єкт не може паралельно брати участь в іншій діяльності, в тому числі професійній, на фондовому ринку (наприклад, випадки емісії акцій фондовою біржею). Адже щодо даної діяльності не поширюються існуючі обмеження, наприклад, на поєднання професійних видів діяльності.

По-третє, має місце певна специфіка встановлення правового статусу через систему обов'язків (наприклад, з оплати засновниками повної вартості цінних паперів при першому (приватному) розміщенні акцій акціонерного товариства; з розкриття інформації щодо них тощо). Основною особливістю є те, що, скориставшись правом на випуск цінних паперів, емітент автоматично підпадає під «зобов'язальний правовий режим» своєї участі на ринку цінних паперів.

На українському фондовому ринку основним емітентом є держава в особі Міністерства фінансів України – найбільший емітент боргових цінних паперів. Основними призначеннями випуску державою цінних паперів є залучення коштів для:

- фінансування поточного бюджетного дефіциту (облігації внутрішніх та зовнішніх державних позик, казначейські зобов'язання);
- погашення раніше розміщених позик;
- забезпечення касового виконання державного бюджету;
- вирівнювання нерівномірності надходження податкових платежів;
- фінансування цільових проектів.

Випуск цінних паперів є більш ефективним методом фінансування бюджетного дефіциту порівняно з практикою позичання грошей у НБУ та інфляційною емісією грошей. Використання кредитних ресурсів НБУ значно зменшує його можливості регулювання позикового ринку, і тому в усіх країнах з ринковою економікою встановлені значні обмеження на доступ уряду до цих ресурсів.

Емісію цінних паперів здійснюють також і місцеві органи влади. Необхідність у цьому виникає у випадку перевищення витрат місцевих органів

над їх доходами або, при необхідності, залучення коштів для інвестиційних проектів. Вартість цінних паперів, випущених місцевими органами влади (муніципальних цінних паперів), визначається платоспроможністю їх емітента та ринком. Проте облігації місцевих позик є малопопулярними серед інвесторів з причини низької фінансової спроможності місцевих бюджетів, а тому є необхідність в пошуку додаткових засобів для підвищення їх інвестиційної привабливості на фондовому ринку. Досвід Російської Федерації свідчить, що привабливість муніципальних цінних паперів може бути збільшена за таких умов:

- їх погашення частками у статутних фондах підприємств, що приватизуються (така модель використовувалась, коли здійснювався випуск муніципальних цінних паперів у Новосибірську, Курську, Москві);

- їх використання як засобу платежу, в тому числі при сплаті податку на прибуток, що спрямовується до місцевого бюджету (Нижній Новгород);

- їх обміну на акції приватизованих підприємств, часткою в статутному фонді яких володіє орган, що управляє муніципальною власністю (Москва);

- їх використання для розрахунків з кредиторами;

- їх використання в якості конвертованих облігацій;

- їх використання як застави для одержання кредитів²⁹⁵.

Разом із державою та місцевими органами державної влади в якості емітентів на ринку цінних паперів важливе місце займають різноманітні суб'єкти підприємницької діяльності — юридичні особи, які залежно від форми власності можуть бути державної, приватної, комунальної форм власності.

Ці емітенти здійснюють емісію цінних паперів як в процесі створення, в тому числі шляхом приватизації, так і для розширення виробництва або проведення іншої комерційної діяльності шляхом випуску пайових або боргових зобов'язань. Серед інших цілей виділяють: залучення інвестицій; виконання певних нормативів, встановлених державою; перерозподіл влади в

²⁹⁵ Осолодкин С. Как усилить привлекательность муниципальных краткосрочных облигаций // Рынок ценных бумаг. — 1996. — № 8. — С. 23.

акціонерному товаристві²⁹⁶. Проте ринок інвестицій в Україні мало розвинутий, а його фінансовий потенціал як не реалізовується через відносно невеликі обсяги вільних коштів, так і з причини низького рівня довіри інвесторів. Саме тому провідні українські акціонерні товариства здійснюють залучення інвестицій через IPO (Initial Public Offering) – первісну публічну пропозицію на закордонних фондових біржах шляхом випуску депозитарних розписок або через випуск акцій материнською компанією, зареєстрованою за кордоном²⁹⁷. Такий шлях залучення іноземних інвестицій в економіку України є цілком позитивний, хоча і не стимулює вітчизняний ринок інвестицій. Водночас є пропозиції щодо впровадження українських депозитарних розписок, базовим активом яких є цінні папери іноземного емітента, емісія яких здійснена у відповідності до законодавства країни емітента. У Верховній Раді України був зареєстрований відповідний проект Закону № 7462 від 14 грудня 2010 р. про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо українських депозитарних розписок. Впровадження українських депозитарних розписок відкрило б пересічному вітчизняному інвестору можливість бути акціонером іноземних компаній, але, на думку фахівців, є певні перестороги щодо запровадження такого фінансового інструменту, а саме з огляду на можливість створення механізму відтоку вітчизняного інвестиційного капіталу за кордон.

Характеристику діяльності емітента необхідно здійснювати крізь призму вимог міжнародних організацій, членами яких є Україна. Так, базові принципи для емітентів встановлені Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO) в своєму програмному документі «Цілі та принципи регулювання фондового ринку»²⁹⁸ в категорії E:

²⁹⁶ Петруня Ю.Є. Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України. — К. 1999. — С. 34.

²⁹⁷ Ковальова В. IPO плюс капіталізація всієї країни // Урядовий кур'єр. — 2 липня 2010 р. — № 119. — С. 7.

²⁹⁸ IOSCO (May 2003) «Objectives and Principles of Securities Regulation» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

— емітенти зобов'язані надавати інвесторам повну, своєчасну і точну інформацію про свою діяльність, яка може впливати на їхні інвестиційні рішення;

— відношення до акціонерів має бути чесним та неупередженим;

— стандарти обліку та аудиту має відповідати міжнародним нормам.

У зв'язку з цим, на нашу думку, реалізація визначених принципів у національному масштабі здійснюється, в тому числі, шляхом нормативного закріплення системи обов'язків емітентів, які умовно, на нашу думку, можна звести до таких трьох груп:

— обов'язки щодо дотримання певної процедури емісії цінних паперів, що полягають у здійсненні емітентом послідовних дій, передбачених законодавством;

- обов'язки щодо розкриття інформації (регулярної та особливої), а саме: склад, порядок і строки подібного розкриття на етапах емісії у формі проспекту емісії цінних паперів та звіту про результати розміщення, щоквартального та річного звіту емітента і повідомлень про істотні факти його фінансово-господарської діяльності;

- обов'язки щодо дотримання обмежень по використанню інсайдерської інформації.

Розглянемо окремі аспекти правового регулювання реалізації визначених груп обов'язків емітента з урахуванням норм законодавства Євросоюзу. Зокрема питання емісії, розкриття інформації, протидії використанню інсайдерської інформації є предметом регулювання Першої Директиви Ради ЄС 68/151/ЄЕС від 9 березня 1968 р. «Про гласність» в частині, що визначає вимоги до розкриття інформації акціонерними товариствами, Директиви Ради ЄС 89/298/ЄЕС від 17 квітня 1989 р. «Про координацію вимог стосовно створення, упорядкування та розподілу проспекту, який буде виданий під час пропозиції цінних паперів, що підлягають обігу, невизначеному колу осіб», Директиви Ради ЄС та Європейського Парламенту № 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. «Про дані, що підлягають публікації при відкритій пропозиції цінних паперів і

допуску їх до обігу на біржі», Директиви Ради ЄС та Європейського Парламенту 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. «Про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку».

Відповідно до ст. 164 ГК України суб'єкт господарювання — юридична особа у випадках і порядку, передбачених законом, має право випускати від свого імені акції та облігації підприємства і реалізовувати їх громадянам та юридичним особам. Право на випуск акцій та облігацій підприємства виникає у суб'єкта господарювання з дня реєстрації цього випуску у відповідному органі державної влади.

Процедура емісії цінних паперів у разі відкритого (публічного) та закритого (приватного) їх розміщення та порядок розкриття інформації на фондовому ринку визначені Законом України «Про цінні папери та фондовий ринок». Розглянемо особливості правового регулювання емісії цінних паперів, розкриття інформації та запропонуємо своє бачення процесу і відповідні пропозиції до законодавства.

В зв'язку з тим, що перше розміщення акцій акціонерного товариства в будь-якому випадку є приватним (п. 4 ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», ч. 2 ст. 155 ЦК України, ч. 4 ст. 9 Закону України «Про акціонерні товариства»), а публічне розміщення здійснюватиметься лише після приватного, доцільною є оптимізація порядку публічного розміщення. Суть пропозиції полягає у тому, щоб нормативно закріпити правило, згідно з яким у випадку здійснення ряду процедур при першому розміщенні у наступному, в тому числі відкритому розміщенні, їх не треба повторювати, а лише уточнювати при зміні певних параметрів. Такими процедурами можуть вважатись визначені в п. 1 ст. 28 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» норми щодо присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера; укладення з депозитарієм договору про обслуговування емісії цінних паперів або з реєстратором — про ведення реєстру власників іменних цінних паперів. Аналогічно це стосується і вимог до проспектів емісії цінних паперів. Така

позиція відповідає принципам ст. 6 вищезазначеної Директиви Ради ЄС 89/298/ЄЕС від 17 квітня 1989 р., де вказано, що, якщо повний проспект був виданий протягом останніх 12 місяців, наступний проспект того ж емітента може містити лише ті зміни, що відбулися пізніше та впливають на вартість цінних паперів.

Окреме питання також необхідно поставити щодо положення п. 2 ст. 28 Закону, де приватне (закрите) розміщення акцій публічного акціонерного товариства визначається як їх відчуження шляхом безпосередньої пропозиції акціонерам такого товариства та заздалегідь визначеному колу осіб, кількість яких не перевищує 100. Законодавець не пояснює, як діяти у випадку, коли кількість засновників (акціонерів) публічного акціонерного товариства перевищує 100 осіб, а тому приватне розміщення формально юридично є неможливим. Логічним є висновок, що законодавцем обмежується число засновників публічного акціонерного товариства кількістю 100 осіб. Можемо стверджувати, що таким чином закладений механізм кількісного обмеження участі у створюваному публічному акціонерному товаристві. Вважаємо, що приватне (закрите) розміщення акцій публічного акціонерного товариства повинно визначатись як «розміщення акцій шляхом їх безпосередньої пропозиції засновникам такого товариства» без застосування кількісних обмежень та із закріпленням обов'язку забезпечення реалізації прав всіх засновників.

Є зауваження щодо послідовності етапів емісії. На нашу думку, розкриття інформації, що міститься в проспекті емісії (пп. 9 п. 1 ст. 28 Закону), повинно здійснюватися відразу після реєстрації НКЦПФР проспекту емісії цінних паперів. Це зумовлено тим, що виконання наступних процедур (залучення андеррайтера, укладення договору з депозитарієм або з реєстратором, виготовлення сертифікатів цінних паперів у разі розміщення цінних паперів у документарній формі) здійснюватиметься вже з урахуванням відкритої інформації, що є зручним для можливих учасників цих процедур, а також

більшим буде строк для ознайомлення з проспектом для потенційних акціонерів.

Також бажано, щоб присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера здійснювалось вже на етапі реєстрації проспекту емісії і він містився як елемент інформації, що береться до уваги в самому проспекті. Міжнародні рекомендації Групи тридцяти²⁹⁹ щодо цього свідчать про необхідність присвоєння номеру (коду ISIN відповідно до міжнародного стандарту ISO 6166) до, а не після реєстрації випуску.

Послідовність дій, встановлена у підпунктах п. 1 ст. 28 Закону, суттєво відрізняється від європейської регуляторної політики³⁰⁰. Зокрема вважаємо, що свідоцтво про реєстрацію випуску повинно отримуватись під час реєстрації випуску НКЦПФР і до здійснення відкритого (публічного) розміщення цінних паперів, адже емітент, що здійснив реєстрацію випуску, проспекту емісії повинен мати про це документ, який може пред'явити акціонеру.

Вважаємо, що юридично не кореспондують між собою окремі підпункти п. 1 ст. 28 Закону. Відповідно до вимог розділу V Розкриття інформації на фондовому ринку Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» подання до НКЦПФР звітної інформації є формою розкриття інформації. Відповідно, незрозуміло який зміст закладає законодавець у норму п. 1 ст. 28 Закону «розкриття інформації, що міститься у звіті», якщо подання звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів і є розкриттям інформації, яку сьогодні оприлюднює НКЦПФР.

У ст. 39 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що розкриття інформації на фондовому ринку здійснюється емітентами цінних паперів шляхом:

- розміщення її в загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР;

²⁹⁹ Довідь Групи тридцяти. Рекомендації [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.aecsd.com/common/img/uploaded/files/analytics/publications/group30.pdf>.

³⁰⁰ Головка А.Т. Реформування системи державного регулювання ринків капіталу в Україні // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 11–12. – С. 27.

– публікування її в одному з офіційних друкованих видань Верховної Ради України, Кабінету Міністрів України або НКЦПФР;

– подання її до НКЦПФР.

Вважаємо, що Закон має містити норму, де було б уточнено, що подання звіту регулятора є формою розкриття інформації.

Зупинимося на особливостях розкриття інформації. Так, на нашу думку, поняття «реєстрація випуску» і «проспект емісії» по суті є тотожними з позиції змісту та процедури, а тому можна було б встановити норму щодо реєстрації проспекту емісії, що означало б реєстрацію випуску цінних паперів. З прийняттям змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»³⁰¹ зобов'язано здійснювати реєстрацію проспекту емісії не тільки при відкритому (публічному) розміщенні цінних паперів, а й при закритому (приватному) розміщенні. Представники регуляторів фондового ринку вважають, що такий підхід значно підвищить прозорість вітчизняного ринку цінних паперів і надасть його учасникам додаткові можливості для моніторингу. Учасники фондового ринку неоднозначно відреагували на новації. У всьому світі закриті випуски цінних паперів мають один великий плюс – швидкість. Як тільки у емітента виникає термінова необхідність у залученні коштів, і він домовляється з інвесторами про умови запозичення, він може зробити це максимально швидко при закритому розміщенні. Нова реєстрація дещо уповільнює процес акумуляції капіталу для інвестування. Втім, більшість фінансистів впевнені: якщо під час закритих розміщень емітенти не зможуть коригувати свої проспекти емісій, фондовий ринок тільки виграє³⁰². Незмінність положень проспекту емісії дозволить ретельніше контролювати розміщення цінних паперів та виконання емітентом взятих на себе

³⁰¹ Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо розкриття інформації на фондовому ринку: Закон України 21 квітня 2011 р. № 3264-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3264-17>.

³⁰² Новації вітчизняного ринку цінних паперів // Фінансовий ринок України. – 2011. – № 5. – С. 12.

зобов'язань. Адже він нерідко їх порушує, а інвестор залишається згодом наодинці зі своїми проблемами³⁰³.

Окрему увагу необхідно приділити змісту особливої інформації про емітента (ст. 41 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»). Щодо існуючого переліку вважаємо доцільним зауважити, що він достатньо змістовно відбиває інформацію щодо безпосередніх операцій з цінними паперами, проте, на нашу думку, доцільно розширити обсяг особливої інформації щодо фінансово-господарського стану емітента. Адже це справляє безпосередній вплив на вартість акцій товариства.

Додатковими відомостями, на нашу думку, має стати інформація про рішення суду, що набрали законної сили (стороною яких є емітент), предметом яких є майнові вимоги в розмірі, що перевищує 10 відсотків статутного фонду або суми вартості активів емітента за даними останньої річної фінансової звітності акціонерного товариства.

Також додатковим контрольним механізмом має стати включення до особливої інформації фактів укладення емітентом значного правочину, коли ринкова вартість майна або послуг, що є його предметом, становить більше 10 відсотків статутного фонду або суми вартості активів емітента за даними останньої річної фінансової звітності акціонерного товариства.

Щодо посадових осіб емітента має розкриватись інформація про асоційованих з ними осіб, а також щодо юридичних осіб, які підконтрольні цим посадовим особам. Це зумовлено тим, що однією з проблем, яка заважає формуванню в Україні фондового ринку, є наявність неефективної моделі єдиного контролюючого акціонера та наявності правочинів із зацікавленістю. Адже часто головним шляхом приховування прибутку для окремих українських акціонерних товариств є його вилучення через правочини з особами, пов'язаними з контролюючим акціонером, чим грубо порушуються права міноритаріїв. В умовах, коли посадові особи товариства не зобов'язані

³⁰³ *Фещенко В.* Шахрайство на фінансовому ринку. Практичний посібник протидії. – К., Українське агенство фінансового розвитку, 2011. – С. 116.

розкривати інформацію про асоційованих осіб, ризик викриття таких порушень, доведення зв'язку з контрагентом товариства є невеликим. За відсутності ефективного механізму виявлення та покарання осіб, які порушують процедуру укладення правочинів із зацікавленістю, інвестування в акції українських товариств для міноритаріїв буде надто ризиковим, а тому не матиме необхідного економічного ефекту. Тому одним із заходів на цьому шляху має бути розширення особливої інформації про емітента.

Виходячи з наведеного, вважаємо необхідним доповнити перелік особливої інформації про емітента, визначений у п. 1 ст. 41 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» відомостями у такій редакції:

«рішення суду, що набрали законної сили (стороною яких є емітент), предметом яких є майнові вимоги в розмірі, що перевищує 10 відсотків вартості статутного фонду або суми вартості активів емітента за даними останньої річної фінансової звітності акціонерного товариства;

факти укладення емітентом значного правочину, коли ринкова вартість майна або послуг, що є його предметом, становить понад 10 відсотків статутного фонду або суми вартості активів емітента за даними останньої річної фінансової звітності акціонерного товариства;

осіб, які асоційовані з посадовими особами емітента;

юридичних осіб, які підконтрольні посадовим особам емітента та асоційованим з ними особам».

Неможливо обійти увагою особливості правового регулювання використання інсайдерської інформації на фондовому ринку України. Ст. 44 та 45 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначається зміст терміна «інсайдерська інформація», а також встановлено заборони щодо використання такої інформації. На нашу думку, чинне законодавство в цій частині також потребує певного уточнення та змін. По-перше, визначення інсайдерської інформації лише як «неоприлюдненої інформації» є некоректним з правової точки зору, бо розмиває межі кваліфікації інформації як інсайдерської та дає можливість довільного трактування. До речі,

аналогічний підхід має місце і в Директиві Ради ЄС та Європейського Парламенту 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. «Про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку», що, на нашу думку, не може повністю бути взірцем для запозичення. Водночас, в сучасних наукових дослідженнях ключовими характеристиками поняття «інсайдерська інформація» визначаються: істотність і неоприлюдненість інформації³⁰⁴.

НКЦПФР донедавна вирішувала це питання своїми рішеннями шляхом встановлення переліку інформації, що належить до інсайдерської, до якого було включено неоприлюднені офіційно відомості, що містяться в річній та квартальній інформації про емітента та відомості про особливу інформацію про емітента³⁰⁵, а також порядку розкриття цих видів інформації³⁰⁶ (на сьогодні ці рішення втратили чинність). Адже враховуючи, що розголошення та використання інсайдерської інформації за певних умов є складом злочину передбаченого ст. 232-1 Кримінального кодексу України, термінологічна визначеність на рівні закону України є вкрай необхідною як і подолання існуючих протиріч між законом та підзаконним актом. Тому пропонуємо п. 1 ст. 44 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» викласти в такій редакції:

«Інсайдерська інформація – регулярна та особлива інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи) або правочини щодо них та інші значні правочини емітента, яку оприлюднено раніше встановлених законодавством термінів та/або з недотриманням способів її офіційного оприлюднення».

³⁰⁴ Сасенко В.В. Правове регулювання використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів: Автореф. дис... канд. юрид. наук / В.В. Сасенко; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. — К., 2002. — С. 5.

³⁰⁵ Про визначення інформації, яка відноситься до інсайдерської: рішення ДКЦПФР від 21 листопада 2006 р. № 1344 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0050-07>.

³⁰⁶ Про порядок розкриття інсайдерської інформації: рішення ДКЦПФР від 22 липня 2008 р. № 792 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0867-08>.

Визначене у такий спосіб поняття «інсайдерська інформація» шляхом використання понять «регулярна та особлива інформація» дає змогу чітко з'ясувати зміст означуваного терміна, а також додаткові суттєві підстави для визначення інформації інсайдерською. За таких обставин різко звужується можливість для довільного застосування юрисдикційних норм щодо випадків поширення інформації, що не є інсайдом.

Також необхідним є закріплення в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» норми, яка б передбачала право емітента на оскарження до суду дій та рішень НКЦПФР у випадку відмови у реєстрації випуску, проспекту емісії цінних паперів, звіту про результати відкритого (публічного) розміщення цінних паперів, визнання емісії недобросовісною, ненадання дозволу на розміщення цінних паперів за межами України. Проте більш логічним було б доповнити Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» окремою статтею загального змісту (за аналогією із змістом ст. 16 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»), де передбачити право учасників ринку цінних паперів на вирішення спорів у судовому порядку, а саме шляхом звернення до суду щодо оскарження дій та рішень НКЦПФР, інших органів державної влади, саморегулювальних організацій.

Отже, запропоновані в межах даного підрозділу зміни до чинного законодавства, на нашу думку, дадуть змогу, з однієї сторони, удосконалити механізм державного регулювання правового статусу емітентів за рахунок встановлення чітких меж та змісту діяльності емітента на ринку цінних паперів у відносинах з інвесторами, іншими учасниками, а з іншої – стануть перепорою можливим зловживанням контролюючих органів при здійсненні регулювання діяльності емітентів та одночасно сприятимуть підвищенню якості їх регулюючого впливу. Використання та запровадження позитивного надбання європейського та світового досвіду правового регулювання фондового ринку може стати одним із ключових чинників на шляху переходу України з категорії держав, що мають фінансовий ринок, який перебуває в

стадії формування, до категорії держав з розвинутим фінансовим ринком відповідно до міжнародних рейтингових оцінок³⁰⁷, що істотно підвищить кредитний рейтинг країни та посилить конкурентоспроможність національного фінансового ринку в цілому.

3.3. Провідна роль господарської діяльності інвесторів на фондовому ринку

Інвестори є тими учасниками фондового ринку, діяльність яких є основним джерелом фінансових ресурсів. Вони є особами, що постачають на ринок цінних паперів фінансовий капітал шляхом вкладання в цінні папери. При цьому за характером інтересів вони є антагоністами емітентів на фондовому ринку. Зокрема, основні цілі інвестування в цінні папери зводяться до забезпечення: збереження вкладень, їх прибутковості, росту та ліквідності активів³⁰⁸.

Визначення в ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» мети у вигляді одержання прибутку (доходу) в результаті інвестування породжує питання про те, чи є інвестиційна діяльність на фондовому ринку виключно підприємницькою³⁰⁹. Якщо ми безумовно визнаємо діяльність інвесторів на ринку цінних паперів підприємницькою, то в будь-якої особи, що набуває права власності на цінний папір, виникає необхідність реєструватися як підприємець. Водночас, в ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» до складу інвесторів віднесено фізичних та юридичних осіб як резидентів, так і нерезидентів, що, до речі, невиправдано звужує перелік суб'єктів інвестиційної діяльності, визначений в ст. 5 Закону України «Про інвестиційну діяльність», де в якості інвесторів передбачено також держави. Проте у будь-якому випадку видається логічним, що інвестиційна діяльність

³⁰⁷ *Standard & Poor's Global Stock Market Factbook* [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.standardandpoors.com/ratings/money-market>.

³⁰⁸ *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 233.

³⁰⁹ *Хозяйственное право: курс лекций / Под ред. В.С. Мартемьянова.* – Москва, 2007. – Т.2. – С. 153–154.

на фондовому ринку має статус підприємницької лише у випадку прямої вказівки на це в Законі. До того ж, у ст. 1 Закону України «Про інвестиційну діяльність» в якості результатів інвестування визначається, крім отримання прибутку (доходу), також досягнення соціального ефекту. Відповідно, в розумінні ст. 42 ГК України підприємницькою діяльністю на фондовому ринку є лише діяльність інституційних інвесторів, а інші суб'єкти інвестиційної діяльності отримують дохід на непідприємницькій основі. А тому, у визначенні терміна «інвестори в цінні папери» в абзаці третьому ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» необхідно як мету інвестування також зазначити досягнення соціального ефекту. Там же йдеться про інвесторів, що набувають права власності на будь-які цінні папери без виокремлення їх видів. На нашу думку, тут також необхідним є уточнення, адже інвестування за своїм юридичним та економічним змістом передбачає не просто факт отримання будь-якого цінного паперу, а процес вкладання коштів з певною метою³¹⁰. Наприклад, суто інвестиційною діяльністю є придбання акцій, інвестиційних сертифікатів. Придбання облігацій в цілому також може вважатись інвестиційною діяльністю, проте отримання векселя ніяких ознак інвестиції не має. Більше того, інвестиційна діяльність на фондовому ринку є по суті похідною від діяльності емітента, що згідно із Законом здійснює випуск емісійних цінних паперів. А договірні відносини на ринку цінних паперів прямо чи опосередковано зводяться до відносин емітент – інвестор. Тому у визначенні інвесторів на фондовому ринку необхідно вести мову лише про емісійні цінні папери, а не загалом.

Виходячи із зазначеного, пропонується внести такі зміни до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», а саме: перше речення частини 3 ст. 2 Закону викласти в такій редакції:

«Інвестори на фондовому ринку – фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, а також держава в особі уповноважених органів, які здійснюють

³¹⁰ Кублікова Т.Б. Інвестиції на ринку цінних паперів / Т.Б. Кублікова, В.К. Кубліков. – Одеса: ОРІДУ НАДУ, 2006. – С. 67.

вкладення власних, позичкових, залучених грошових коштів, інших активів та набувають права власності на емісійні цінні папери з метою отримання прибутку (доходу) та/або досягнення соціально-економічного ефекту з набуттям відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства».

Із змісту запропонованого визначення виділимо ряд ознак правової категорії «інвестор на фондовому ринку»:

- особливий характер діяльності – внесення власних, позичкових або залучених коштів, активів (інвестування) у певні об'єкти;
- особливий об'єкт інвестування – емісійні цінні папери;
- специфічна спрямованість та характерна мета діяльності – володіння на праві власності цінними паперами й одержання прибутку (доходу) на основі цього та/або досягнення іншого корисного соціально-економічного ефекту від інвестування (в тому числі збереження коштів від інфляції, сприяння розвитку економіки в цілому тощо)³¹¹.

Із розглядом інвестора як учасника операцій на фондовому ринку неодмінно постає питання відмежування його правового становища від іншого суб'єкта ринку – дилера, правове регулювання діяльності якого докладно буде розглянуто нижче. Відповідно до п. 2 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» дилерська діяльність – укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом. І при такій характеристиці дилер, на перший погляд, суттєво не відрізняється від інвестора, наприклад, пайового інвестиційного фонду в особі компанії з управління активами. Однак відмінності мають місце. Це виявляється в тому, що для здійснення своєї діяльності з купівлі-продажу цінних паперів дилер має отримати відповідну ліцензію. Крім того, законом визначені чіткі вимоги до розміру статутного капіталу дилера. Посадові особи дилера повинні мати

³¹¹ *Полюхович В.І.* Питання удосконалення правового регулювання діяльності інвесторів на фондовому ринку України // Держава і право. – 2011. – № 53. – С. 227–232.

відповідні сертифікати, що підтверджують їх компетенцію. Різний і характер діяльності цих суб'єктів. У ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» встановлено виключно професійний характер діяльності дилера. Це його основний вид діяльності, він одержує свій дохід саме від купівлі-продажу цінних паперів, діючи за принципом «дешевше купити, дорожче продати». Інвестор лише у випадку діяльності компаній з управління активами інвестиційних фондів здійснює виключну професійну діяльність на фондовому ринку та до його діяльності застосовуються аналогічні вимоги законодавства, в інших випадках, навіть маючи статус інституційного інвестора (страхові компанії), він не є професіоналом, а тому на нього не поширюються відповідні вимоги та обмеження. Дилера, на відміну від інвестора, не цікавить одержання дивідендів по акціях, відсотків по облігаціях або можливість консолідації контрольного пакета акцій з метою набуття контролю над підприємством. Формально юридично діяльність дилера носить посередницький характер і за своєю економічною та правовою суттю кардинально відрізняється від інвестиційного характеру діяльності інвестора. Хоча за економічним змістом ці види діяльності мають багато спільних рис та за багатьма ознаками збігаються.

Запропоноване нами визначення поняття «інвестори на фондовому ринку» є спробою в найбільш загальному виді врахувати єдині особливості всіх можливих інвесторів на ринку цінних паперів і передбачає подальшу деталізацію стосовно окремих їх видів. При цьому необхідно враховувати, що основними інтересами інвестора, на противагу іншим учасникам фондового ринку, є інвестування в цінні папери за таких умов:

- одержання максимального доходу й мінімізація витрат від операцій із цінними паперами;
- максимальний доступ до інформації про емітента та максимальне розширення меж його відповідальності;
- наявність державного контролю та нагляду за діями емітента та діючими в його інтересах професійними учасниками;
- наявність компенсаційних механізмів та зниження ризику інвестування.

Все це зумовлює особливий підхід до правового регулювання статусу інвесторів з метою додаткових заходів щодо захисту їхніх прав. Адже за своїм юридичним змістом категорія «інвестор» є самою об'ємною порівняно з іншими учасниками фондового ринку. Так, якщо категорія «емітент» є властивою суто для фондового ринку і отримала чітке нормативне визначення в межах правового регулювання відносин на ринку цінних паперів, то інвестування в цінні папери є лише одним із напрямів інвестиційної діяльності взагалі, а склад суб'єктів інвестиційної діяльності набагато різноманітніший. У цьому випадку, як справедливо зазначає І.В. Редькін, термін «інвестор» використовується «для визначення будь-якої особи, що має юридичну можливість брати участь у ринкових відносинах з придбання емісійних цінних паперів»³¹². Як результат до інвесторів належать зовсім різні за характером і цілями діяльності суб'єкти – пересічні громадяни, інвестиційні фонди, страхові компанії тощо. Все це вимагає диверсифікованості правового регулювання їх правового статусу та різних правових підходів до змісту регулюючого впливу держави.

Нагадаємо, що чітко визначена видова система інвесторів в чинному законодавстві відсутня. Існують окремі нормативні акти, які встановлюють вимоги до різних осіб, що інвестують у цінні папери. Так, в другому реченні ч. 3 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» наводиться перелік інституційних інвесторів, але безпосереднє визначення цього терміна, його співвідношення з терміном «інвестори в цінні папери» відсутнє.

У юридичній науці інвестори розрізняються залежно від характеру їх діяльності як звичайні (роздрібні) та інституційних, які, в свою чергу, визначаються як організації фінансових посередників, що, на відміну від фізичних осіб, зобов'язані інвестувати залучені кошти в цінні папери (пенсійні фонди, страхові компанії, інвестиційні фонди тощо)³¹³. Більш широкий підхід

³¹² Редькин И.В. Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере рынка ценных бумаг. – М.: ФИД «Деловой экспресс», 2007. – С. 39.

³¹³ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Издательство «Экзамен», 2002. – С. 89.

можна зустріти в І.В. Редькіна та Я.М. Миркіна³¹⁴, які визначають три групи інвесторів: інституційні – суб'єкти підприємницької діяльності на фондовому ринку, що здійснюють інвестиції в цінні папери (інвестиційні фонди, страхові компанії, банки тощо); корпоративні – юридичні особи, що є суб'єктами звичайного підприємництва та виходять на ринок як інвестори для задоволення власних економічних інтересів; індивідуальні – громадяни, що не є підприємцями, а з точки зору задоволення їх інтересів на ринку розглядаються як споживачі.

У цілому погоджуючись із наведеними міркуваннями, вважаємо за необхідне запропонувати власну класифікацію. На нашу думку, сукупність інвесторів на ринку цінних паперів залежно від їх правового статусу та змісту діяльності має у своєму складі такі узагальнюючі ознаки класифікації:

1. Держава Україна в особі уповноважених органів, суб'єктів господарювання державної форми власності – основний інвестор в країні, що формує та є власником базових активів для господарюючих суб'єктів. Прикладами можуть бути такі системоутворюючі акціонерні компанії як ПубАТ «Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України», ПубАТ «Державна акціонерна компанія «Автомобільні дороги України» тощо. Так, Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України» була створена згідно з постановою Кабінету Міністрів України, а 100 відсотків акцій компанії знаходяться у власності держави в особі Мінпаливенерго³¹⁵. Проте, на нашу думку, в даному випадку має місце інвестування не на економічних засадах, а на юридичних, що фактично є формою акціонування державної власності, ніж здійсненням безпосередніх інвестицій держави.

2. Інституційні інвестори – суб'єкти, на яких нормативними актами покладено обов'язок частину активів інвестувати в певні цінні папери. Проте вони в свою чергу за своїм характером розподіляються на дві категорії:

³¹⁴ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 324.

³¹⁵ Про утворення Національної акціонерної компанії «Нафтогаз України»: постанова Кабінету Міністрів України від 25 травня 1998 р. № 747 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=747-98-%EF>.

а) інституційні професійні інвестори – для них інвестування власних і залучених коштів є єдиним (виключним) видом діяльності, здійснюваної на професійній основі. Цей вид інвестування є одним з різновидів професійної діяльності на ринку цінних паперів – діяльності з управління активами інституційних інвесторів, яку здійснюють компанії з управління активами (КУА). До суб'єктів інвестиційної діяльності на фондовому ринку відносяться інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди), а також створені відповідно до Указу Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії»³¹⁶ закриті інвестиційні фонди, закриті взаємні фонди інвестиційних компаній до закінчення строку їх діяльності;

б) інституційні непрофесійні інвестори – їх діяльність на фондовому ринку є підприємницькою, але не є виключною. Участь на ринку цінних паперів як інвесторів є лише засобом для реалізації іншої, основної діяльності – як підприємницької (страхові компанії), так і некомерційної (недержавні пенсійні фонди). Саме тому, на нашу думку, таких учасників варто виділити окремо, тим більше вимоги, що застосовує до них законодавець, специфіка їх правового статусу різна. Відповідно, визначений у ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» єдиний перелік інституційних інвесторів ми розрізняємо за формою їх участі на фондовому ринку – професійною та виключною чи факультативною та невиключною.

3. Індивідуальні інвестори також розподіляються нами на дві категорії:

а) корпоративні інвестори – нефінансові організації — юридичні особи, а також індивідуальні підприємці, для яких інвестування в цінні папери не зумовлено нормативним обов'язком і носить переважно випадковий характер. За своїм правовим статусом на фондовому ринку вони близькі до індивідуальних інвесторів – фізичних осіб, але, з огляду на те, що ці суб'єкти, як правило, є підприємцями, до них застосовуються відповідні норми

³¹⁶ Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії: Указ Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=55%2F94>.

господарського законодавства і, в свою чергу, не поширюється механізми захисту прав, передбачені для громадян;

б) фізичні особи, що не є суб'єктами підприємництва, для яких інвестування власних коштів також має лише опосередкований характер. Вони не є суб'єктами підприємницького ризику, але виступають носіями ризиків, пов'язаних з інвестиційною активністю на ринку цінних паперів. У зв'язку з цим держава повинна нормативно встановлювати для них особливу систему забезпечення їх інтересів, в тому числі компенсаційні процедури відшкодування збитків.

В узагальненому вигляді, на наше думку, запропоновану класифікацію можливо звести до розподілу інвесторів на первинних, до складу яких у широкому розумінні входять держава в особі уповноважених органів, та індивідуальні інвестори, а також вторинних – інституційних – професійних та непрофесійних інвесторів, які на ринку цінних паперів інвестують не стільки власні кошти, а, в першу чергу, залучені ресурси первинних інвесторів.

Визначені види інвесторів відрізняються цілями, правовим статусом, характером інвестиційної діяльності. Тому вважаємо, що наведені обставини вимагають внесення до законодавства доповнень у частині визначення розмежування основних видів інвесторів на фондовому ринку.

На основі запропонованого розподілу необхідно розглянути умови та особливості участі на ринку цінних паперів деяких категорій інвесторів. Але з огляду на обсяг та предмет дослідження, проаналізувати специфіку правового статусу всіх визначених видів інвесторів є неможливим, а тому обмежуємося дослідженням окремих питань регулювання правового статусу визначених нами інституційних професійних інвесторів – інститутів спільного інвестування.

В Україні інститути спільного інвестування існують у вигляді корпоративних або пайових інвестиційних фондів відповідно до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)». Хоча де-факто активного поширення вони набули на початку 1990-х р. під час проведення приватизації, що спонукала до появи

закриті інвестиційні фонди та закриті взаємні фонди інвестиційних компаній, які були створені у порядку, встановленому Указом Президента України «Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії». Завершення першого етапу приватизації, подальше перетворення економічних відносин у суспільстві, удосконалення законодавства відповідно до міжнародних вимог привело до формування сучасної системи інститутів спільного інвестування.

У соціально-економічному аспекті інститут спільного інвестування можна визначити як інвестиційний фонд, що представляє собою об'єднання ресурсів фізичних і юридичних осіб. Виходячи із цього, основне завдання інвестиційного фонду полягає в управлінні інвестиційним портфелем (тобто розробці та реалізації єдиної концепції інвестування), формування якого здійснюється за умови диверсифікації вкладень (тобто, розподілу накопиченого капіталу серед різних джерел інвестування).

Основні принципи регулювання для інститутів спільного інвестування (ICI) встановлені Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO) в своєму програмному документі «Цілі та принципи регулювання фондового ринку» в категорії F:

- регулятивна система повинна встановлювати стандарти діяльності й регулювання тих, хто має намір продавати інструменти ICI або управляє ними;
- регулятивна система повинна містити положення, що стосуються юридичної форми й структури ICI, а також питання виділення (відокремлення) і захисту активів клієнтів;
- регулятивна система повинна передбачати повне розкриття інформації емітентами інструментів колективного інвестування для того, щоб інвестор мав можливість оцінити доцільність участі в даному ICI та обсяг своєї частки в ньому;

– регулятивна система повинна гарантувати наявність ясного й чіткого методу оцінки чистої вартості активів, визначення ціни й погашення інструментів колективного інвестування³¹⁷.

З огляду на сформульовані принципи, доцільним є розглянути, якою мірою вони реалізовані в чинному законодавстві України.

Зазначимо, що застосування законодавцем терміна «інститут» щодо спільного інвестування дає змогу об'єднати під однією назвою та спільним правовим регулюванням різні організаційно-правові форми інвестиційної діяльності, адже корпоративні та пайові інвестиційні фонди мають схожу назву, але дотримуються різних принципів як організації, правового режиму активів, так і діяльності.

Основною характеристикою правового статусу корпоративного інвестиційного фонду (КІФ) є те, що він існує як відкрите (публічне) акціонерне товариство, юридична особа із виключним видом діяльності, що самостійно залучає компанію з управління активами (КУА) на підставі відповідного договору про управління активами. КІФ виступає самостійним суб'єктом правовідносин, а КУА надає йому послуги за плату. Відповідно і в ч. 5 ст. 11 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» зазначено, що «у відносинах з третіми особами компанія з управління активами повинна діяти від імені та в інтересах корпоративного інвестиційного фонду на підставі договору про управління активами»³¹⁸. Керівний орган КІФ – загальні збори акціонерів має обсяг повноважень, який збігається з визначеними Законом України «Про акціонерні товариства» повноваженнями загальних зборів акціонерів акціонерних товариств з урахуванням специфіки діяльності КІФ. Порівнюючи системи управління в КІФ та публічному акціонерному товаристві, варто зазначити, що базова відмінність між ними (окрім

³¹⁷ IOSCO (May 2003) «Objectives and Principles of Securities Regulation» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

³¹⁸ Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди): Закон України від 15 березня 2001 року № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21. – Ст. 103.

вищезазначеної виключної спеціалізації КІФ) – відсутність виконавчого органу в КІФ, роль якого виконує управитель активами – КУА, а відповідно, відносини КІФ з КУА регулюються не безпосередніми рішеннями загальних зборів акціонерів КІФ, а укладеним на їх основі договором з КУА, що надає останній більше можливостей для оперативного прийняття рішень у процесі діяльності. А тому, відсутність виконавчого органу в КІФ зумовлює той факт, що повноваження наглядової ради КІФ порівняно з повноваженнями наглядової ради акціонерного товариства значно вузьчі і зводяться до нагляду за діяльністю КУА.

Проте основною особливістю правового статусу пайового інвестиційного фонду (ПІФ) є те, що він існує лише як відокремлений комплекс активів КУА, створюється за її ініціативою та не має статусу юридичної особи. Таким чином, КУА при створенні ПІФ, на відміну від випадку з КІФ, є єдиною уповноваженою особою, яка визначає напрями провадження діяльності з управління активами – розроблює та затверджує регламент пайового інвестиційного фонду.

Придбання інвесторами інвестиційних сертифікатів ПІФ шляхом укладення з компанією з управління активами договору про приєднання до ПІФ надає їм обмежені можливості впливати на діяльність з управління активами порівняно з акціонерами КІФ. Учасники ПІФ мають право втручатися у діяльність КУА лише у випадках, прямо передбачених законом. Щодо органів управління, то учасники лише такого ПІФ, кошти спільного інвестування якого залучені шляхом приватного (закритого) розміщення інвестиційних сертифікатів, можуть утворювати наглядову раду для нагляду за виконанням інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів, проведенням аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду. Проте компетенція наглядової ради ПІФ навіть у випадку її створення дуже звужена. Законом встановлено окремі вимоги до створення компанією з управління активами пайових інвестиційних фондів, проте в будь-якому випадку відповідальною особою,

розпорядником активів є виключно КУА. Так, під час здійснення господарської діяльності з активами ПФ, укладаючи договори за рахунок його активів, КУА діє від свого імені, з обов'язковим зазначенням в таких договорах реквізитів такого пайового інвестиційного фонду. Нерухоме майно, що становить активи ПФ, реєструється в установленому порядку на ім'я КУА з обов'язковим зазначенням реквізитів такого ПФ. КУА є розпорядником цього нерухомого майна.

Загальні порівняльні характеристики правового статусу корпоративних та пайових інвестиційних фондів можна викласти у вигляді таблиці:

Таблиця 3.1.

Класифікація інститутів спільного інвестування.

Відмінності між КІФ та ПФ

<i>Корпоративний інвестиційний фонд</i>	<i>Пайовий інвестиційний фонд</i>
<i>Юридичний статус</i>	
юридична особа, публічне акціонерне товариство	окремо обліковуваний комплекс активів, не є юридичною особою
створюється за ініціативою засновників – акціонерів	створюється за ініціативою засновника – КУА
діє на підставі статуту та регламенту, що затверджуються засновниками	діє на підставі регламенту, що затверджується КУА
<i>Органи управління</i>	
загальні збори акціонерів КІФ, наглядова рада КІФ	КУА (може створюватися наглядова рада ПФ з обмеж. повноваженнями)
<i>Управління активами</i>	
здійснюється КУА на договірній основі	здійснюється засновником – КУА
КУА діє від імені КІФ	КУА діє від свого імені
<i>Цінні папери</i>	
прості іменні акції	інвестиційні сертифікати
емітент – КІФ	емітент – КУА
строк розміщення не обмежений	строк розміщення протягом 6 місяців з дати реєстрації випуску
дивіденди нараховуються та сплачуються	у відкр. та інтервал. ПФ дивіденди не нараховуються та не сплачуються
<i>Припинення</i>	
в порядку, передбаченому для АТ з урахуванням особливостей для КІФ	в порядку, передбаченому для ПФ

Спільні характеристики для КІФ та ПІФ

Тип ІСІ

відкритий	інтервальний	закритий
безстроковий		строковий

Вид ІСІ

тільки диверсифікований	диверсиф.	недиверсиф. венчурний
-------------------------	-----------	--------------------------

Розміщення цінних паперів

тільки відкрите	відкрите	приватне
строк розміщення не обмежений	строк – за проспектом емісії	

Обіг цінних паперів

обмежений (викуп тільки КУА)	вільний між інтервалами	вільний
---------------------------------	----------------------------	---------

Наведена порівняльна характеристика дає змогу визначити основні правові ознаки, що виділяють інвестиційні фонди серед інших учасників фондового ринку³¹⁹.

По-перше, особлива організаційна структура, що створюється з відокремленого комплексу активів, що сформований внесками фізичних і юридичних осіб та керуючої компанії, що здійснює безпосереднє управління та розпорядження активами з метою інвестування на ринку цінних паперів.

По-друге, для залучення коштів, активів зазначених суб'єктів інвестиційними фондами випускаються емісійні цінні папери – акції та інвестиційні сертифікати, які можливо визначити як пайові цінні папери інвестиційного характеру.

По-третє, інвестування є, у даному випадку, виключним видом підприємницької діяльності, яка здійснюється на професійній основі.

По-четверте, для ефективного колективного інвестування законодавством передбачений механізм розподілу функцій з акумулювання коштів, управління ними та їх зберігання. Безпосередньо управлінням і диверсифікацією активів займається КУА, функція зберігання цінних паперів ІСІ покладена на зберігача, який веде облік власників і угод із цінними паперами, емітентом

³¹⁹ *Полюхович В.І.* Особливості правового змісту інститутів спільного інвестування // *Юридична Україна.* – 2011. – № 8. – С. 73–76.

яких є КУА або КІФ. Останні здійснюють залучення коштів шляхом випуску паїв і акцій, розробкою інвестиційних декларацій, на основі яких укладаються договори з інвесторами, КУА, зберігачем.

По-п'яте, конкретний зміст діяльності інвестиційних фондів і вимог, що висуваються щодо них, залежать від типової та видової специфіки, тобто сутність інвестиційного фонду варто вивчати стосовно його окремого типу та виду;

По-шосте, враховуючи професійну природу діяльності інвестиційних фондів і здійснення інвестування через залучення коштів первинних інвесторів, результатом стає особлива система вимог. Таку систему вимог можна згрупувати на такими критеріями: організаційні; майнові; інформаційні; вимоги до складу й структури активів інвестиційних фондів, вимоги до осіб, що забезпечують їх діяльність.

У зв'язку із визначенням варто звернутися до міжнародного досвіду правового регулювання інституційного інвестування.

Так, в Європейському Союзі основними в цій сфері є Директива Ради ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. «Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних актів, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери, що підлягають обігу(ICI)», Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту № 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. «Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів і допуску їх до обігу на біржі» та Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. «Про ринки фінансових інструментів».

Відповідно до Директиви ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. категорію професійних інвесторів визначено як інститути спільного інвестування, що є особами, єдиною сферою діяльності яких є спільне інвестування у цінних паперах, що підлягають обігу та/або в інших ліквідних фінансових активах, які належать до коштів, позичених у громадян, що працюють згідно з принципом розподілу ризиків та сертифікати яких, на вимогу власників,

перепродані або викуплені, прямо або опосередковано, з активів цих інститутів. Такі інститути можуть бути засновані згідно із законодавством, або у відповідності до договірного права як спільні фонди, якими управляють керуючі компанії, або як пайові трасти, або згідно зі статутом як інвестиційні компанії³²⁰. Проте згідно з Директивою термін спільні фонди об'єднує також і пайові трасти (пайові довірчі товариства).

Інші директиви запровадили більш широкі за сферою охоплення інститути інвесторів за двома основними категоріями:

1. Інститут кваліфікованого інвестора для цінних паперів, що випускаються за спрощеною процедурою (Директива 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р.).

2. Інститут професійного клієнта для визначеного переліку фінансових інструментів європейського ринку цінних паперів і колективних інвестицій (Директива 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р.).

Як нами вже зазначалось, європейський законодавець досить широко визначає категорію «професійний клієнт». Аналогічний підхід застосовано до визначення кваліфікованих інвесторів, визнаних такими в силу законодавчого акта. Для двох сегментів правового регулювання фінансового ринку (випуску емісійних цінних паперів та обігу фінансових інструментів) визначені у цілому єдині підходи через вказівку на відкритий перелік компаній, що можуть розглядатися як професійні клієнти чи кваліфіковані інвестори відповідно. Загалом визначені групи збігаються за колом визначених осіб.

Головною особливістю європейських підходів є розподіл усіх кваліфікованих інвесторів (професійних клієнтів) на дві категорії:

1. Кваліфіковані інвестори за законом (*de jure*).
2. Кваліфіковані інвестори за визнанням (*de facto*).

³²⁰ *Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних актів, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери (ICI), що підлягають обігу: Директива Ради ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.*

Основна відмінність між визначеними категоріями полягає у можливості включення до числа кваліфікованих інвесторів осіб за умови відповідності двох з трьох визначених критеріїв: якщо така особа відповідає певним критеріям щодо величини обсягів угод та частоти їх проведення (10 угод) на ринках цінних паперів протягом одного року, а також обсяг портфеля цінних паперів становить більше 0,5 млн. євро. Для фізичних осіб умовою є також наявність досвіду більше одного року на професійній посаді, що вимагає знань з інвестування в цінні папери.

Доцільним також є звернення до досвіду регулювання в цій галузі таких країн на пострадянському просторі, як Російська Федерація та Казахстан.

Російський законодавець постійно заявляє про необхідність уніфікації правового регулювання статусу кваліфікованого інвестора згідно з європейськими аналогами. Хоча певне споріднення має місце, але наявні суттєві відмінності, що характерні для російського інституту кваліфікованого інвестора³²¹, які корисно враховувати під час здійснення відповідних заходів державного регулювання в Україні. Коротко зупинимось на основних.

Перше – це встановлення єдиного інституту інвестиційних фондів³²² для всього фінансового ринку, при цьому можливість розширити закритий перелік кваліфікованих інвесторів є лише тоді, коли вносяться зміни до чинного законодавства, а не через акти фінансового регулятора. У теперішній ситуації це оптимальне рішення, що дозволяє на нерозвинутому російському ринку почати апробацію світових стандартів регулювання ринку фінансових послуг, але не обтяжувати правову систему безліччю близьких інститутів, що розмиватиме сам зміст правового регулювання. Відповідно, також неможливо кваліфікувати в якості інвесторів таких важливих суб'єктів інвестиційного процесу, як іноземні банки, інвестиційні компанії та інші іноземні інвестиційні інститути, що є по суті заходом щодо захисту ринку.

³²¹ Жук Е. Кваліфікований інвестор у Євросоюзі, США і РФ // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 6. – С. 27–30.

³²² Об инвестиционных фондах: Федеральный Закон Российской Федерации от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.consultant.ru/popular>.

Друге – це відсутність нормативно закріплених конкретних кількісних показників за угодами, активами і обігом провідних інвестиційних фондів та досвіду роботи на фондовому ринку. Такий підхід також цілком логічний, оскільки делегування даної функції фінансовому регулятору дозволить останньому більш оперативно, ніж законодавцю, реагувати на поточний стан вітчизняного фондового ринку.

Аналогічний підхід реалізовано і в законодавстві Республіки Казахстан³²³.

Хоча межі нашого дослідження занадто вузькі для здійснення детального аналізу норм європейського законодавства та законодавства країн СНД з питань інвестування, вважаємо, що наведені приклади свідчать про необхідність встановлення меж розумної достатності при імплементації норм законодавства Євросоюзу, адже нерозвинутий фондовий ринок України потребує чіткого нормативного регулювання, а встановлення аморфних та надто широких меж регулювання знижує якість регулюючого впливу, дає змогу розвиватися негативним тенденціям тіньового характеру на ринку.

Ми вважаємо необхідним запровадження в Україні інституту кваліфікованого інвестора. Кваліфікованим інвестором повинен визнаватись інституційний інвестор, який відповідає визначеним критеріям щодо розміру статутного капіталу, досвіду роботи на ринку, величини обсягів угод та частоти їх проведення, має визначений розмір активів на звітну дату. Основне завдання запровадження інституту кваліфікованого інвестора – це створення цивілізованого ринку, на якому перебувають в обігу інвестиційно привабливі види фінансових інструментів, а інвестування здійснюється в найбільш ризиковані проекти (потенційно найбільш прибуткові) і доступно лише кваліфікованим інвесторам. Відповідно, у чинному законодавстві має бути встановлена окрема категорія цінних паперів, призначених тільки для кваліфікованих інвесторів. Це можуть бути особливо ризиковані (венчурні) інвестиції, цінні папери кредитних спілок, хедж-фондів, іноземних емітентів,

³²³ *Об инвестиционных фондах*: Закон Республики Казахстан от 7 июля 2004 г. № 576-2 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pavlodar.com/zakon>.

які не допущені до публічного розміщення або обігу в Україні, а також іноземні цінні папери тощо. В зв'язку з цим актуальним є запровадження подвійного лістингу, щоб кваліфіковані інвестори могли інвестувати як в акції українських компаній, які торгуються на іноземних фондових біржах, так і в такі інструменти як єврооблігації та євроакції. Щодо останніх актуальним є питання їх допуску на український фондовий ринок.

Водночас чіткі критерії щодо інститутів спільного інвестування, визначені Директивою ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р., в цілому реалізовано в Законі України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» (далі по тексту в межах Розділу 3 – Закон України «Про ІСІ»). Тому варто розглянути окремі положення чинного законодавства України, зокрема, вказаного Закону на предмет внесення змін для оптимізації державного регулювання в цій сфері. Основною тезою, з урахуванням якої здійснюватимемо розгляд, вважаємо те, що інституційне інвестування має реалізовуватись для досягнення двох основних цілей: забезпечення гарантій та прибутків для інвесторів та сприяння розвитку економіки країни в цілому та фондового ринку зокрема.

Одним із основних засобів зниження системного ризику під час здійснення інвестування є застосування диверсифікації при формуванні інвестиційного портфеля. Сучасна портфельна теорія говорить: складання портфеля цінних паперів різних національних емітентів усуває несистематичний ризик, однак не в змозі ліквідувати систематичний ризик, пов'язаний з функціонуванням економіки в цілому. Систематичний ризик може бути мінімізований шляхом інтернаціоналізації портфеля – включення до нього цінних паперів іноземних емітентів³²⁴. Однак поки ступінь диверсифікованості активів інституціональних інвесторів далека від оптимальної. Частка іноземних паперів в активах інституціональних інвесторів значно менше частки іноземних ринків у світовій капіталізації. Це

³²⁴ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Издательство «Экзамен», 2002. – С. 105.

пов'язано з нормативно встановленою структурою активів інституційних інвесторів, що носить яскраво визначений національний характер. Саме залежність від національного ринку стала причиною різкого зростання активів ІСІ в 2006–2007 рр., а потім настільки ж різкого падіння в 2009–2010 рр.. Таких різких коливань не було на іноземних фондових ринках. В зв'язку з цим, на нашу думку, доцільним є підвищення визначених в ст. 4 Закону України «Про ІСІ» розмірів пакетів цінних паперів іноземних емітентів до 50 відсотків загальної вартості активів диверсифікованих ІСІ з правом останніх самостійно визначати їх структуру, а саме співвідношення між пакетами цінних паперів, доходи за якими гарантовано урядами іноземних держав та пакетами акцій та облігацій іноземних емітентів, які допущені до торгів на організованих фондових ринках іноземних держав та пройшли лістинг на одній з таких фондових бірж, як Нью-Йоркська, Лондонська, Токійська, Франкфуртська, Euronext, NASDAQ. Адже державні іноземні цінні папери є стабільним засобом зберігання заощаджень з низьким рівнем доходності, але високими гарантіями на протипагу акціям та облігаціям емітентів – юридичних осіб. Нам можуть заперечити, що підвищення розмірів пакетів цінних паперів іноземних емітентів в структурі активів ІСІ має наслідком фінансування іноземних економік на протипагу вітчизняній. Частково це так, але об'єктивно інвестування має вирішувати декілька завдань одночасно, і одним із них є захист інтересів інвестора, гарантування прибутку від інвестицій. Саме тому встановлення 50-ти відсоткової межі, на нашу думку, є розумним балансом між інтересами інвестора та завданнями щодо розвитку вітчизняної економіки.

Одночасно для розвитку ринку цінних паперів в Україні на протипагу ринку кредитних інструментів доцільним є зниження обсягів активів диверсифікованих ІСІ у грошових коштах, які вони можуть тримати на банківських депозитних рахунках, в ощадних (депозитних) сертифікатах та банківських металах з 50 до 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ (ч. 19 ст. 4 Закону України «Про ІСІ»). Адже при інвестуванні в депозити банків, що

є повністю пасивною моделлю діяльності КУА, інвестором в економіку країни виступає банк, кредитна форма інвестування набуває подальшого розвитку, а фондовий ринок реально стагнує. Більше того, нараховування відсотків за депозитами є найнижчим рівнем прибутковості інвестицій.

Також вважаємо можливим зменшення норм відсотків щодо інвестування диверсифікованими ІСІ в державні цінні папери та цінні папери органів місцевого самоврядування. На сьогодні вони становлять відповідно 50 та 40 відсотків загальної вартості активів таких ІСІ. В чому полягає суть нашої пропозиції? Як і в усьому світі випуск, в Україні державних цінних паперів та цінних паперів органів місцевого самоврядування слугує, перш за все, для фінансування дефіциту бюджету, пов'язаного, як правило, не з необхідністю інвестування в розвиток економіки, а для «латання» бюджетних дірок, пов'язаних з соціальними та іншими виплатами неекономічного характеру. Залучення додаткових коштів до бюджету таким шляхом, як правило, не спонукає державу до реформування неприбуткових галузей, відмови від популістських заходів тощо. Іншими словами, в більшості випадків такий вид інвестування не має своєю кінцевою метою створення додаткової вартості, розвитку виробництв, а тому і економіки в цілому, що консервує її стан на майбутнє. І хоча для розвитку фондового ринку такі цінні папери відіграють позитивну роль (зростання оборотів обігу, капіталізації інвестиційних портфелів тощо), загалом для країни вони повинні використовуватись як тимчасовий, факультативний засіб фінансування потреб бюджету. Можливо, наше твердження дещо категоричне, але, безумовно, воно має сенс. Ми вважаємо, що основним напрямом інвестування для ІСІ мають бути акції та облігації господарюючих суб'єктів, які своєю діяльністю з використанням залучених коштів розширювали б виробництва та створювали б нові робочі місця. Саме тому для реалізації такої фундаментальної мети вважаємо необхідним коригувати структуру інвестиційного портфеля диверсифікованих ІСІ. Тому, на нашу думку, доцільним є зниження визначених в ст. 4 Закону України «Про ІСІ» розмірів пакетів державних цінних паперів та цінних

паперів органів місцевого самоврядування відповідно до 20 та 10 відсотків загальної вартості активів диверсифікованих ІСІ.

Також маємо певні зауваження щодо змісту ч. 17 ст. 4 та відповідно ч. 3 ст. 34 Закону України «Про ІСІ», де серед вимог, що висуваються до диверсифікованого ІСІ, є положення про те, що «не менш як 80 відсотків загальної вартості активів ІСІ становлять ... цінні папери, що допущені до торгів на фондовій біржі», а також «вартість цінних паперів, що не допущені до торгів на фондовій біржі та які не отримали рейтингову оцінку ... не може становити більш як 20 відсотків загальної вартості активів диверсифікованого ІСІ». Вважаємо, що для розвитку фондового ринку доцільним було б запровадження норми, що передбачала б заборону інвестування диверсифікованими ІСІ у цінні папери, що не мають лістингу на одній з українських фондових бірж. До того ж, аналогічні норми містять документи Євросоюзу: ст. 19 (а) Директиви ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. передбачає, що «інвестиції пайового трасту або інвестиційної компанії повинні складатись виключно з: цінних паперів, що підлягають обігу та інструменти грошового ринку визначені для використання на організованому ринку...». Закріплення аналогічних норм буде одним із додаткових заходів захисту інтересів акціонерів як з причини прозорого формування ціни цінних паперів на біржі, так і загалом більш високого рівня рейтингу публічних акціонерних товариств. Також це буде ще одним заходом для пожвавлення ринку цінних паперів та спонукання господарюючих суб'єктів до акціонування та перетворення на публічні акціонерні товариства. Водночас можливим є збереження положень про стовідсоткове формування активів за рахунок «нелістингових» цінних паперів венчурними фондами, що надають можливість для здійснення найбільш ризикових інвестицій.

Потребує уточнення, на нашу думку, положення ч. 1 ст. 47 Закону України «Про ІСІ» про вільний обіг на фондовому ринку цінних паперів ІСІ закритого типу. При цьому не виділяється інших ознак таких ІСІ, тобто, чи є вони венчурними тощо. За кордоном, як правило, не допускається обіг на фондових

біржах цінних паперів інвестиційних фондів ризикового інвестування (ст. 21 Закону Республіки Казахстан «Про інвестиційні фонди»). Тут є певна логіка – якщо венчурний фонд володіє здебільшого цінними паперами, які не допущені до торгів на фондовій біржі, то чому його цінні папери мають перебувати у вільному обігу, що фактично породжує додаткові непрогнозовані системні ризики для покупців на біржі з огляду на непрозоре формування ціни такого активу. Вважаємо, що можливість для обігу цінних паперів закритих ІСІ, а саме венчурних фондів, повинна бути пов'язана зі складом і структурою їх активів, де значна частка ризикових, «нелістингових» цінних паперів повинна стати перепорою для вільного обігу таких активів на фондовому ринку.

Декілька слів варто сказати про систему управління ІСІ, зокрема пайовим інвестиційним фондом. Законом встановлено, що прерогатива не тільки управління, а й створення ПФ, на відміну від КІФ, перебуває в компетенції КУА. Зрозуміло, що КУА має визначальний вплив на всі управлінські рішення і приймає їх, як правило, без урахування думки учасників – власників інвестиційних сертифікатів. Проте в ст. 25 Закону України «Про ІСІ» передбачено можливість (але не обов'язковість) створення наглядової ради для нагляду за:

- виконанням інвестиційної декларації;
- зберіганням активів фонду;
- веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів;
- проведенням аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду.

Визначені п'ять ґрунтовних функцій наглядової ради повинні бути підтвердженні її відповідними повноваженнями в Законі. Проте там же визначено, що до компетенції наглядової ради пайового інвестиційного фонду належить лише:

- обрання голови наглядової ради;
- затвердження рішення про розірвання договорів зі зберігачем, реєстратором, аудитором (аудиторською фірмою) та незалежним оцінювачем майна;

– затвердження змін до регламенту фонду.

Як бачимо, має місце очевидна невідповідність визначених функцій обсягу повноваження суб'єкта управління, що прямо протирічить загальнотеоретичним принципам управління та співвідношення структурно-функціональних характеристик в діяльності управлінської структури³²⁵. Вважаємо, що визначений перелік функцій наглядової ради ПФ повинен мати відповідний обсяг повноважень, а саме наглядова рада має бути наділена повноваженнями ініціювання проведення аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду, ініціювання внесення змін до регламенту фонду, погодження рішення про укладення договорів зі зберігачем, реєстратором, аудитором (аудиторською фірмою) та незалежним оцінювачем майна, ознайомлення в будь-який час зі станом виконання інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів. Також наглядова рада повинна мати повноваження на звернення до НКЦПФР з ініціативою про розгляд питання про заміну КУА у встановленому Комісією порядку. В якості додаткового засобу зберігання активів фонду доцільним є закріплення повноваження наглядової ради на погодження здійснення КУА значних правочинів (наприклад, в розмірі 10 відсотків вартості активів фонду). Таке повноваження є актуальним як для ПФ, так і для КІФ. Особливим, на нашу думку, актуальним є реалізація визначених повноважень у закритих інвестиційних фондах, адже викуп інвестиційних сертифікатів тут передбачається в кінці строку існування, а тому учасники повинні мати хоча б мінімальні можливості для контролю та моніторингу використання їх коштів. Наприклад, в законодавстві Республіки Казахстан передбачено існування такого органу управління, як загальні збори держателів паїв закритого інвестиційного фонду з широкими повноваженнями, що перебувають у їх виключній компетенції (ст. 30 Закону Республіки Казахстан «Про інвестиційні фонди»). Тому вважаємо, що

³²⁵ *Аверьянов В.Б.* Аппарат государственного управления: содержание деятельности и организационные структуры. – К.: Наук. думка, 1990. – С. 35.

створення наглядової ради ПФ має бути встановлено в Законі як обов'язкове, а не факультативне. Одночасно надання в межах ст. 25 Закону України «Про ІСІ» наглядовій раді ПФ запропонованого обсягу реальних повноважень із контролю за діяльністю КУА буде ще одним засобом захисту прав інвесторів.

Окремо визначимо наше сприйняття особливостей розподілу коштів, отриманих від реалізації активів корпоративного та пайового інвестиційних фондів при їх ліквідації. За правилами, встановленими ст. 21 та 28 Закону України «Про ІСІ» визначений порядок задоволення існуючих у фонду вимог, який за встановленими чергами в цілому збігається і полягає у такому:

- перша черга – акціонери КІФ пропорційно належною їм кількістю акцій, учасники ПФ, що подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів до моменту прийняття рішення про ліквідацію ПФ;

- друга черга – внесення обов'язкових платежів до Державного бюджету;

- третя черга – здійснення виплат кредиторам відповідно КІФ та КУА.

Для пайового інвестиційного фонду також передбачено четверту чергу, згідно з якою здійснюються виплати іншим учасникам ПФ, а саме тим, які подали заявки на викуп інвестиційних сертифікатів після моменту прийняття рішення про ліквідацію ПФ (на нашу думку, це чисто гіпотетична категорія учасників ПФ).

Враховуючи, що вартість цінного паперу ІСІ (акції або інвестсертифікату) визначається як результат ділення загальної вартості чистих активів ІСІ на кількість цінних паперів ІСІ, що перебувають в обігу на дату проведення розрахунку (ч. 1 ст. 36 Закону України «Про ІСІ»), а розподіл грошових коштів здійснюється після повного задоволення вимог попередньої черги (ч. 4 ст. 28 Закону України «Про ІСІ»), логічним є розподілення всіх активів між учасниками без остачі, а тому, відповідно, не тільки державний бюджет і кредитори залишаться незадоволеними, а й КУА та рядові працівники фондів не отримають належних виплат, про що взагалі в у визначених статтях Закону України «Про ІСІ» відсутні застереження. Встановлені черги виплат, на нашу думку, не тільки є дискримінаційними відносно до визначених працівників

КУА та фондів, а й протирічать усталеній законодавчій традиції та практиці в аналогічних випадках. Для прикладу можливим є ознайомлення з метою застосування правил, унормованих в ст. 89 Закону України «Про акціонерні товариства» та ст. 31 Закону України «Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом»³²⁶. З урахуванням зазначеного пропонуємо в ст. 21 та 28 Закону України «Про ІСІ» встановити таку черговість розподілу грошових коштів, отриманих від реалізації активів корпоративного та пайового інвестиційних фондів при їх ліквідації:

- у першу чергу – вимоги кредиторів, забезпечені заставою;
- у другу чергу – вимоги працівників КУА/КІФ, пов'язані з трудовими відносинами;
- у третю чергу – вимоги щодо податків, зборів (обов'язкових платежів);
- у четверту чергу – виплати інших кредиторів;
- у п'яту чергу – розподіл залишку активів між акціонерами КІФ пропорційно належної їм кількості акцій, учасниками ПФ пропорційно вартості належних їм інвестиційних сертифікатів.

При цьому можливі акціонери КІФ, учасники ПФ не позбавлені права в судовому порядку добиватися від КУА виплат компенсації при наявності фінансових збитків.

Досліджуючи інституційне інвестування, зупинимося також на такій формі як траст, що використовується в інвестуванні в країнах англосаксонської системи права та часто дискутується щодо застосування в Україні. Чинне законодавство України передбачає існування особливого виду права власності – права довірчої власності, яке виникає на підставі норми закону або договору управління майном (ч. 2 ст. 316 ЦК України). Інститут довірчої власності передбачає ситуацію, так би мовити, розщеплення права власності: одна частина повноважень (управління, розпорядження активами) належить довірчому власнику, а інша (отримання доходу) – установнику управління або встановленому ним вигодонабувачу.

³²⁶ Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом: Закон України від 14 травня 1992 р. № 2343-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 31. – Ст. 440.

Довірчий власник виступає в господарському обороті як справжній власник і може відчужувати активи, що перебувають у довірчій власності. Сутність трасту полягає у добросовісній, кваліфікованій діяльності довірчого власника, спрямованій на забезпечення отримання найбільшої вигоди бенефіціарієм³²⁷.

Континентальна система права традиційно не дозволяє праву власності розщеплюватися, оскільки її основним постулатом є неможливість існування двох власників на одне й те саме майно. Право власності континентальної системи права розщеплювати не можна – воно або втрачається власником, або повністю залишається з ним³²⁸. Проте запозичення інституту трасту, його впровадження в цивільне законодавство та господарський обіг є корисним, оскільки за допомогою трасту на сучасному світовому фондовому ринку вирішуються питання управління цінними паперами. А встановлена в ст. 1040 ЦК України заборона стягнення на майно, передане в управління, за вимогою кредитора установника управління, окрім випадку визнання установника управління банкрутом або звернення стягнення на майно як предмет застави, є дієвим засобом захисту майнових прав власника цінних паперів, адже норми гл. 70 ЦК України є загальними і застосовуються, коли здійснюється правове регулювання відносин, предметом яких є цінні папери.

Фактично використання інституту трасту на фондовому ринку передбачалось чинним законодавством та використовувалось в господарському обороті ще й до запровадження норм гл. 70 ЦК України в 2003 р.. Це є один з видів професійної діяльності – діяльність з управління цінними паперами, що здійснюється торговцем цінними паперами від свого імені на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах третіх осіб (п. 4 ч. 1 ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»).

³²⁷ *Гражданское право*: в 2 т. / отв. ред. проф. Е.А. Суханов. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Волтерс Клувер, 2004-2005. – т. 1. – С. 499.

³²⁸ *Северюкова И.Ф.* Вещные права и доверительная собственность в гражданском законодательстве Украины // *Право собственности в Украине*. – К., 1996. – С. 149.

Щодо можливого існування трастових інвестиційних фондів в Україні, то інколи їх ототожнюють з пайовими інвестиційними фондами, що, на нашу думку, є юридично некоректним. Адже до ПФ інвестор не надає в управління майнові активи, цінні папери, а придбаває інвестиційний сертифікат і по суті надає до фонду грошові кошти, що не може бути предметом договору управління (п. 2 ст. 1030 ЦК України). Викуп інвестиційних сертифікатів також можливий виключно грошовими коштами (ч. 3 ст. 42 Закону України «Про ІСІ»), що виключає надання цінних паперів як внесок для наступного управління. Придбання інвестором інвестиційного сертифіката ПФ здійснюється шляхом укладення з КУА договору про приєднання до ПФ, а не договору управління (ч. 4 ст. 25 Закону України «Про ІСІ»). КУА фактично першочергово здійснює управління грошовими коштами, інвестуючи їх в активи. Наведене свідчить про юридичну складність, неможливість застосування передбачених гл. 70 ЦК України преференцій установника управління для інвесторів ПФ. Більше рис довірчого управління мають відносини між КУА та КІФ. Але також, хоча за децю іншими правовими підставами, не можливо розглядати договір між КІФ та КУА про управління активами КІФ в якості договору довірчого управління, в розумінні гл. 70 ЦК України. Так, КУА здійснює управління активами КІФ не від свого імені як управитель, а від імені КІФ (ч. 5 ст. 11 Закону України «Про ІСІ»). Також в якості основних активів, що передаються від КІФ до КУА, крім передбачених в ст. 10 Закону України «Про ІСІ» складових статутного фонду, є грошові кошти, отримані від розміщення акцій КІФ, що також не відповідає вимогам щодо довірчого управління (ч. 2 ст. 1030 ЦК України). Таким чином, визначені відмінності свідчать про неможливість ототожнювання інститутів спільного інвестування з трастами, а відповідно і беззастережного застосування до їх правового регулювання норм гл. 70 ЦК України³²⁹.

³²⁹ *Полюхович В.І.* Окремі аспекти правового регулювання діяльності інститутів спільного інвестування на фондовому ринку України // Вісник Донецького національного університету, Серія В: Економіка і право. – Донецьк. – 2011. – № 2. – С. 285–288.

Розглянуті нами питання та наведені пропозиції щодо оптимізації правового регулювання діяльності ІСІ охоплюють лише незначну частину правовідносин, пов'язаних з інституційним інвестуванням. Окремою частиною характеристики інвестиційного процесу є розгляд правового статусу компаній з управління активами та зберігачів, що буде нами здійснено в підрозділі, присвяченому дослідженню діяльності професійних учасників фондового ринку.

3.4. Функціонування інституту професійних учасників

Ключовими суб'єктами, що забезпечують функціонування фондового ринку, виступають професійні учасники. Якщо для емітентів та інвесторів участь у відносинах, що складають ринок цінних паперів, являє собою лише один з напрямків їх економічної активності, то професійна діяльність на ринку є постійною, системною і, як правило, виключною для учасника.

Функціонування інституту професійних учасників зумовлюється не тільки публічними інтересами (упорядкування обороту цінних паперів, сприяння інвестиційним процесам в економіці, захист публічних інтересів й економіки в цілому від невпорядкованого впливу приватних інтересів), а й приватними інтересами клієнтів професійних учасників. Адже професійні учасники своєю діяльністю забезпечують реалізацію та захист прав та інтересів клієнтів, від яких вони одержують винагороду за свої послуги та перед якими несуть відповідальність. Відповідно, можна зазначити, що роль професійних учасників на ринку цінних паперів обумовлена об'єктивними потребами суспільства і одночасно покликана задовольняти приватноправові інтереси. За таких умов така діяльність виступає юридичною гарантією паритету інтересів на фондовому ринку в конструкції держава-бізнес-громадяни.

Схожі чинники визначають і спеціальне регулювання професійної діяльності на ринку цінних паперів. Тут сама термінологія зумовлює

необхідність застосування до них більш серйозних, специфічних та професійних вимог, ніж до звичайних підприємців. Зокрема, професійні учасники мають відповідати критеріям фінансової стійкості, дотримуватись правил щодо здійснення угод на ринку цінних паперів, розкриття інформації, а їх керівники й фахівці мають відповідати особливим кваліфікаційним вимогам, а сама діяльність має виключний характер (окрім банківської діяльності).

Характеристику правового регулювання професійної діяльності розпочнемо, перш за все, з виокремлення системи ознак самої професійної діяльності на фондовому ринку. Зазначимо, що в юридичній літературі та дослідженнях вже здійснювались спроби виокремлення класифікаційних ознак професійної діяльності. Мали місце як класифікації ознак професійної діяльності на фондовому ринку, так і дискусії з приводу співвідношення професійної та підприємницької діяльності на ньому³³⁰. Не перераховуючи всі існуючі точки зору з цієї проблематики, визначимо власну позицію.

Передусім зазначимо, що на професійну діяльність на фондовому ринку поширюються загальні правила та ознаки здійснення підприємницької діяльності. Це визначення виду господарської діяльності, господарська та майнова самостійність, систематичний та ризиковий характер діяльності, мета в якості отримання прибутку та економічного соціального ефекту, легітимація діяльності шляхом реєстрації та видачі ліцензії. Хоча питання реєстрації та видачі ліцензії містять специфічні вимоги, характерні для професійних учасників фондового ринку, в цілому самі інститути реєстрації та ліцензування є загальнопоширеними та застосовуються для суб'єктів підприємницької діяльності в багатьох галузях економіки.

³³⁰ Ровинський Ю.О. Організаційно-правове регулювання діяльності учасників фондового ринку України: дис... канд. наук з держ. управління: 25.00.02 / Одеський регіональний ін-т держ. управління Національної академії держ. управління при Президентові України. — О., 2005. — 177 с.; Хоменко Е.Г. Правовые проблемы осуществления кредитными организациями профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: дис ... к.ю.н.: 12.00.03. / М., 2004. — 201 с.

На нашу думку, основними ознаками, що вирізняють професійну діяльність на фондовому ринку серед інших видів підприємницької діяльності, є:

- професіоналізм;
- виключний характер діяльності;
- встановлення обмеженого переліку видів³³¹.

Стосовно ринку цінних паперів *професіоналізм* діяльності проявляється в необхідності здійснення її спеціальними суб'єктами (тільки юридичними особами) з використанням спеціальних навичок і знань про фондовий ринок, що визначається специфікою як самого ринку цінних паперів, так і особливостями діяльності професійних учасників на ньому, що закріплюється ліцензійними умовами. Підтвердженням професіоналізму є пред'явлення обов'язкової вимоги у вигляді відповідної освіти та особливого рівня знань у керівників та персоналу професійних учасників ринку цінних паперів, для забезпечення чого слугує інститут сертифікації фахівців. Крім того, професіоналізм діяльності на ринку цінних паперів виявляється також у: пред'явленні до її реалізації системи вимог, передбачених у законодавстві щодо ринку цінних паперів; підконтрольності та спеціальному регулюванні такої діяльності з боку державних та інших уповноважених органів – саморегулювних організацій професійних учасників.

Виключний характер професійної діяльності визначається неможливістю її поєднання з іншими видами діяльності за винятком випадків, прямо передбачених законом. Виключний характер опосередковано стимулює і розвиток професіоналізму професійних учасників, не дозволяє їм диверсифікувати господарську діяльність, спрямовує та консолідує їх активність у певній сфері господарських відносин. Тому держава встановлює для професійних учасників спеціальну, цільову правосуб'єктність, реалізація

³³¹ *Полюхович В.І.* Теоретичні засади дослідження професійної діяльності на фондовому ринку України // Форум права. – 2011. – № 3. – С. 618–621 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbu.gov.ua/e-journals/FP/2011-3/11pvifru.pdf>.

якої приносить користь не тільки їм самим, а й іншим суб'єктам ринку цінних паперів, у тому числі державі.

Встановлення в законі *вичерпного переліку видів професійної діяльності* на фондовому ринку виступає комплексним критерієм з огляду на формальні і змістовні ознаки діяльності. З одного боку, визначення в законі закритого переліку видів професійної діяльності, що виключає визнання в якості такої будь-яких інших дій суб'єктів на ринку цінних паперів, є формальною вимогою держави, що застосовується до специфіки її здійснення з такою ж метою, що і застосування ліцензування та сертифікації. З іншого боку, це стосується змісту діяльності професійних учасників, тому що встановлюються вичерпні варіанти їх поведінки на ринку цінних паперів і правових зв'язків з іншими суб'єктами. Більш докладно про види професійної діяльності буде говоритися нижче, але вже тут слід зазначити, що відбиття в законі саме вичерпного переліку її форм є також однією із ключових засад правового регулювання діяльності професійних учасників на фондовому ринку.

Щодо співвідношення професійної та підприємницької діяльності на фондовому ринку маємо зазначити таке. Чинне законодавство передбачає, що професійна діяльність на фондовому ринку здійснюється юридичними особами у формі господарських товариств, які є підприємницьким товариствами відповідно до глави 8 ЦК України. Відповідно, маємо достатні підстави для твердження, що професійна діяльність на фондовому ринку України є підприємницькою. Проте як суто підприємницька діяльність в окремих випадках вона має певні обмеження. Так, фондова біржа може утворюватись у формі господарського товариства – акціонерного або товариства з обмеженою відповідальністю, але її прибуток спрямовується виключно на розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками).

Визначення професійної діяльності на фондовому ринку наведено в п. 1 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та полягає фактично в переліку видів діяльності. Ми з урахуванням наведеного

пропонуємо визначення професійної діяльності на фондовому ринку та, відповідно, таку редакцію п. 1 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»:

«Професійна діяльність на фондовому ринку – підприємницька діяльність спеціалізованих юридичних осіб та банків з надання послуг з розміщення та обігу цінних паперів і похідних (деривативів), обліку прав та здійснення розрахунків за ними, управління активами, що має виключний характер та здійснюється на підставі ліцензії у порядку, встановленому законодавством».

Перелік видів професійної діяльності на фондовому ринку України визначений в п. 2 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок», містить:

- діяльність з торгівлі цінними паперами;
- діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- депозитарну діяльність;
- діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку;
- клірингову діяльність.

У підрозділі дослідження, присвяченому процесам саморегулювання на фондовому ринку, вже зазначалось про певну нечіткість у визначенні видів діяльності на фондовому ринку, що вважається професійною, адже відповідно до вимог ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів» ліцензуванню підлягають 11 видів діяльності. До того ж, і діяльність рейтингових агентств є де-факто професійною і здійснюється, хоча й без отримання ліцензії, але за умови включення до Державного реєстру уповноважених рейтингових агентств та отримання відповідного Свідоцтва від НКЦПФР, що є по суті також дозвільною формою здійснення діяльності.

Проте, на нашу думку, запропонована законодавцем структурованість системи професійної діяльності на фондовому ринку, 5 видів якої включають визначені 11 складових, є доцільною з позиції адміністрування та спорідненості таких складових в межах окремого виду професійної діяльності. Проте, зважаючи на необхідність чіткого правового регулювання, варто закріпити за складовими

виду професійної діяльності термін-конструкцію «підвид професійної діяльності». Наприклад, брокерська діяльність є підвидом професійної діяльності з торгівлі цінними паперами.

Складовою дослідження професійної діяльності є здійснення класифікації її видів. Традиційно їх систематизація здійснюється залежно від функцій, виконуваних професійними учасниками.

Так, А.А. Каширін, Я.М. Міркін поділяють види професійної діяльності на ринку цінних паперів на фінансове посередництво та організаційно-технічне обслуговування (інфраструктура)³³². При цьому на відміну від попередніх авторів, діяльність з організації торгівлі, на думку Я.М. Міркіна, є складовою фінансового посередництва³³³.

Л.В. Панова серед існуючих видів професійної діяльності на фондовому ринку виділяє: а) посередницькі види діяльності, включаючи до їхнього числа торгівлю та управління цінними паперами; б) діяльність спрямована на обслуговування ринку цінних паперів, розділяючи її на два підвиди – такі, що забезпечують укладення угод (організація торгівлі) та ті, що забезпечують їх виконання (у цю групу відносять депозитарну, клірингову та реєстраційну діяльність)³³⁴.

А.В. Попова за характером професійної діяльності, яку здійснюють професійні учасники ринку цінних паперів, пропонує поділяти їх на фінансових посередників, прямих учасників Національної депозитарної системи, організаторів торгівлі цінними паперами³³⁵.

³³² Каширін А.А. Правовые проблемы регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: дис ... канд. юрид. наук: 12.00.03. // М., 2003. – С. 28–30.

³³³ Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – С. 348.

³³⁴ Панова Л.В. Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг в Украине: дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 // Национальная Академия Украины им. Ярослава Мудрого. – Х. - 2002. – С. 65.

³³⁵ Попова А.В. Правове становище професійних учасників ринку цінних паперів в Україні: дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. — К., 2006. – С. 34.

О.В. Кологойда розглядає професійних учасників фондового ринку як фінансових посередників, учасників депозитарної системи, фондові біржі³³⁶.

А.В. Семенов взагалі називає шість форм діяльності: інвестиційну діяльність; посередницьку діяльність; діяльність, що забезпечує виконання угод з цінними паперами та їх зберігання; діяльність із забезпечення обліку та фіксації прав власності (ведення реєстру); діяльність з організації торгівлі; діяльність, що сприяє суб'єктам ринку якісно виконувати їх функції (консультування, випуск бланків цінних паперів)³³⁷.

На нашу думку, кожен із запропонованих підходів, класифікацій видів професійної діяльності може застосовуватись як інструмент наукового дослідження. Проте вважаємо, що найбільш оптимальним та таким, що дає можливість уникнути зайвого ускладнення щодо предмета дослідження, є розподіл сукупності існуючих видів професійної діяльності на сферу діяльності інфраструктурних учасників фондового ринку, що включає діяльність з організації торгівлі, депозитарну діяльність, клірингову діяльність та сферу діяльності інвестиційних посередників, складовою якої є діяльність з торгівлі цінними паперами та діяльність з управління активами. Така класифікація зумовлена, на нашу думку, основним функціональним розподілом професійних учасників на тих, які здійснюють активні операції з цінними паперами і є безпосередніми сторонами за угодами, предметом яких є перехід права власності на активи на фондовому ринку, та на таких, що здійснюють організаційне, технічне та інші види забезпечення здійснення таких операцій, реалізацію укладених угод, фіксацію прав власності. Згідно із запропонованою класифікацією ми будемо розглядати особливості правового регулювання професійної діяльності на фондовому ринку.

³³⁶ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України. – К.: Юрінком Інтер, 2008. – С. 4.

³³⁷ Семенов А.В. Правовой статус участников рынка ценных бумаг: проблемы регулирования: дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. // М. – 2005. – С. 172.

3.4.1. Забезпечення процесів на фондовому ринку – суть господарської діяльності інфраструктурних учасників

Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) в її програмному документі «Цілі та принципи регулювання фондового ринку»³³⁸ визначила базові принципи регулювання діяльності інфраструктурних учасників як складової частини державного регулювання фондового ринку:

- створення торговельних систем, включаючи фондові біржі, не може носити нерегульований характер;
- система регулювання передбачає постійний нагляд над біржами й іншими торговельними системами для того, щоб забезпечити чесні правила гри з дотриманням балансу інтересів всіх учасників ринку;
- регулювання сприяє прозорості торгівлі, а система регулювання побудована таким чином, щоб вчасно виявляти й перешкоджати маніпулюванню на ринку та іншим нечесним методам торгівлі;
- системи клірингу і розрахунків перебувають під контролем регулятивних органів, забезпечуючи ефективну роботу та зменшення системного ризику.

Діяльність з організації торгівлі традиційно займає центральне місце на фондовому ринку. Динамічним центром в інфраструктурі фондового ринку історично є фондова біржа. Фондові біржі відіграють для ринку цінних паперів винятково важливу системоутворюючу функцію, концентруючи навколо себе певною мірою всі види організацій, що здійснюють професійну діяльність на фондовому ринку. Фондові біржі є тим місцем, де:

- зустрічаються інтереси інвесторів та емітентів, представлені у формі заявок на купівлю-продаж цінних паперів;
- інтереси фіксуються шляхом укладення угод у торговельній системі;

³³⁸ IOSCO (May 2003) «Objectives and Principles of Securities Regulation» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

– інтереси реалізуються шляхом визначення (клірингові центри) і виконання (банки та депозитарії) взаємних зобов'язань контрагентів угоди з наступною фіксацією права власності на цінні папери³³⁹.

Для розуміння системоутворюючої ролі бірж на фондовому ринку важливим є визначення поняття біржової справи. З концептуальних позицій біржова справа — це сукупність юридичних, фінансових та організаційних (організаційно-технічних) заходів, що забезпечують перехід прав власності на активи шляхом надання можливості укладення угод купівлі-продажу цінних паперів за умов гарантії виконання угод за ринковими цінами, що склалися в результаті відповідності попиту пропозиції.

Як структурне утворення біржова справа є сукупністю всіх учасників фондового ринку, адже якщо історично фондова біржа була безпосередньо ринком цінних паперів, так і зараз окрема фондова біржа залишається таким ринком в локальному масштабі.

Функціонально біржова справа є сукупністю взаємозалежних технологічних процедур:

- укладення угод купівлі-продажу цінних паперів;
- забезпечення взаєморозрахунків з цінних паперів;
- перерозподіл права власності;
- інформування про ринкову вартість цінних паперів та фінансово-економічний стан емітентів та учасників фондової торгівлі;
- контроль за дотриманням правил роботи на фондовому ринку та виконанням взаємних зобов'язань учасників³⁴⁰.

Проте правове регулювання функціонування фондової біржі має враховувати і сучасні реалії. Саме виходячи з цього, розглянемо окремі проблемні аспекти правового регулювання діяльності організаторів торгівлі в Україні.

³³⁹ *Килячкин А.А., Чалдаева Л.А. Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Экономистъ, 2004. – С. 277.*

³⁴⁰ *Чалдаева Л.А. Фондовая биржа. Организационно-управленческие структуры / Л.А. Чалдаева – М.: Экзамен, 2002. – С. 209.*

У зв'язку з цим викликає інтерес обсяг повноважень аналогічних установ за європейським правом для визначення доцільності його сприйняття. Так, запроваджений Директивою 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів» від 21 квітня 2004 р. термін «регульований ринок» означає ліцензовану та регулярну функціонуючу багатосторонню систему, яка обслуговується та/або керується ринковим оператором, яка поєднує чи сприяє поєднанню чисельних інтересів третіх сторін щодо купівлі-продажу фінансових інструментів згідно із технологіями та своїми недискреційними правилами у спосіб, що призводить до укладення угод стосовно фінансових інструментів, які були допущені до обігу відповідно до правил та/або технологій³⁴¹.

З прийняттям Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери» до вітчизняного правового обігу запроваджено термін «регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок», яким є фондова біржа, що функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку в установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Відповідно до п. 1 ст. 20 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку визначається як діяльність фондової біржі із створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації стосовно пропозицій цінних паперів та інших фінансових інструментів і попиту на них, проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, централізованого укладання

³⁴¹ *Про ринки фінансових інструментів*: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів згідно з правилами, встановленими такою фондовою біржею, зареєстрованими у встановленому законом порядку. Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку може включати здійснення клірингу та розрахунків за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери.

Таким чином, із вищенаведеного випливає, що фондова біржа здійснює такі дії щодо цінних паперів на ринку:

- створення організаційних, технологічних, інформаційних, правових та інших умов для збирання та поширення інформації;
- проведення регулярних біржових торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами;
- централізоване укладання і виконання договорів;
- здійснення клірингу та розрахунків за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери.

Виходячи з наведеного, визначення поняття «регульований ринок» відповідно до Директиви 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. та відповідно до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» не збігаються. Вимоги Директиви 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. до регульованих ринків визначають, що організатора торгівлі мають «оточувати» підприємства, які здійснюють і гарантують післяторговельне обслуговування (в тому числі, виконання угод, кліринг, розрахунки, розкриття інформації). Регульований ринок – це комплекс установ, ядром якого, як правило, є організатор торгівлі (традиційна біржа, електронна комунікаційна мережа). Формування регульованих ринків відбувається через консолідацію інфраструктурних інститутів, проте з чітким розподілом компетенції, закріпленої за окремими професійними учасниками.

Вітчизняне законодавство визначає, що фондова біржа як окремий професійний учасник наділений більш широким колом повноважень, що передбачає, в тому числі, і поєднання окремих видів професійної діяльності (здійснення фондовою біржею клірингу та розрахунків за фінансовими

інструментами, іншими, ніж цінні папери). Водночас у Положенні про функціонування фондових бірж та Ліцензійних умовах провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку³⁴² (далі – Ліцензійні умови діяльності з організації торгівлі) також йдеться про здійснення фондовою біржею клірингу та розрахунків лише за договорами щодо похідних (деривативів). Вважаємо, що до вказаних підзаконних нормативних актів необхідно внести зміни для приведення їх у відповідність з нормами Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок».

З цього приводу зазначимо, що віднесення до функції організатора торгівлі здійснення виконання договорів щодо фінансових інструментів, у тому числі клірингу та розрахунків за ними, на думку окремих фахівців, є недоцільним та не відповідає сучасним європейським тенденціям³⁴³. Класична біржа гарантує виконання угод, але не виконує. На сучасних ринках аксіомою є те, що біржа – це торгівля (trading), а післяторгівельне обслуговування (post-trading) здійснюють інші інституції. Враховуючи, що рахунки в цінних паперах і грошові рахунки брокерів відкриті в інших установах – депозитаріях і розрахунковому банку, для клірингового відділу біржі буде складно після закінчення кожної торговельної сесії здійснювати взаємозалік і визначати позицію брокера. Як відомо, в позаминулому і минулому століттях кліринг (тобто, взаємозалік зобов'язань і вирахування позиції брокера на кінець біржового дня) дійсно виконували клірингові відділи бірж. Згодом від бірж відокремилися юридичні особи, які отримали назву «клірингові дома» або «палати». Іншими словами, в сучасному світі спеціалізація діяльності є одним з основних напрямів професійного розвитку.

³⁴² *Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку: рішення ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 347 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0974-06>.*

³⁴³ *Головко А.Т. Коментарі до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» / Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/arhiv.htm>.*

Консолідація функцій та поєднання видів діяльності можливі за умови високого рівня розвитку фондового ринку, чого поки немає в Україні. Навпаки, поєднання багатьох функцій в одній інституції знижує рівень якості їх виконання.

На нашу думку, на сьогоднішньому етапі в Україні необхідний інституційний розвиток ринку цінних паперів, а тому доцільно, щоб клірингова діяльність, в тому числі і щодо фінансових інструментів, інших, ніж цінні папери була організаційно відокремлена від організаторів торгівлі³⁴⁴. А тому вважаємо за доцільним вивести з компетенції фондові біржи кліринг та розрахунки за фінансовими інструментами, іншими, ніж цінні папери.

Звернемо увагу на організаційно-правову форму фондової біржі. В чинній на сьогодні редакції ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачено, що фондова біржа може бути створена у формі акціонерного товариства, товариства з обмеженою відповідальністю, а також дочірнього підприємства об'єднання торговців цінними паперами. З набранням чинності Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери» ця норма зазнає змін. В новій редакції ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачено, що фондова біржа утворюється і діє у формі акціонерного товариства або товариства з обмеженою відповідальністю.

В зв'язку з цим зазначимо, що загально світовими тенденціями в наш час є корпоратизація та «демутуалізація» (demutualization) бірж, торговельних систем і інститутів інфраструктури – депозитаріїв, клірингових установ тощо. Вони стрімко комерціалізуються, відходячи від організаційно-правової форми асоціацій (mutual associations), перетворюючись на акціонерні товариства. Метою такого реформування є залучення інвестицій у розвиток самих бірж, створення можливостей як для національної, так і міждержавної консолідації біржової інфраструктури, яка супроводжує глобальну

³⁴⁴ *Полюхович В.І.* Окремі питання правового регулювання функціонування фондових бірж в Україні // Інститут економіко-правових досліджень НАН України. Економіка та право. – № 3. – 2011. – С. 153–156.

інтеграцію фінансових ринків. У всіх країнах фондові біржі стикаються з конкуренцією з боку іноземних бірж та приватних торгових систем. Відповіддю на цей виклик стає зміна організаційно-правової форми. Справа в тому, що найбільш дієвим фактором в конкурентній боротьбі є постійна технологічна модернізація фондових бірж, що потребує великих витрат капіталу. Саме для того, щоб залучити капітал, фондові біржі стають корпораціями, як правило, публічними, що відкриває їх для широкого загалу інвесторів, а не тільки для членів біржі. Ще одна причина зміни організаційно-правової форми – необхідність зміни структури управління. На відміну від «внутрішнього» власника – члена біржі «зовнішній» власник, що стає акціонером біржі, керується, перед усім, метою отримання прибутку. Це дає позитивний ефект з точки зору корпоративного керівництва. Якщо в ХІХ–ХХ ст. структура власності бірж базувалась на принципі, що кожен член біржі має бути її акціонером, то за останні десятиліття в світі цілий ряд бірж були перетворені з асоціацій та державних установ на корпорації, здебільшого – публічні акціонерні товариства. Таким чином, були корпоративізовані Нью-Йоркська фондова біржа (1972 р.), Італійська фондова біржа (1997 р.), Австралійська фондова біржа (1998 р.), Стокгольмська фондова біржа (1999 р.), Лондонська фондова біржа (2000 р.), Токійська фондова біржа (2001 р.), Німецька біржа (2001 р.), біржа Осло (2001 р.), Euronext (2001 р.) тощо³⁴⁵. Також, як правило, корпоративізовані біржі отримують лістинг, у тому числі, і на своїй біржі.

В зв'язку із зазначеним, вважаємо, що навіть нова редакція ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» дещо відстає від життя. Вважаємо необхідним закріплення норми, згідно з якою визначити, що фондова біржа утворюється та діє виключно у формі публічного акціонерного товариства. Форма публічного акціонерного товариства забезпечує максимальну прозорість корпоративного управління, можливість збільшувати акціонерний капітал. Крім того, щодо публічних акціонерних

³⁴⁵ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002. – С. 174.

товариств діє норма про обов'язкове включення їх акцій до біржового списку хоча б однієї фондової біржі (ст. 24 Закону України «Про акціонерні товариства»). Це також є засобом об'єктивної оцінки ринкової капіталізації біржі, вартості її активів, ліквідності акцій. На нашу думку, доцільно законодавчо встановити вимогу включення акцій біржі не лише до біржового списку, а й до біржового реєстру, тим самим зобов'язати проходження лістингу акцій біржі. Вважаємо, що на сьогодні доцільно встановити зобов'язання для біржі проходити лістинг щонайменше другого рівня, що передбачає ринкову капіталізацію емітента не менше 50 млн. грн. (на сьогодні встановлено, що розмір власного капіталу фондової біржі, що здійснює кліринг та розрахунки, має становити не менш як 25 млн. грн.). Це буде мати не тільки вищевказані позитивні результати, а й стане вагомим чинником на шляху до укрупнення українських бірж, а в перспективі створення єдиної універсальної національної фондової біржі, про необхідність якої для консолідації фондового ринку постійно говорять провідні фахівці фондового ринку³⁴⁶. На сьогодні в Україні зареєстровані НКЦПФР і діють десять фондових бірж, з них три публічних акціонерних товариства та сім приватних акціонерних товариств³⁴⁷. Більшість з них не відіграють помітної ролі на ринку. Так, за даними за 2010 р. близько 98% біржового обороту припадає на три біржі: Фондова біржа ПФТС – 48%, Фондова біржа Перспектива – 28%, Українська біржа – 22%³⁴⁸. Подрібнення біржового сегменту ринку між десятьма фондовими біржами стримує їх розвиток. Так, в Росії діє 2 фондові біржі, в більшості європейських країн діє одна-дві національні фондові біржі. А тому, встановлення норми щодо організаційно-правової форми у вигляді публічного акціонерного товариства та

³⁴⁶ Назарчук М. Фондові біржі на організованому ринку цінних паперів України // Фінансовий ринок України. – 2005. – № 6–7. – С. 43.; Головка А.Т. Сучасний стан та перспективи біржової торгівлі в Україні // Фінансовий ринок України. – 2006. – № 1. – С. 13.

³⁴⁷ Перелік організаторів торгівлі цінними паперами. Офіційний сайт НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua>.

³⁴⁸ Ковальова В. Фондове братство // Урядовий кур'єр. – 2 лютого 2011 р. – № 19. – С. 7.

вимог щодо обов'язкового лістингу акцій біржі зумовлено як об'єктивними потребами ринку, так і відповідає світовим тенденціям.

Також доцільно, на нашу думку, скасувати певні обмеження в діяльності фондових бірж. У ст. 21 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що прибуток фондової біржі спрямовується на її розвиток та не підлягає розподілу між її засновниками (учасниками). В період становлення законодавства з питань регулювання фондового ринку України була поширена думка, що біржа не повинна бути прибутковою для її акціонерів. Така позиція є достатньо поширеною в світовій практиці та на пострадянському просторі. Так, законодавство Росії та Казахстану визначає біржу як некомерційне партнерство (організацію), а в Білорусії діяльність фондової біржі немає за мету отримання прибутку. Проте в останні десять років має місце тенденція до комерціалізації діяльності бірж, що проявляється в тому, що до їх діяльності як акціонерних товариств не застосовуються обмеження на отримання прибутку та напрямів його використання. За даними Міжнародної федерації фондових бірж 54 відсотки бірж є прибутковими організаціями. Статистика останніх років свідчить, що при розподілі прибутку близько половини його реінвестується, а залишок розподіляється як дивіденди³⁴⁹. Вважаємо, що визначення фондової біржі як публічного акціонерного товариства, лістинг її акцій повинен супроводжуватись скасуванням обмежень щодо розподілу прибутку, що також буде фактором зростання інвестиційної привабливості безпосередньо самої біржі. До того ж, законодавством встановлено, що фондова біржа утворюється торговцями цінних паперів, але відсутні обмеження щодо наступного набуття прав акціонера іншими суб'єктами права. Відповідно, здійснення додаткової емісії акцій біржі є джерелом інвестицій. У зв'язку із зазначеним, пропонуємо скасувати обмеження щодо розподілу прибутку організатора торгівлі, а відповідно, видалити ч. 2 п. 1 ст. 21 Закону України

³⁴⁹ Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002. – С. 176.

«Про цінні папери та фондовий ринок» та ч. 9 п. 5 Ліцензійних умов діяльності з організації торгівлі.

Враховуючи напрям щодо лібералізації обмежень в діяльності фондових бірж, доцільною є зміна підходу до структури активів організатора торгівлі. Так, в ч. 5 п. 5 Ліцензійних умов діяльності з організації торгівлі визначено, що активи організатора торгівлі не можуть бути сформовані недержавними цінними паперами, крім акцій депозитарію. Вважаємо, що це обмеження також має регресивний, стримуючий вплив на розвиток фондового ринку. Вважаємо за доцільне розширити критерії щодо сегменту активів фондової біржі, який складають цінні папери. Необхідно до цінних паперів, що складають активи організатора торгівлі, застосовувати критерії не форми власності емітента, а їх якісні характеристики. Так, вважаємо за необхідне сформулювати ч. 5 п. 5 Ліцензійних умов діяльності з організації торгівлі в такій редакції: «до складу активів організатора торгівлі можуть входити цінні папери, що мають не нижче першого рівня лістингу на одній з фондових бірж України, іноземні цінні папери іноземних держав та іноземних юридичних осіб, що мають лістинг на одній з провідних іноземних бірж, перелік яких визначається комісією».

Консолідація біржової торгівлі в Україні має здійснюватися і шляхом запровадження процедури єдиного лістингу. В даному випадку ми маємо на увазі запровадження порядку, згідно з яким акції емітента, які пройшли процедуру лістингу та мають котирування на одній з бірж, почнуть котируватися на інших українських біржах. Такий порядок має місце, наприклад, в Німеччині, де існує вісім бірж³⁵⁰. Відкриватись кожного наступного дня торги на різних біржах за цінними паперами мають за єдиною однаковою ціною, яка є мінімальною на кінець попереднього дня з усіх бірж, де здійснюється котирування конкретним цінним папером. Ці заходи сприятимуть поступовому формуванню єдиної універсальної національної фондової біржі з

³⁵⁰ *Мозговий О.М.* Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація): дис... д-ра екон. наук: 08.04.01 / Київський національний економічний ун-т. — К. — 1999. — С. 163.

можливим існуванням регіональних відділень. Така біржа буде мати єдиний національний біржовий реєстр (лістинг), біржовий список, котирування, членство. Результатом реформування в цій сфері стане те, що лістинг і котирування здійснюватимуться у масштабі всієї України.

У підрозділі, присвяченому питанням саморегулювання на фондовому ринку, ми вже зупинялись на аспектах щодо невинного позбавлення фондових бірж статусу саморегулювальних організацій. За існуючого становища частина професійних учасників фондового ринку за формальних підстав виключається з процесу саморегулювання, що фактично є обмеженням їх прав та суттєвим недоліком чинного законодавства. Заради підвищення правового статусу фондових бірж, вважаємо доцільним повернути їм право здійснювати функції саморегулювання, які вони мали до прийняття Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Можливо, варто визначити спеціальний обсяг повноважень фондової біржі як СРО, що є відмінним від закріпленого в Положенні про саморегулювальні організації професійних учасників фондового ринку.

Але розширення повноважень фондових бірж, комерціалізація їх діяльності потребує чіткого контролю та встановлення певних обмежень щодо господарської діяльності їх посадових осіб щодо попередження можливих зловживань. З метою забезпечення незалежності керівництва фондової біржі запропонуємо запровадження таких обмежень, які мають відобразитися в Ліцензійних умовах діяльності з організації торгівлі:

«Сертифікованим керівним посадовим особам та фахівцям організатора торгівлі, а також асоційованим з ними особам забороняється бути засновниками та акціонерами учасників торгів, бути засновниками та акціонерами професійних учасників фондового ринку, брати участь, працювати в органах управління професійних учасників фондового ринку, а також самостійно чи опосередковано брати участь у торгах».

Запровадження цих норм необхідне для встановлення неупередженого об'єктивного ставлення до учасників торгів, забезпечення рівних умов під час їх проведення, запобіганню можливим зловживанням.

Запропоновані новації правового регулювання діяльності організаторів торгівлі зумовлені необхідністю консолідації та розвитку біржового сегменту фондового ринку, легалізації та легітимізації всіх існуючих форм обігу цінних паперів, створення чітко структурованої системи правовідносин учасників фондового ринку України.

Депозитарна діяльність – діяльність професійних учасників депозитарної системи України та Національного банку України щодо надання послуг із зберігання та обліку цінних паперів, обліку і обслуговування набуття, припинення та переходу прав на цінні папери і прав за цінними паперами та обмежень прав на цінні папери на рахунках у цінних паперах депозитарних установ, емітентів, депозитаріїв-кореспондентів, осіб, які провадять клірингову діяльність, Розрахункового центру з обслуговування договорів на фінансових ринках, депонентів, а також надання інших послуг, які мають право надавати професійні учасники депозитарної системи України.

Депозитарна система України служить статичною складовою інфраструктури, діяльність якої забезпечує функціонування сучасного фондового ринку в Україні, служить засобом фіксації прав власності та захисту прав інвесторів і являє собою сукупність учасників депозитарної системи та правовідносин між ними щодо ведення обліку цінних паперів, прав на цінні папери і прав за цінними паперами та їх обмежень, що встановлюються в системі депозитарного обліку цінних паперів, в тому числі внаслідок проведення розрахунків за правочинами щодо цінних паперів.

Запровадження системи депозитарного обліку цінних паперів у світовій практиці зумовлено тим, що це значно спрощує виконання угод щодо цінних паперів і водночас дозволяє уникнути великих переміщень останніх. При виконанні угоди з цінними паперами у документарній формі необхідно лише перекласти відповідні цінні папери з одного сейфа депозитарію, де вони

зберігаються, в інший, а не доставляти їх до місця виконання угоди і передавати іншому власнику. А з бездокументарною формою цінних паперів виконання угоди в системі обліку зводиться лише до внесення змін до облікового запису. Однак це можливо лише за умови, що обидві сторони угоди є учасниками одного і того ж депозитарію.

В Україні запроваджено вимоги щодо обов'язковості виключно бездокументарної форми цінних паперів з прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства», де в статті 20 визначено, що акції товариств існують виключно в бездокументарній формі. Проте на практиці говорити про повноцінну реалізацію цих норм можливо за умов існування централізованої системи депозитарного обліку, єдиної електронної мережі обліку³⁵¹.

Країни з розвинутою економікою відрізняються існуванням центрального депозитарію, клієнтами якого є практично всі учасники біржових операцій цих країн і в яких постійно зберігається основна частина цінних паперів, що допущені до біржового обігу. За рахунок цього підвищується надійність зберігання та обліку прав власності на цінні папери індивідуальних та колективних інвесторів: акції, облигації і сертифікати інвестиційних, пенсійних фондів і трастових компаній тощо.

Рекомендації Базельського комітету, ISSA, Групи тридцяти передбачають, що в кожній країні має бути створений ефективно діючий єдиний центральний депозитарій, умови діяльності та управління яким мають заохочувати широке коло учасників і пропонувати якомога широкій спектр послуг. У США, наприклад, центральні депозитарії штатів існують з кінця 60-х р., у Японії — з початку 70-х, у Великій Британії — з кінця 70-х.

В Україні питання створення центрального депозитарію довгий час залишалось невирішеним. До прийняття Закону України «Про депозитарну систему України» в Україні існувала децентралізована депозитарна система. Основними операторами вітчизняного ринку були ПрАТ «Всеукраїнський

³⁵¹ Ковальова В. Жовтневий переворот для акцій / Урядовий кур'єр. — 14 квітня 2010 р. — № 68. — С. 7.

депозитарій цінних паперів» (ВДЦП) і ПубАТ «Національний депозитарій України» (НДУ), які обслуговували корпоративні папери та папери місцевих позик, а Депозитарій Нацбанку, що є структурним підрозділом НБУ, здійснював обслуговування розміщення та обороту державних цінних паперів. Структура обслуговування клієнтів українського ринку депозитарних послуг виглядала так: ВДЦП — 86,2%, а НДУ — 13,8%³⁵².

Створення єдиного центрального депозитарію стало актуальним та необхідним з позиції встановлення кореспондентських відносин з іноземними депозитаріями. Централізована схема кореспондентських зв'язків передбачає, що депозитарії відкривають одне одному взаємні міждепозитарні рахунки. При такій схемі депозитарні установи нижнього рівня – зберігачі, маючи рахунок у своєму центральному депозитарії, отримують доступ до цінних паперів іншої країни і можуть надавати відповідні депозитарні послуги своїм клієнтам. Ця схема є простішою і менш витратною, адже не потрібно створювати закордонні філії, дочірні фірми. Відомо, що більше ніж півсотні українських емітентів здійснили випуск та розміщення депозитарних розписок на провідних фондових біржах світу. Іноземні банки, які заснували в Україні банки-резиденти, придбавають на власний рахунок цінні папери українських емітентів, випускають депозитарні розписки (як свідоцтво про право володіння акціями іноземних компаній, що перебувають в управлінні даного банку), які поступають в обіг на іноземній біржі. Таким чином, ігнорується законодавство України, яким не передбачено такий вид цінних паперів, як депозитарні розписки, а цінні папери українських емітентів де-факто потрапляють в обіг за кордоном без здійснення там IPO.

Реалізація пріоритетної програми встановлення кореспондентських відносин між українськими депозитаріями та іноземними також можлива за умов використання так званої глобал-кастодіальної (глобал-депозитарної) системи. Ця система сформувалася внаслідок необхідності обслуговувати індивідуального інвестора, який прагне самостійно відкривати рахунки за

³⁵² *Особо ценные бумаги// Известия в Украине. – 2011. – № 67. – С. 7.*

кордоном. Треба зауважити, що закордонна практика свідчить, що найбільш прозоро та безпечно надають такі послуги центральні депозитарії³⁵³.

Глобальні кастодіани спеціалізуються на тому, що мають міждепозитарні зв'язки з обліковими інститутами багатьох країн світу і надають своїм клієнтам можливість, не вступаючи у взаємодію з іноземними депозитарними установами, володіти цінними паперами, випущеними в різних країнах. Право власності на ці цінні папери засвідчене записами на рахунку в одного глобального кастодіани. Останній захищає інтереси клієнта на іноземних ринках, оскільки, як правило, в кожній країні має філію чи дочірню компанію або укладає договір про представництво з однією з місцевих депозитарних установ чи національним депозитарієм.

Окрім централізованої та глобал-кастодіальної схем міждепозитарних відносин діє відома схема забезпечення транскордонної взаємодії. Національний депозитарій або інший депозитарій відкриває рахунок в одній з міжнародних депозитарно-клірингових організацій (наприклад, Euroclear, що базується в Брюсселі, або Clearstream зі штаб-квартирою у Люксембурзі). Ці організації мають рахунки практично в усіх національних депозитаріях світу. Тому за мінімальних організаційно-правових заходів депозитарій отримує доступ до цінних паперів, випущених в будь-якій країні. Такі міжнародні депозитарно-клірингові організації фактично є глобальними депозитаріями не тільки для інвесторів, а й для депозитаріїв³⁵⁴.

Наведене свідчить, що створення в Україні з прийняттям Закону України «Про депозитарну систему України» єдиного центрального депозитарію на базі існуючих депозитаріїв має стати заходом, що стимулює розвиток кореспондентських відносин з іноземними депозитаріями, створить умови для

³⁵³ *Посполітак В.В.* Концептуальні підходи до реформування національної депозитарної системи України // Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/arhiv.htm>.

³⁵⁴ *Головко А.Т.* Депозитарна інфраструктура як механізм залучення інвестиційних ресурсів // Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/arhiv.htm>.

менш ускладненого та більш комфортного залучення іноземних інвесторів на український фондовий ринок.

Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», який визначав правові засади депозитарної діяльності до набрання чинності Законом України «Про депозитарну систему України» (прийнято Верховною Радою України 6 липня 2012 р. № 9824), передбачав існування двох рівнів Національної депозитарної системи:

- верхній рівень – це Національний депозитарій України і депозитарії;
- нижній рівень – це зберігачі та реєстратори власників іменних цінних паперів.

Особливості Національної депозитарної системи були такі.

1. В Україні існувала дворівнева депозитарна система, в якій клієнтами (учасниками) верхнього рівня депозитарної системи (мали рахунки в депозитарії) були професійні учасники – зберігачі (торговці цінними паперами, реєстратори, що отримали ліцензію зберігача), емітенти, інші депозитарії (ч. 15 п. 1 Положення про депозитарну діяльність³⁵⁵).

2. Безпосередньо рахунки клієнтів – власників цінних паперів велись суб'єктами нижнього рівня системи, який поряд із зберігачами був доповнений, на відміну від континентальної Європи, ще одним суб'єктом – реєстраторами власників іменних цінних паперів. Це було зумовлено приватизаційними процесами в Україні. Для реєстрації прав власності на випущені у документарній формі акції приватизованих суб'єктів господарювання було запроваджено систему незалежних реєстраторів, яка для держав ЄС не характерна. Модель інфраструктури фондового ринку, яка вибудовувалась в Україні, спиралась на американський досвід і передбачала створення одночасно двох інститутів нижнього рівня депозитарної діяльності

³⁵⁵ Про затвердження Положення про депозитарну діяльність: рішення ДКЦПФР від 17 жовтня 2006 р. № 999 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z1238-06>.

– реєстраторів та зберігачів³⁵⁶. Тому в Україні до прийняття Закону України «Про депозитарну систему України» паралельно існували дві автономні облікові системи — система реєстраторів, що обслуговувала, в основному, документарні іменні цінні папери, і система зберігачів та депозитаріїв, що спрямована на обслуговування бездокументарних та знерухомлених цінних паперів.

3. Основним обліковим інститутом були зберігачі. Будь-які учасники відносин на фондовому ринку мали доступ до депозитарію верхнього рівня лише через відкриття рахунку в цінних паперах у зберігача. Таким чином, в Україні була реалізована французька модель інфраструктури, в той час, як у США брокер фондової біржі є прямим учасником депозитарію, який обслуговує дану біржу, і не зобов'язаний відкривати рахунки у зберігача, хоча останні (так звані, банки-кастодіани) теж є учасниками депозитарію. Умовно кажучи, «брокерська» і «кастодіальна»³⁵⁷ мережі торгівлі, обліку та розрахунків не конкурують, а доповнюють одна одну, будучи поєднанням оптової і роздрібною моделі ринків³⁵⁸.

4. Основним кліринговим інститутом в Україні були депозитарії. Це теж узгоджується з французькою моделлю, згідно з якою центральний депозитарій здійснює кліринг «паперовий» (тобто, на рахунках у цінних паперах), який, в свою чергу, є правовою підставою для провадження грошового клірингу та розрахунків. Така система теж відмінна від північноамериканської («поставка проти оплати», а не «оплата проти поставки» або «за умов поставки»). Так, відповідно до п. 2.2.1. р. VI Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо

³⁵⁶ *Полухович В.І.* Окремі питання правового регулювання здійснення діяльності зберігачів та реєстраторів на фондовому ринку України // Вісник Запорізького національного університету. Запоріжжя. — 2011. — № 4. — Ч. 1. — С. 139–142.

³⁵⁷ *Словник фондового ринку / Автори-укладачі: Головка А.Т., Кобзар В.Ф., Науменко О.О. та інші.* — К., 1999. — С. 112.

³⁵⁸ *Головка А.Т.* Інфраструктура ринку: прогноз вітчизняної моделі та факторів, що її визначають // Україна фінансова [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/arhiv.htm>.

цінних паперів³⁵⁹ «операція переказу цінних паперів з рахунку в цінних паперах клієнта-постачальника на рахунок у цінних паперах клієнта-одержувача здійснюється за розпорядженням депозитарію ... за умови переказу клієнтом-одержувачем (депонентом-одержувачем) на рахунок депозитарію у розрахунковому банку грошових коштів». Український депозитарій верхнього рівня, з одного боку, мав право щодо отримання ліцензії від регулятора з провадження розрахунково-клірингової діяльності, а з іншого – не міг бути розрахунковим банком, тобто, здійснювати функції грошового клірингу, переказу грошей тощо. А тому звичайна структура реалізації угоди купівлі-продажу цінних паперів була така:

- а) організатор торгівлі (лістинг, укладення угод, котирування тощо);
- б) депозитарій (ведення рахунків зберігачів, здійснення клірингу);
- в) розрахунковий банк (ведення грошових рахунків торговців-членів організатора торгівлі, здійснення розрахунків)³⁶⁰.

Отже, діюча модель була реалізацією принципу, за яким функції кожного інституту формально-юридично чітко розмежовуються, а тому розподіл повноважень та відповідальності покликаний знизити ризики інфраструктури. Як вірно зазначав В.Л. Яроцький, весь механізм функціонування Національної депозитарної системи України ґрунтується на спеціально законодавчо сконструйованих типових модельних схемах побудови прав, обов'язків і відповідальності професійних і непрофесійних учасників ринку цінних паперів. У цьому механізмі кожний із учасників Національної депозитарної системи України (як прямі її учасники — депозитарії, зберігачі, реєстратори власників іменних цінних паперів, так і опосередковані — організатори торгівлі цінними паперами, банки, торговці цінними паперами та

³⁵⁹ *Про затвердження Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів: рішення ДКЦПФР від 17 жовтня 2006 р. № 1001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z1198-06>.*

³⁶⁰ *Полюхович В.І. Особливості правового регулювання поєднання видів депозитарної діяльності на фондовому ринку України // Вісник Донецького національного університету, Серія В: Економіка і право. – Донецьк. – 2011. – № 1. – Т. 2. – С. 455—459.*

емітенти) набуває типового комплексу прав і обов'язків, що мають характер модельної схеми³⁶¹.

Проте об'єктивно назріли зміни, впровадження яких стало необхідним з огляду не тільки на актуальний стан справ, але і завдяки вимогам міжнародних організацій, зокрема МВФ, Світового банку і USAID. З прийняттям Закону України «Про депозитарну систему України» організація депозитарної діяльності зазнала докорінних змін. Визначимо основні характеристики депозитарної системи України.

1. У центрі депозитарної системи України відтепер знаходиться єдиний Центральний депозитарій. Таким чином, частково подолано роздробленість депозитарного обліку. Функції щодо здійснення депозитарного обліку державних цінних паперів та облігацій місцевих позик відносяться до виключної компетенції Національного банку України.

2. Фактично збережено дворівневу депозитарну систему, в якій відтепер верхній рівень займає Центральний депозитарій, нижній – депозитарні установи. При цьому визначено, що Центральний депозитарій не може провадити діяльність депозитарної установи. Разом ці суб'єкти визначені в якості професійних учасників депозитарної системи, що на наш погляд є юридично некоректним, адже де-факто професійну депозитарну діяльність на визначеному сегменті ринку виконує також НБУ. Безумовно, за переліком функцій та повноважень НБУ можна визначити як професійного учасника верхнього рівня депозитарної системи.

3. Визначено п'ять видів депозитарної діяльності:

- депозитарна діяльність Центрального депозитарію;
- депозитарна діяльність Національного банку України;
- депозитарна діяльність депозитарної установи;
- діяльність із зберігання активів інститутів спільного інвестування;
- діяльність із зберігання активів пенсійних фондів.

³⁶¹ Яроцький В.Л. Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): Монографія / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — С. 167.

Таким чином, клірингова діяльність тепер стала самостійним видом професійної діяльності на фондовому ринку, а не підвидом депозитарної, і її правове регулювання здійснюється окремо від регулювання депозитарної діяльності. А тому звичайна структура реалізації угоди купівлі-продажу цінних паперів відтепер набуває такого вигляду:

- а) організатор торгівлі (лістинг, укладення угод, котирування тощо);
- б) Центральний депозитарій (ведення рахунків емітентів, НБУ, депозитарних установ, депозитаріїв-кореспондентів, клірингових установ та Розрахункового центру);
- в) клірингова установа (здійснення клірингу);
- г) розрахунковий банк (ведення грошових рахунків торговців, здійснення розрахунків).

Отже, як слідує з наведеного клірингова діяльність де-юре стала незалежною від депозитарної.

4. Визначено перелік учасників депозитарної системи України, який, окрім професійних учасників та НБУ, включає депозитаріїв-кореспондентів, фондові біржі, клірингові установи, Розрахунковий центр, емітентів, торговців цінними паперами, компанії з управління активами, депонентів.

5. Визначено, що депозитарна діяльність як Центрального депозитарію, так і НБУ може поєднуватись із кліринговою діяльністю. Депозитарна установа може поєднувати виконання всіх видів депозитарної діяльності нижнього рівня: депозитарної діяльності депозитарної установи, діяльності із зберігання активів інститутів спільного інвестування, діяльності із зберігання активів пенсійних фондів. НБУ також може провадити зазначені види депозитарної діяльності нижнього рівня у встановлених законодавством випадках.

Крім того, зазначено, що депозитарна діяльність депозитарної установи може поєднуватись із діяльністю з торгівлі цінними паперами та/або банківською діяльністю. В зв'язку з цим вважаємо за доцільне викласти свою думку з цього приводу.

Вважаємо необхідним запровадження базової засади щодо поєднання видів професійної діяльності на фондовому ринку. Повинен діяти принцип заборони поєднання діяльності інфраструктурних учасників та діяльності інвестиційних посередників. На нашу думку, це зумовлюється загальними підходами до регулювання будь-якої діяльності, які полягають у тому, що гравці – активні учасники ринку (на фондовому ринку – це торговці цінними паперами, КУА), які є безпосередньо зацікавленими особами, та особи, які забезпечують правила гри, їх однакове застосування до всіх гравців (фондові біржі, депозитарні та клірингові установи), не мають збігатися в одній особі і їх інтереси не повинні перетинатись чи співпадати. Використовуючи мову спорту, скажемо так: гравці не мають бути судьями, вести рахунок гри тощо. Це є однією з гарантій неупередженості та однакового ставлення до непрофесійних учасників фондового ринку – емітентів та інвесторів, захисту їх прав та інтересів. Водночас, в межах визначених угруповань інфраструктурних учасників та інвестиційних посередників поєднання окремих видів професійної діяльності можливе.

Тому пропонуємо скасування норми щодо можливості поєднання професійної діяльності депозитарної установи з діяльністю з торгівлі цінними паперами.

Визначені основні характеристики депозитарної системи України є лише попереднім, загальним поглядом на оновлений стан правового регулювання в цій сфері, адже на сьогодні лише окремі частини Закону України «Про депозитарну систему України» набули чинності, а сама депозитарна система знаходиться на початку реформування. Лише з часом досвід практики правозастосування надасть можливість для більш глибокого та детального аналізу правового регулювання в цій сфері.

В межах дослідження коротко зосередимося на деяких особливостях правового регулювання **клірингової діяльності**.

Як вже зазначалось вище, клірингова діяльність в Україні довгий час юридично вважалась складовою депозитарної діяльності і не виділялася в

окремий самостійний вид професійної діяльності на фондовому ринку. З прийняттям Закону України «Про депозитарну систему України» кліринг став самостійним видом професійної діяльності на фондовому ринку. На сьогодні базові норми з правового регулювання клірингової діяльності містяться також в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок».

Клірингова діяльність — діяльність з визначення зобов'язань, що підлягають виконанню за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів, підготовка документів (інформації) для проведення розрахунків, а також створення системи гарантій з виконання зобов'язань за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів.

Суб'єктами провадження клірингової діяльності в Україні визначено клірингові установи та Розрахунковий центр з обслуговування угод на фінансових ринках, Центральний депозитарій цінних паперів та Національний банк України, які можуть провадити клірингову діяльність з урахуванням вимог встановлених законодавством. Водночас Центральний депозитарій, клірингова установа, Розрахунковий центр можуть здійснювати окремі види банківських послуг на підставі ліцензії Національного банку України. Тобто, має місце поєднання клірингової діяльності з банківською в частині надання кліринговою установою окремих видів банківських послуг.

Особливий правовий статус має Розрахунковий центр, виключною компетенцією якого є проведення грошових розрахунків за правочинами щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів вчинених на фондовій біржі та поза фондовою біржею, якщо проводяться розрахунки за принципом «поставка цінних паперів проти оплати». На сьогодні в законодавстві відсутні норми, якими б визначались особливості правовідносин між Розрахунковим центром та кліринговими установами.

Суперечливим є, на нашу думку, запровадження інституту «центрального контрагента». Визначено, що центральним контрагентом є юридична особа, яка провадить клірингову діяльність, набуває взаємні права та обов'язки сторін правочинів щодо цінних паперів, зобов'язання за якими допущені до клірингу,

та стає покупцем для кожного продавця і продавцем для кожного покупця. Також визначено, що для забезпечення виконання зобов'язань допущених до клірингу центральний контрагент має право виступати учасником біржових торгів без ліцензії на провадження діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгівлі цінними паперами.

Таким чином, запроваджена ще одна обов'язкова ланка в ланцюгу продавець – покупець цінних паперів. На нашу думку, обов'язок здійснення клірингу правочинів повинен бути зумовлений не включенням клірингової установи як сторони правочину, а обов'язковими вимогами щодо здійснення сторонами правочину клірингу та умовами фіксації правочинів, їх результатів фондовою біржею, депозитарними установами. Тим більше, що відповідно до п. 3 ст. 24 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» фондова біржа до моменту укладення договору про кліринг та розрахунки за правочинами щодо цінних паперів з особою, що провадить клірингову діяльність, не має права провадити діяльність з організації торгівлі цінними паперами на фондовому ринку, і зобов'язана укласти такий договір до подання правил фондової біржі на реєстрацію в Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

Також, необхідно зазначити, що з прийняттям змін до законодавства, а саме виділення клірингової діяльності як окремого виду депозитарної діяльності, є актуальним питання створення спеціалізованої саморегульованої організації з цього виду професійної діяльності або розширення компетенції Професійної асоціації реєстраторів та депозитаріїв (ПАРД).

Отже, за аналогією з вищевказаним щодо реформування депозитарної системи України зазначимо, що для ґрунтовної оцінки існуючого правового регулювання клірингової діяльності є необхідною перевірка практикою, адже прийняті на сьогодні норми Законів України потребують свого реального впровадження, результати якого нададуть можливості для більш глибокого та детального аналізу правового регулювання відносин в цій сфері.

В якості узагальнення результатів дослідження правового регулювання діяльності інфраструктурних учасників зазначимо, що процеси розвитку біржової справи, депозитарної системи, клірингу зумовлені необхідністю вирішення завдань системного забезпечення та гарантування дотримання законних прав власників цінних паперів – інвесторів, реалізації інтересів учасників фондового ринку. Чітке визначення та розподіл прав та обов'язків професійних учасників, обґрунтоване господарською доцільністю та інтересами ринку поєднання видів професійної діяльності, уніфікаційні процеси на фондовому ринку як в сфері професійної діяльності, так і в формах випуску цінних паперів, технологіях обліку прав власності на них мають вирішити завдання консолідації торгівлі цінними паперами на організованому ринку, розбудови депозитарної системи, а в результаті — якісного зростання фондового ринку України.

3.4.2. Господарська діяльність інвестиційних посередників – основа динаміки фондового ринку

Переміщення інвестиційних коштів на фондовому ринку здійснюється завдяки інвестиційним посередникам, які є ланкою, яка безпосередньо пов'язує інвесторів та емітентів, – активна діяльність яких є запорукою динаміки фондового ринку. Інвестиційними посередниками на фінансовому ринку України виступають торговці цінними паперами, банки, довірчі товариства, компанії з управління активами, професійні адміністратори недержавних пенсійних фондів, страхові компанії, кредитні спілки тощо.

Відповідно до ч. 1 ст. 356 ГК України посередницькою діяльністю у сфері випуску та обігу цінних паперів є підприємницька діяльність суб'єктів господарювання (торговців цінними паперами), для яких операції з цінними паперами становлять виключний вид діяльності або яким така діяльність дозволена законом. Важливим для всіх посередницьких правовідносин є те, що право власності на товар де-факто не переходить до контрагента за

договором, хоча юридично в ряді випадків це може мати місце. По суті, посередник, незалежно від якого імені він виступає, завжди повинен діяти в інтересах власника. В іншому випадку відсутнє посередництво. Замість нього має місце договір купівлі-продажу, постачання тощо. Тобто, посередництво відбувається між власником і майбутнім власником. Такий критерій визначення угод як посередницьких дозволяє віднести до посередництва і представницькі повноваження в сфері підприємницької діяльності на фондовому ринку. Якщо учасник угоди надав послуги іншій особі і не є при цьому власником товару, а лише одержує винагороду за свою діяльність, то такі послуги можна віднести до посередницьких послуг.

З усіх видів суб'єктів підприємницької діяльності на фінансовому ринку до інвестиційних посередників – професійних учасників фондового ринку належать ті з них, що здійснюють професійну діяльність з торгівлі цінними паперами та професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами).

Розглянемо особливості правового регулювання **діяльності з торгівлі цінними паперами** як виду професійної діяльності на фондовому ринку. Відповідно до п. 1 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» професійна діяльність з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку провадиться торговцями цінними паперами, які створюються у формі господарського товариства та для яких операції з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами є виключним видом діяльності, крім випадків, передбачених цим Законом, а також банками. Законодавець виділяє чотири підвиди професійної діяльності з торгівлі цінними паперами:

- брокерська діяльність;
- дилерська діяльність;
- андеррайтинг;
- діяльність з управління цінними паперами.

Основні особливості визначених підвидів діяльності торговців полягають у такому.

Брокерська діяльність — укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів (зокрема, договорів комісії, доручення) щодо цінних паперів від свого імені (від імені іншої особи), за дорученням і за рахунок іншої особи. Тому в літературі брокерська діяльність часто визначається як комісійна діяльність, адже брокер під час укладення угод з купівлі-продажу цінних паперів не використовує власні кошти, а його доход формується за рахунок отриманої від клієнта комісійної винагороди. Також брокерську діяльність визначають як вид комерційного посередництва (агентської діяльності) в зв'язку з тим, що за рядом ознак ці види діяльності збігаються — дії від імені особи, за дорученням та відповідно в інтересах і за рахунок суб'єкта представництва.

Дилерська діяльність — укладення торговцем цінними паперами цивільно-правових договорів щодо цінних паперів від свого імені та за свій рахунок з метою перепродажу, крім випадків, передбачених законом. Дилерська діяльність часто має визначення в якості комерційної діяльності, адже дилер купує цінні папери за власні кошти з метою їх перепродажу у разі зростання курсової вартості. У таких операціях торговець ризикує власним капіталом та самостійно визначається щодо купівлі-продажу цінних паперів відповідно до ринкової кон'юнктури, одержуючи прибуток за рахунок різниці між ціною покупки та ціною продажу. Відмінність дилера від брокера полягає в тому, що при купівлі цінних паперів останнім власником стає не брокер, а комітент або довіритель, а власником цінних паперів, придбаних дилером, стає сам дилер. Дилер, на відміну від брокера, продає товар, що належить йому на праві власності, а брокер відчужує цінні папери, що належать комітенту або довірителю.

Андеррайтинг — укладення торговцем цінними паперами договорів щодо відчуження цінних паперів та/або здійснення дій чи надання послуг, пов'язаних з таким відчуженням, у процесі емісії цих цінних паперів за дорученням, від імені та за рахунок емітента на підставі відповідного договору з емітентом. Якщо брокерська і дилерська діяльність торговця є по суті саме торгівлею

цінними паперами, то андеррайтингові послуги, окрім безпосередньо продажу цінних паперів, включають ряд організаційних дій, пов'язаних з підготовкою їх випуску, визначенням регіональних ринків розміщення, здійсненням реєстрації, обліку, звіту розміщення, викупу нереалізованих цінних паперів, іншими заходами проведення підписки.

Діяльність з управління цінними паперами — діяльність, яка провадиться торговцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами, іншими фінансовими інструментами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери та інші фінансові інструменти, а також отриманими у процесі управління цінними паперами, іншими фінансовими інструментами і грошовими коштами в інтересах установника управління або визначених ним третіх осіб. Ця діяльність є прикладом використання інституту трасту, основи якого закріплені в гл. 70 ЦК України, а практично реалізується у господарському обороті на фондовому ринку в діяльності торговців цінними паперами.

На відміну від відносин в сфері діяльності інститутів спільного інвестування, діяльність з управління цінними паперами, що здійснюється торговцями, має всі необхідні ознаки довірчого управління:

- установником управління є власник цінних паперів, а управителем – суб'єкт підприємницької діяльності;
- передається в управління визначений майновий об'єкт – цінні папери;
- об'єкт управління є відокремленим від іншого майна установника управління та від майна управителя;
- цінні папери, передані в управління, обліковуються в управителя на окремому балансі, і щодо них ведеться окремий облік;
- розрахунки, пов'язані з управлінням цінними паперами, та облік грошових коштів клієнтів здійснюються на окремих поточних рахунках в грошових коштах, що відкриваються торговцем в банку та перебувають в його управлінні.

Зазначимо, що в ч. 7 п. 5 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачена заборона торговцю укласти договір про управління цінними паперами з компанією з управління активами. Це зумовлено, на наш погляд, позицією законодавця спрямованою на розмежування діяльності цих учасників, сприяння розвитку інститутів фондового ринку, в даному випадку компаній з управління активами, а тому є прикладом встановлення перепон для монополізації діяльності на ринку, зайвої її уніфікації.

Детально порядок здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами встановлено Правилами (умовами) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами³⁶².

Чинне законодавство України передбачає існування інших видів діяльності на фондовому ринку, які можуть виконувати торговці цінними паперами. Так, в ч. 2 ст. 357 ГК України передбачено, що при здійсненні виключної діяльності, пов'язаної з випуском та обігом цінних паперів, торговці можуть здійснювати окремі види діяльності, пов'язані також з обігом цінних паперів, зокрема діяльності з надання консультацій власникам цінних паперів. Проте необхідно зазначити, що правове регулювання інвестиційного консультування як виду діяльності на фондовому ринку не знайшло свого розвитку в українському законодавстві. З одного боку, законодавець визначає надання торговцем консультацій власникам цінних паперів видом діяльності, а з іншого, не врегульовує його здійснення актами спеціального законодавства. Проте в практиці Євросоюзу, зокрема Директивою Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. «Про ринки фінансових інструментів» визначається консультування з інвестування як один з офіційно визнаних видів діяльності на фінансовому, в тому числі фондовому, ринку.

³⁶² Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андеррайтингу, управління цінними паперами: рішення ДКЦПФР від 12 грудня 2006 р. № 1449 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0052-07>.

Вважаємо, що інвестиційне консультування має бути закріплене як підвид професійної діяльності з торгівлі цінними паперами з необхідністю отримання ліцензії (дозволу) на його здійснення від регулятора. Це також зумовлено тим, що надання консультацій повинно здійснюватись особами, що мають досвід у цій сфері, що підтверджується відповідними сертифікатами, а тому, у такому випадку діють як механізми юридичної відповідальності за якість консультування, так і правила професійної етики.

Щодо чинних підвидів професійної діяльності торговців цінними паперами, то певні дискусії в процесі правового регулювання діяльності торговців викликали питання визначення обсягів та меж цієї діяльності. В підрозділі, присвяченому діяльності інвесторів на фондовому ринку, було проаналізовано відмінності в діяльності інвестора та дилера на фондовому ринку.

Проте зазначимо, що з позиції О.В. Кологойди, здійснення цивільно-правових угод з цінними паперами від власного імені та за свій рахунок буде вважатись торгівлею цінними паперами, якщо є мета перепродажу третім особам. Тому на її думку, придбання цінних паперів інвестором, який не є особою, що здійснює професійну діяльність на ринку цінних паперів на підставі ліцензії НКЦПФР від власного імені та за власний рахунок до моменту продажу цих цінних паперів третій особі не є торгівлею цінними паперами. Це зумовлено тим, що мета перепродажу третім особам буде підтверджена тільки після укладання цивільно-правової угоди з цінними паперами, що передбачає перехід права власності на ці цінні папери від інвестора до іншої особи³⁶³. Зазначимо, що, хоча певна правова логіка в цій позиції є, але ми не погоджуємося з таким баченням, бо наслідками запровадження подібної норми стануть: зростання позабіржової торгівлі, нівелювання ролі торговців, примітивізації відносин в сфері обігу цінних паперів.

³⁶³ Кологойда О.В. Правове регулювання фондового ринку України. – К.: Юрінком Інтер, 2008. – С. 204–205.

Відповідно до п. 3 ст. 165 ГК України операції купівлі-продажу цінних паперів здійснюють їх емітенти, власники, а також торговці цінними паперами – посередники у сфері випуску та обігу цінних паперів. Види та порядок здійснення зазначеної діяльності визначаються цим Кодексом та іншими законами. Коментуючи наведену норму ГК України, О. Дозорець зазначає, що емітенти цінних паперів та їх власники (як первинні, так і ті, що придбали цінні папери на вторинному ринку) можуть вільно розпоряджатися належними їм цінними паперами самостійно, не вдаючись до послуг професійних учасників фондового ринку — ліцензованих торговців цінними паперами. Тобто, залучення торговців цінними паперами до укладання договорів купівлі-продажу акцій, облігацій, векселів та інших цінних паперів не є обов'язковим³⁶⁴.

Ми не погоджуємося з такою позицією. Як визначає ст. 356 ГК України, підприємницька діяльність у сфері випуску та обігу цінних паперів для суб'єктів, що її здійснюють – торговців цінними паперами є для них виключним видом діяльності, а тому не може виконуватись довільно будь-яким іншою особою. Щодо окремих операцій, то дійсно їх виконання неторговцями можливо за певних умов. Саме у зв'язку з цим законодавець визначив перелік випадків, коли правочини щодо цінних паперів можуть здійснюватись без участі торговця цінним паперами.

Відповідний перелік був в свій час визначений рішенням ДКЦПФР «Про визначення операцій, що не відносяться до торгівлі цінними паперами як виду професійної діяльності»³⁶⁵. Цим рішенням було здійснено чітке виокремлення операцій як таких, що не потребують отримання ліцензії на здійснення діяльності, пов'язаної з випуском та обігом цінних паперів. Визначено, що усі інші операції суб'єктів господарської діяльності, пов'язані з купівлею-

³⁶⁴ Дозорець О. Деякі аспекти правого регулювання операцій з цінними паперами за Цивільним і Господарським кодексами України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.yurradnik.com.ua>.

³⁶⁵ Про визначення операцій, що не відносяться до торгівлі цінними паперами як виду професійної діяльності: рішення ДКЦПФР від 29 жовтня 2002 р. № 321 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0904-02>.

продажем цінних паперів, вважаються професійною діяльністю та потребують отримання відповідної ліцензії.

На сьогодні в п. 8 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено перелік випадків коли правочини щодо цінних паперів можуть здійснюватись без участі торговця цінним паперами. Водночас, в п. 9 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» зазначено, що правочини щодо цінних паперів, вчинені без участі (посередництва) торговця цінними паперами, крім випадків, передбачених частиною восьмою цієї статті, є нікчемними.

Саме тому залучення торговців цінними паперами до укладання договорів купівлі-продажу акцій, облігацій та інших емісійних цінних паперів є обов'язковим, а вільне розпорядження власниками належними їм цінними паперами повинно здійснюватись виключно у передбачений законом спосіб – на підставі договорів комісії або договорів доручення через ліцензованого брокера, а також на підставі договорів купівлі-продажу або міни, укладених безпосередньо з брокером. Будь-які інші, крім означених, операції без участі торговця цінними паперами, які здійснюються особами що не мають ліцензії НКЦПФР, відповідно до господарсько-правових угод, що передбачають передачу права власності на раніше придбані цією особою цінні папери, є правопорушенням – діяльністю без ліцензії, обов'язок одержання якої передбачений чинним законодавством, а тому його наслідком є застосування санкцій, передбачених в ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Посилаючись на світову практику, фахівці підкреслюють, що в усіх розвинутих країнах купівля та продаж цінних паперів з комерційною метою здійснюється виключно через професійних учасників фондового ринку — торговців цінними паперами. Спонукає до цього висока ефективність проведення операцій через професійного посередника, який володіє повною

інформацією про стан ринку, а також має значний досвід, що дозволяє звести ризики, пов'язані з процесом купівлі-продажу цінних паперів, до мінімуму³⁶⁶.

Але зазначимо, що дія цього правила важлива не тільки з позиції державного регулювання діяльності учасників фондового ринку в частині ліцензування професійної діяльності, а й надзвичайно актуальна в плані розвитку організованого фондового ринку. Необхідно додати, що консолідація торгівлі через професійних учасників фондового ринку – торговців цінними паперами повинна супроводжуватись зобов'язанням останніх здійснювати таку діяльність виключно на організованому ринку, тобто на фондовій біржі. Проте ч. 1 п. 10 ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначає обов'язок торговця цінними паперами подавати до загальнодоступної інформаційної бази даних Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про ринок цінних паперів для подальшого розміщення такої інформації про всі вчинені поза фондовою біржою ним або за його участю правочини щодо емісійних цінних паперів. Це, на нашу думку, є недостатнім. Вважаємо необхідним закріплення норми, згідно з якою торговець цінним паперами має здійснювати всі операції з купівлі-продажу цінних паперів виключно на фондовій біржі з відповідною фіксацією останньою такої інформації. А звітну інформацію про укладені угоди торговець цінним паперами подає до НКЦПФР. Така норма є логічною та обґрунтованою також і тим, що усувається зайве дублювання в процесах подання інформації торговцем. Також для здійснення торговцем операцій з купівлі-продажу цінних паперів виключно на фондовій біржі доцільним, на нашу думку, ввести до ст. 17 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» норму про обов'язкову наявність у торговця власного брокерського місця на фондовій біржі. Це є умовою підвищення конкурентоспроможності торговця цінними паперами, дозволяє йому безпосередньо брати участь у

³⁶⁶ *Арестархов О.* Развязали руки, незаметно завязав ноги // *Бизнес.* – 2002. – № 49. – С. 18.

розміщенні цінних паперів, контролювати обіг цих паперів на вторинному ринку, а також оперативно реагувати на зміни стану ринку.

Враховуючи консолідацію фондового ринку та підвищення ролі торговців цінними паперами, вважаємо доцільним дещо уточнити умови розміщення емітентом власних цінних паперів та відповідно проведення андеррайтингу торговцями. На сьогодні діє норма щодо добровільності залучення емітентом андеррайтера як щодо відкритого, так і щодо закритого розміщення цінних паперів. Діяльність з андеррайтингу є процесом, що містить визначену кількість етапів та потребує відповідної підготовки фахівців. Її здійснення на непрофесійному рівні породжує не тільки проблеми технічного та організаційного характеру, а й часто і юридичного. В світовій практиці так зване IPO (Initial Public Offering) – первісна публічна пропозиція давно та однозначно здійснюється із залученням фахівців в особі професійних учасників фондових ринків. Запроваджена з прийняттям Закону України «Про акціонерні товариства» норма щодо обов'язковості для публічних акціонерних товариств проходження процедури лістингу, що згодом змінена на обов'язок включення акцій до біржового списку, також обумовлює додаткові умови в діяльності емітента. Ще більшого навантаження в роботі емітента має здійснення процедур для допуску його цінних паперів до торгів з проходженням процедури лістингу. На рівні законопроектів містились пропозиції про встановлення норми щодо обов'язковості залучення андеррайтера в разі перевищення певних порогових (верхніх) значень розміру емісії, але вони не були сприйняті законодавцем. Ми вважаємо, що встановлення певних меж, визначених в грошовому вигляді, є достатньо відносним та принципово не вирішує це питання. На нашу думку, доцільним буде запровадження норми – правила щодо обов'язковості залучення андеррайтера при здійсненні емітентом публічного (відкритого) розміщення цінних паперів, адже з такою формою має місце залучення стороннього інвестора і розміщення цінних паперів серед заздалегідь не визначеного кола осіб, що потребує певного рівня професіоналізму при здійсненні таких дій.

Водночас проведення закритого (приватного) розміщення цінних паперів доцільно залишити на вибір емітента – здійснювати самостійно або через андеррайтера. На нашу думку, в цілому така новація не повинна сприйматись як штучна спроба обмеження повноважень емітента, а як крок до запровадження на фондовому ринку України сучасних норм введення бізнесу.

Окремої уваги потребує питання поєднання діяльності торговців цінними паперами з іншими видами професійної діяльності на фондовому ринку. В п. 3 ст. 26 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що діяльність торговця цінними паперами може поєднуватися з окремими видами депозитарної діяльності. Як нами вже зазначалось при здійсненні дослідження питань поєднання професійної діяльності інфраструктурними учасниками фондового ринку, поєднання видів професійної діяльності на фондовому ринку повинно здійснюватись за умови забезпечення неупередженості та однакового ставлення професійних учасників до непрофесійних учасників фондового ринку – емітентів та інвесторів, захисту їх прав та інтересів. Базовою засадою при здійсненні поєднання повинен бути принцип розподілу видів професійної діяльності, а саме відокремлення діяльності інфраструктурних учасників від діяльності інвестиційних посередників для протидії можливому зловживанню повноваженнями та інформацією. З урахуванням цієї позиції, вважаємо недоцільним поєднання діяльності з торгівлі цінними паперами з видами депозитарної діяльності, та пропонуємо скасувати норми, що передбачають можливість такого поєднання, а саме: виключити п. 3 ст. 26 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»³⁶⁷.

Відповідні зміни необхідно внести і до підзаконних актів, зокрема до Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку.

³⁶⁷ *Полюхович В.І.* Особливості правового регулювання діяльності з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку України // *Право та управління.* – 2011. – № 3. – С. 210 – 218. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/e-journals/prtup/2011_3/pdf/11pvifru.pdf.

Здійснюючи дослідження професійної діяльності з управління активами, перш за все, необхідно з'ясувати правовий зміст цієї діяльності. Чинне законодавство містить два рівні за своїм правовим змістом визначення цієї діяльності.

У п. 1 ст. 18 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що діяльність з управління активами інституційних інвесторів – професійна діяльність учасника фондового ринку – компанії з управління активами, що провадиться нею за винагороду від свого імені або на підставі відповідного договору про управління активами інституційних інвесторів.

У п. 5) ч. 1 ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначено, що діяльність з управління активами – професійна діяльність учасника фондового ринку – компанії з управління активами, що провадиться нею за винагороду від власного імені або на підставі відповідного договору про управління активами, які належать інституційним інвесторам на праві власності.

Як бачимо, хоча ці визначення не є тотожними, проте юридично їх зміст є рівнозначним. В обох випадках визначено:

- єдиного суб'єкта професійної діяльності – КУА;
- єдині умови здійснення діяльності – за винагороду від свого імені або на підставі договору;
- єдиний предмет управління – активи, що належать інституційним інвесторам.

В п. 2 ст. 18 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, що діяльність з управління активами інституційних інвесторів регулюється спеціальним законодавством. До такого законодавства, на нашу думку, належать Закон України «Про ІСІ», Закон України «Про недержавне пенсійне забезпечення» та підзаконні акти НКЦПФР.

Але вже на рівні правового регулювання діяльності з управління активами законами України є певні протиріччя та неузгодженості. Так, наведене визначення професійної діяльності з управління активами інституційних

інвесторів (діяльності з управління активами) визначає єдиним суб'єктом цього виду професійної діяльності компанії з управління активами. Проте відповідно до ст. 34 Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення»³⁶⁸ діяльність з управління активами такого інституційного інвестора, як недержавний пенсійний фонд, може здійснювати не лише КУА, а й професійний адміністратор. Суб'єктом діяльності з управління активами може бути також банк щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду. А управління страховими резервами, що також є за своїм змістом діяльністю з управління активами, здійснюють безпосередньо страхові компанії (юридично – інституційні інвестори) в межах своєї господарської діяльності без отримання спеціальної ліцензії ні від НКЦПФР, ні від Нацфінпослуг.

У такий же спосіб здійснюється правове регулювання на підзаконному рівні. Зокрема, Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами³⁶⁹ визначає таких осіб, що провадять діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами):

- компанія з управління активами;
- професійний адміністратор недержавного пенсійного фонду щодо активів фонду, адміністратором якого він є;
- банк щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду.

Таким чином, перелік господарюючих суб'єктів, які мають право здійснювати діяльність з управління активами інституційних інвесторів в Україні, окрім компанії з управління активами, включає професійного адміністратора недержавного пенсійного фонду щодо активів адміністрованого ним фонду, банк щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду, страхові компанії щодо належних їм страхових резервів. З них

³⁶⁸ Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України 9 липня 2003 р. № 1057-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 47–48. – Ст. 372.

³⁶⁹ Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами: рішення ДКЦПФР від 2 листопада 2006 р. № 1227 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z1252-06>.

необхідність отримання спеціальної ліцензії НКЦПФР для здійснення діяльності з управління активами передбачено відповідно до Ліцензійних умов провадження професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами)³⁷⁰ для трьох видів зазначених суб'єктів, окрім страхових компаній. На нашу думку, логічною є уніфікація правового регулювання у напрямку дерегуляції господарської діяльності в сфері управління активами інституційних інвесторів.

Зміст та обґрунтування нашої пропозиції полягає в такому. Так, якщо страхова компанія – інституційний інвестор відповідно до ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» здійснює управління своїми активами – страховими резервами без отримання спеціальної ліцензії, а фактично в межах ліцензії на страхування та вимог регулятора до структури резервів, то за схожих (в широкому розумінні) умов господарювання адміністратор недержавного пенсійного фонду, окрім ліцензії на провадження діяльності з адміністрування пенсійних фондів, повинен додатково отримувати ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів, хоча фактично управління активами недержавного пенсійного фонду є (і повинно бути в юридичному змісті) складовою діяльності з адміністрування пенсійного фонду, як і діяльність з управління страховими резервами є складовою страхової діяльності. Аналогічно можна зазначити про управління банком активами створеного ним корпоративного пенсійного фонду, що також може здійснюватись в межах банківської діяльності з урахуванням вимог щодо структури таких активів. Водночас, не може бути заборонено зазначеним господарюючим суб'єктам звертатись, якщо необхідно, до компаній з управління активами для здійснення управління належними їм активами. Або можливим є встановлення граничної межі

³⁷⁰ Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами): рішення ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 341 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0864-06>.

розміру активів, у разі перевищення якого господарюючий суб'єкт зобов'язаний залучати компанію з управління активами за аналогією з існуючою необхідністю передання ведення реєстру власників іменних цінних паперів від емітента депозитарній установі при перевищенні кількості акціонерів в 500 осіб. Більше того, за умов існуючого порядку має місце вплив двох регуляторів – НКЦПФР і Нацфінпослуг на діяльність одного господарюючого суб'єкта – адміністратора недержавного пенсійного фонду за основним напрямом його діяльності, що також є негативним фактором державної регуляторної політики.

Тому зміст нашої пропозиції полягає у тому, щоб скасувати положення щодо необхідності отримання ліцензії на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами для професійного адміністратора недержавних пенсійних фондів та банків, але нормативно закріпити граничний розмір активів інституційних інвесторів, при перевищенні якого необхідним є залучення компанії з управління активами. Цей порядок має поширюватись на всіх інституційних інвесторів, в тому числі і страхові компанії. Відповідно і юридично, і фактично єдиним і виключним суб'єктом професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами має бути компанія з управління активами інституційних інвесторів, що й передбачено при визначенні змісту цієї діяльності в ч. 1 ст. 18 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» та в п. 5) ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні».

Зупинимось на питаннях пов'язаних з поєднанням діяльності з управління активами з іншими видами професійної діяльності на фондовому ринку.

Як нами зазначалось вище, діяльність торговців цінними паперами та діяльність з управління активами інституційних інвесторів є складовими сфери інвестиційного посередництва на фондовому ринку. Вище нами обґрунтована позиція щодо недоцільності поєднання діяльності інфраструктурних учасників та діяльності інвестиційних посередників, з можливістю поєднання окремих

видів професійної діяльності всередині цих угруповань. Щодо інвестиційних посередників, то вважаємо доцільним розглянути можливість поєднання діяльності компаній з управління активами з діяльністю з торгівлі цінними паперами. Між цими видами професійної діяльності відсутні протиріччя, пов'язані як з їх роллю на ринку та напрямками функціонування, так і щодо змісту діяльності ліцензіатів. Тому вважаємо, що існуючі заборони на поєднання професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів та діяльності з торгівлі цінними паперами є зайвими та такими, що стримують розвиток останніх. Наприклад, компанія з управління активами при отриманні ліцензії торговця буде мати власне брокерське місце на фондовій біржі, здійснювати дилерську діяльність, а тому більш оперативно реагувати на зміни на фондовому ринку для задоволення інтересів своїх інвесторів без обов'язкового додаткового залучення торговця цінними паперами. Також професійна діяльність з управління активами та діяльність торговця з управління цінними паперами є близькими за економіко-правовим змістом, а їх можливе поєднання в господарській діяльності є цілком логічним.

До того ж, якщо брати до уваги закордонний досвід, то найбільш досконало серед країн СНД розроблено законодавство з цінних паперів Республіки Казахстан, яке передбачає можливості як поєднання брокерсько-дилерської діяльності з діяльністю по управлінню інвестиційним портфелем, так і навпаки - діяльності по управлінню інвестиційним портфелем з брокерсько-дилерською діяльністю³⁷¹. Такий порядок діє в Республіці Казахстан. В Російській Федерації допускається поєднання професійної діяльності з управління активами з діяльністю з довірчого управління цінними паперами, управління пенсійними резервами недержавних пенсійних фондів та управління страховими резервами страхових компаній³⁷². Ми вважаємо

³⁷¹ *О совмещении* видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан от 27 октября 2003 г. № 379 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://kazakhstan.news-city.info/docs/sistemsx/dok_ieqohz.htm.

³⁷² *Об инвестиционных* фондах: Федеральный Закон Российской Федерации от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.consultant.ru/popular>.

доцільним встановити можливість поєднання професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів з професійною діяльністю з торгівлі цінними паперами без можливості зворотного поєднання, а саме здійснення торговцями цінними паперами діяльності з управління активами інституційних інвесторів³⁷³.

Тому, враховуючи все зазначене щодо можливості поєднання діяльності з управління активами з іншими видами професійної діяльності на фондовому ринку, пропонуємо викласти п. 5 ст. 26 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» у такій редакції:

«5) діяльність з управління активами інституційних інвесторів може поєднуватись із діяльністю з торгівлі цінними паперами».

Розглянемо окремі аспекти правового регулювання професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів. В ч. 6 ст. 29 Закону України «Про ІСІ» передбачено, що компанія з управління активами венчурного фонду бере участь в управлінні діяльністю емітента, корпоративні права якого перебувають в активах фонду, активами якого ця компанія управляє. Вважаємо, що КУА, яка здійснює управління активами не тільки венчурного фонду, а й інших інституційних інвесторів також має бути наділена правами брати участь в управлінні діяльністю емітента, корпоративні права якого перебувають в активах управління. Адже з набуттям корпоративних прав акціонерного товариства особа набуває прав акціонера, що автоматично передбачає набуття нею певної сукупності прав, в тому числі і на участь в управлінні акціонерним товариством відповідно до ст. 25 Закону України «Про акціонерні товариства». Тому вважаємо за необхідне закріплення норми, де передбачити право компанії з управління активами брати участь в управлінні діяльністю емітента, корпоративні права якого перебувають в сфері її управління.

³⁷³ *Полюхович В.І.* Особливості правового регулювання діяльності з управління активами на фондовому ринку України // Вісник Харківського університету. – Х. – 2011. – № 988. – С. 177–182.

По ходу зазначимо, що в свій час джерелом для створення Закону України «Про ІСІ» слугували положення Директиви Ради ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. «Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних актів, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери (ІСІ), що підлягають обігу», що стало причиною імплементації ряду норм, які не завжди повністю кореспондуються з положеннями чинного законодавства України, в окремих випадках обмежують права учасників фондового ринку. Прикладом цього є передбачене в ст. 25 Директиви обмеження на здійснення управління діяльністю емітента керуючою компанією.

Водночас, окремі положення Директиви Ради ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. містять норми, які було б варто врахувати. Так в п. 5 ст. 5а Директиви передбачено, що компетентні органи можуть відкликати ліцензію, видану компанії з управління активами, коли така компанія не використовує ліцензію протягом 12 місяців. В Україні в ст. 32 Закону України «Про ІСІ» передбачено, що НКЦПФР має право прийняти рішення про анулювання ліцензії КУА у разі непроведення компанією з управління активами діяльності з управління активами протягом двох років. Вважаємо, що запровадження однорічного обмежуючого терміну можливої бездіяльності КУА є більш доцільним для стимулювання її активних дій, а тому в даному випадку положення Директиви Ради ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. в цій частині повинні бути імplementовані в чинне законодавство України шляхом внесення змін до ст. 32 Закону України «Про ІСІ».

Також вважаємо доцільним імplementацію норми, передбаченої п. 4 ст. 4 Директиви Ради ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р., яка передбачає погодження з компетентними державними органами заміни компанії з управління активами та депозитарію при управлінні ІСІ, що підвищує контролюючий вплив на діяльність з управління активами, захист прав інвесторів. Для цього доцільним є запровадження в Законі України «Про ІСІ» норми, яка б передбачала необхідність погодження здійснення заміни компанії

з управління активами та зберігача активів ІСІ відповідним територіальним органом НКЦПФР.

Відповідно до норм ст. 51 Закону України «Про ІСІ» зберігач активів ІСІ наділений певними контрольними функціями щодо діяльності КУА та встановлена його відповідальність у випадку завдання збитків акціонерам. Вважаємо можливим, поряд з існуючими запровадити додаткові контрольні функції з боку зберігача активів ІСІ стосовно КУА. Зокрема, встановити обов'язок КУА отримувати погодження зберігача на розпорядження КУА активами ІСІ за виключенням розпорядження цінними паперами у випадку виконання угод, укладених через організаторів торгівлі. Аналогічна норма діє в Російській Федерації³⁷⁴.

Наостанок зауважимо про розбіжності, що мають місце в чинних нормативних актах щодо розміру статутного капіталу особи, статутом якої передбачена діяльність з управління активами. Так, ч. 2 ст. 29 Закону України «Про ІСІ» передбачено, що розмір статутного капіталу компанії з управління активами ІСІ – корпоративних та пайових інвестиційних фондів має становити не менше, ніж 7 мільйонів гривень. У ст. 39 Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» визначено, що ліцензія на провадження діяльності з управління активами видається відповідній особі за умови, що вона мала сплачений грошовими коштами статутний капітал у розмірі не менше, ніж 7 мільйонів гривень на день подання документів до Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку для отримання цієї ліцензії. А особа, яка отримала ліцензію на провадження діяльності з управління активами, зобов'язана підтримувати розмір власного капіталу на рівні, не меншому, ніж розмір її зареєстрованого статутного капіталу. Логічним є вважати, що ця норма Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» є загальною щодо всіх осіб, які здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів.

³⁷⁴ *Об инвестиционных фондах: Федеральный Закон Российской Федерации от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular>.*

Водночас підзаконним актом – Ліцензійними умовами провадження професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами) передбачено, що розмір статутного капіталу компанії з управління активами, статутом якої передбачена діяльність з управління активами виключно пенсійних фондів, сплачений грошовими коштами, повинен становити суму не меншу, ніж сума, еквівалентна 300 000 євро за офіційним обмінним курсом Національного банку України на дату державної реєстрації юридичної особи (п. 3 гл. 1 р. II Ліцензійних умов). Також визначено, що професійний адміністратор недержавного пенсійного фонду, який отримав ліцензію на провадження професійної діяльності з адміністрування недержавних пенсійних фондів та ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами), зобов'язаний підтримувати розмір власного капіталу на рівні не менше, ніж сума, еквівалентна 300 000 євро за офіційним обмінним курсом Національного банку України (п. 3 гл. 2 р. III Ліцензійних умов).

Таким чином, на рівні підзаконного нормативного акта встановлено нижчі вимоги щодо розміру статутного капіталу, власного капіталу ніж законом України. При цьому можливі заперечення щодо обґрунтованості такого розміру тим, що особа здійснює діяльність з управління активами виключно пенсійних фондів, не може бути задіяна як така, що не має відповідного закріплення на рівні закону України. Тому пропонуємо привести Ліцензійні умови провадження професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами) у відповідність до вимог Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення», а саме: встановлення вимог щодо розміру статутного капіталу, власного капіталу осіб, що здійснюють управління активами недержавних пенсійних фондів, у сумі не менше, ніж 7 мільйонів гривень.

Підсумовуючи дослідження окремих питань державного регулювання діяльності професійних учасників фондового ринку України, зазначимо

очевидну розпорошеність у нормативному регулюванні цієї сфери, що породжує неузгодженість норм, відсутність системності в правовому регулюванні. Вирішенням цієї проблеми, на нашу думку, стало б прийняття окремого Закону України «Про професійну діяльність на фондовому ринку», де б системно врегульовались такі положення: поняття професійної діяльності на фондовому ринку; система її видів (підвидів) та взаємозв'язок між ними; зміст та особливості реалізації функцій професійних учасників у відносинах (у першу чергу, договірних) між собою та з іншими учасниками фондового ринку; вимоги до професійних учасників при організації та здійсненні своєї діяльності; основні засади легітимації їх діяльності: ліцензування учасників та сертифікація їх працівників; порядок та виключний перелік випадків поєднання видів (підвидів) професійної діяльності на фондовому ринку; форми й методи державного регулювання та саморегулювання професійної діяльності; види та порядок притягнення до відповідальності професійних учасників. У зв'язку з цим Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» має встановлювати лише загальні норми щодо здійснення професійної діяльності, її місця в системі правовідносин на фондовому ринку, а детальна системна регламентація здійснюватиметься спеціальним законом.

РОЗДІЛ 4

ЗАСОБИ ТА ФОРМИ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ

4.1. Поняття засобів та форм державного регулювання фондового ринку України

Засоби державного регулювання господарської діяльності неодноразово були предметом дослідження провідних вчених-юристів у сфері адміністративного та господарського права. Серед них вагомий внесок у розвиток зазначеної проблеми внесли О.П. Віхров, І.М. Кравець, В.К. Мамутов, Д.І. Погрібний, О.П. Подцерковний, Г.В. Пронська, Н.А. Саніахметова, В.С. Щербина та інші. В дослідженнях часто йдеться про недосконалість окремих положень Господарського кодексу України, висуваються пропозиції щодо його удосконалення.

Коротко визначимо позицію стосовно окремих аспектів правового регулювання засобів державного регулювання господарської діяльності. Так, в ч. 2 ст. 12 ГК України визначено засоби державного регулювання господарської діяльності, які є видами регулюючого впливу держави, що реалізуються на практиці в певних нормативно визначених формах. Необхідно зазначити, що визначений перелік засобів не відображає всіх існуючих засобів державного регулювання господарської діяльності. До того ж, гл. 2 ГК України містить категорії, які не визначено ні як засоби, ні як напрями, ні як форми державного регулювання господарської діяльності. Наприклад, це діяльність держави щодо обмеження монополізму та сприяння змагальності у сфері господарювання, здійснення державного контролю та нагляду за господарською діяльністю, захисту прав суб'єктів – учасників господарських відносин та споживачів. Вважаємо, що ці категорії можуть визначатися як засоби державного регулювання господарських відносин. Наша позиція ґрунтується на тому, що

визначені категорії є, по суті, видами регулюючого впливу, в яких реалізуються регулятивні повноваження державних органів у різних сферах господарської діяльності. Як зазначалося вище, засоби державного регулювання фондового ринку є видами регулюючого впливу держави, кожен з яких спрямовано на регулювання окремих складових господарської діяльності. Саме цим, у свою чергу, зумовлено і господарсько-правовий зміст цих засобів державного регулювання.

Проте наукові дослідження засобів державного регулювання саме фондового ринку України носять здебільшого епізодичний, несистемний характер. Не всі з визначених в ч. 2 ст. 12 ГК України засобів державного регулювання господарської діяльності можуть бути застосовані до відносин, що мають місце на фондовому ринку. До засобів державного регулювання, що застосовуються на фондовому ринку, належать: ліцензування діяльності професійних учасників фондового ринку, сертифікація фахівців з питань фондового ринку, запровадження міжнародних стандартів для реєстрації цінних паперів та всіх видів офіційної інформації, що поширюється на ринку, встановлення пільгових режимів оподаткування, штрафних санкцій за недотримання встановлених правил, запровадження компенсаційних механізмів, страхування інвестицій тощо.

Засоби державного регулювання фондового ринку можна класифікувати за низкою критеріїв. Вище ми вже класифікували ці засоби за характером правового регулювання. Серед критеріїв здійснення класифікації деякі фахівці пропонують поділяти ці засоби за характером регулюючого впливу на керовану систему, а саме, розглядати засоби державного регулювання шляхом виокремлення засобів прямого та непрямого впливу³⁷⁵.

Так, засоби прямого впливу реалізуються у формах, що передбачають обов'язкове їх виконання та дотримання керованим об'єктом. Серед існуючих засобів державного регулювання фондового ринку до засобів прямого впливу

³⁷⁵ *Корягин Н.Е., Михайлов А.В., Чельшев М.Ю.* Комментарий к законодательству о государственном регулировании предпринимательской деятельности. – СПб. – 2003. – С. 45.

можна віднести запровадження стандартів, накладення штрафних санкцій, державний контроль тощо.

Засобами непрямого впливу визначаються як вплив на поведінку або стан керованого об'єкта через створення ситуації, у рамках якої досягаються бажані для регулюючого суб'єкта поведінка та стан об'єкта регулювання. До такого виду засобів, що застосовуються на фондовому ринку, можна віднести ліцензування діяльності професійних учасників, сертифікацію їх фахівців, встановлення пільгових режимів оподаткування, страхування на фондовому ринку тощо. Часто засоби непрямого впливу ототожнюють із засобами економіко-правового характеру, а, відповідно, засоби прямого впливу – з адміністративно-правовими³⁷⁶. Зазначимо, що хоча має місце певна, так би мовити, кореляція в цих групах, але повне ототожнення неможливе. Наприклад, ліцензування – це засіб державного регулювання фондового ринку, що має адміністративно-правовий характер, але водночас, на нашу думку, неможливо його віднести до засобів прямого впливу, адже потенційний ліцензіат самостійно приймає рішення про заняття тим чи іншим видом професійної діяльності.

Ю.А. Тихомиров звертає увагу на гнучкість засобів державного регулювання, вказуючи, що є стійкі засоби (наприклад, реєстрація підприємств), є більш рухливі (види податків, ліцензій тощо), а також оперативно змінювані. Важливо у будь-якій економічній ситуації правильно використовувати той «набір» засобів регулювання, що надає можливість зберегти підвалини економіки і одночасно стимулювати господарську саморегуляцію суб'єктів ринкових відносин, забезпечити функціонування незалежних ринкових структур типу банків, інформаційних центрів, страхових компаній³⁷⁷.

³⁷⁶ Добровольська В. Засоби державного регулювання підприємницької діяльності / Підприємництво, господарство і право. – 2006. – № 2. – С. 60–63; Стеценко С.Г. Адміністративне право України: навч. посібник. – вид. 3-тє, перероб. та доп. – К.: Атіка, 2011. – С. 171.

³⁷⁷ Тихомиров Ю.А. Предприниматель и закон. – М., – 1996. – С. 34.

Аналогічні критерії можна застосувати і до засобів державного регулювання фондового ринку. Якщо надання інвестиційних преференцій, встановлення пільгових режимів оподаткування і деякою мірою ліцензування можна віднести до рухливих засобів, то сертифікація фахівців, стандартизація є більш стійкими засобами державного регулювання. До оперативних змінюваних можна в деякій мірі віднести страхування на фондовому ринку.

Також можна класифікувати засоби як за суб'єктами їх здійснення, так і за об'єктами, які є, так би мовити, адресатами регулюючого впливу. За цими критеріями можна виділяти засоби державного регулювання фондового ринку, застосування яких здійснюється органами державної влади, саморегулювальними організаціями (делеговане регулювання). Також за об'єктом регулювання можна виділяти засоби державного регулювання фондового ринку, що застосовуються до діяльності професійних учасників фондового ринку, інвесторів, емітентів, а також за певних умов спрямовані на регулювання поведінки юридичних осіб і громадян загалом. Безумовно, стосовно кожної з цих груп застосування визначених засобів державного регулювання буде суттєво відрізнятися.

Визначимо позицію щодо розмежування засобів та форм державного регулювання фондового ринку. Вище ми коротко зупинялись на питанні розмежування методів, засобів та форм державного регулювання господарської діяльності та існуючих позиціях вчених-юристів з цього приводу. До зазначеного вважаємо необхідним додати, що термін «засіб державного регулювання», який уособлює вид регулюючого впливу, є завжди первинним та основним відносно терміна «форма державного регулювання», адже за відсутності чіткої спрямованості людської поведінки неможливо надати їй будь-якої форми. Форму можна надати лише діючій конструкції, чи то предмету, поведінці, чи науковій категорії. В цьому сенсі, по-перше, правомірно виділяти спочатку засоби державного регулювання господарських відносин, а вже потім його форми, а, по-друге, одному і тому

самому засобу державного регулювання господарських відносин можуть відповідати як стійкі, усталені, так і нові форми в практиці його реалізації. Водночас, окремі засоби можуть мати спільні чи однакові форми застосування.

Якщо засобам державного регулювання господарської діяльності приділялась значна увага вітчизняних вчених, то формам державного регулювання господарської діяльності як правовій категорії приділялось менше уваги при дослідженнях господарсько-правових відносин, в тому числі і відносин на фондовому ринку України.

Проте насамперед доцільно з'ясувати зміст поняття «форми державного регулювання господарської діяльності». Як зазначалося вище, форми державного регулювання є зовнішнім виразом змісту регулюючого впливу держави на певні суспільні процеси, а саме, засобів державного регулювання. Так, відповідно до Юридичної енциклопедії, термін «форма», серед іншого, визначено як «устрій, вид, тип, структура суспільних (соціальних, економічних, правових, організаційних тощо) утворень або процесів (управління, судочинства тощо)»³⁷⁸. На думку вчених О.П. Подцерковного та О.М. Ломакіної, «формою державного впливу на господарські відносини доречно визнавати зовнішній вираз дії державних органів, що виникає при реалізації їх специфічних завдань і функцій в процесі застосування обраного і методу державного впливу на економіку»³⁷⁹. Погоджуючись з тим, що форма має зв'язок із методом державного регулювання, вважаємо за необхідне висловити свою позицію про те, що основним і безпосереднім джерелом та основою для створення форми є засіб державного регулювання господарської діяльності.

Як правило, в науковому обігу часто вживається термін «форми організаційно-господарської діяльності держави», що має багато спільного, але,

³⁷⁸ *Нагребельний В.П.* Форма // Юридична енциклопедія: В 6-и т. /Редкол.: Ю.С. Шемшученко (голова редкол.) та ін. – К.: «Укр. енцикл.», 2004. – Т. 6. – С. 294.

³⁷⁹ *Подцерковний О., Ломакіна О.* Проблеми визначення методів і форм державного регулювання господарських відносин / Підприємництво, господарство і право. – 2002. – № 8. – С. 3–6.

на нашу думку, не є тотожним з досліджуваним терміном. Справа в тому, що зміст понять «організаційно-господарська діяльність держави» та «державне регулювання господарської діяльності» відрізняється як за суб'єктним складом учасників процесу, так і за змістом безпосередніх дій, що відображають суть цих термінів. Організаційно-господарська діяльність держави здійснюється в межах організаційно-господарських відносин, що складаються у процесі управління господарською діяльністю відповідно до змісту п. 6 ст. 3 ГК України. Водночас, як термін «державне регулювання господарської діяльності» включає не лише організаційно-господарську діяльність держави, де держава є більшою мірою суб'єктом управління, ніж регулювання, а й інші види державного регулятивного впливу, чим охоплюється більша за обсягом сфера відносин у суспільстві.

Ця позиція співзвучна з висновками, які отримані при дослідженні розмежування термінів «державне регулювання» та «державне управління» фондовим ринком.

Як відомо, в межах державного управління превалює метод владних приписів, або імперативний метод (метод субординації), що в організаційно-господарській діяльності держави передбачає здійснення державою в особі своїх органів дій щодо організації безпосередньої господарської діяльності, а саме, прийняття конкретних рішень про створення суб'єктів підприємницької діяльності, врегулювання їх діяльності, нормативного закріплення їх правового статусу тощо. В межах державного регулювання фондовим ринком має місце діяльність органів державної влади по регулюванню господарської діяльності загалом, а саме, прийняття нормативних актів, що визначають правові режими господарювання, забезпечення функціонування та дотримання учасниками визначених правових режимів господарювання, контрольна та наглядова діяльність державних органів, діяльність по захисту прав суб'єктів господарювання, обмеження монополізму та сприяння змагальності у сфері господарювання тощо.

Як слідує із зазначеного, терміни «організаційно-господарська діяльність держави» та «державне регулювання господарської діяльності» є різними за своїм правовим змістом, а також відображають дві основні складові діяльності держави в економічному житті країни загалом та на фондовому ринку зокрема, а саме: в першому випадку має місце роль держави як безпосереднього учасника та організатора господарської діяльності, а в другому, окрім означених, ще й роль регулятора відносин на ринку. Тому і термін «державне регулювання господарської діяльності» є більш об'ємним та поглинає зміст терміна «організаційно-господарська діяльність держави». Відповідно, «форми організаційно-господарської діяльності держави» є складовими «форм державного регулювання господарської діяльності».

У зв'язку з тим, що предметом нашого дослідження є господарсько-правовий механізм державного регулювання саме фондового ринку, визначення та розгляд форм державного регулювання фондового ринку, на нашу думку, є важливим як з позиції детального дослідження правового регулювання процесів на фондовому ринку, більш чіткого застосування юридичної термінології, що використовується, так і з позиції безпосередньої практики державного регулювання.

Як визначалось вище, регулюючий вплив держави, окрім методів та засобів, реалізується також за певними функціональними напрямками, кожен з яких реалізується в певних формах. Так, законотворча функція державного регулювання реалізується в такій формі як прийняття нормативних актів, а дозвільна функція – у формі видачі ліцензій, сертифікатів тощо. Тому термін «форми державного регулювання господарської діяльності» охоплює і ті форми державного регулювання, які є виразом функціональних напрямків, що реалізуються для забезпечення здійснення господарської діяльності та реалізації господарських відносин, а, відповідно, є предметом науки господарського права. Як слушно відзначає В.С. Щербина, господарсько-правова концепція визначає господарські відносини у власному (спеціальному) розумінні, а саме: господарськими є відносини між господарюючими суб'єктами

(підприємствами, підприємцями) та органами управління, які утворюються у процесі організації і безпосереднього здійснення господарської діяльності. Господарські відносини, як предмет регулювання, складаються лише з двох елементів – організаційного (організація виробництва, обігу) і майнового. Сукупність господарських відносин у такому вузькому розумінні є предметом господарського права. За предметом у такому розумінні господарське право вирізняється з інших галузей права, норми яких діють у сфері господарювання³⁸⁰. Відповідно і форми державного регулювання господарської діяльності вирізняються з-поміж інших форм державного регулювання за ознакою предмета регулювання, а саме, господарських відносин.

Якщо організаційно-господарські повноваження державних органів та відповідні форми організаційно-господарської діяльності держави неодноразово були предметом дослідження провідних вітчизняних та російських вчених-юристів у сфері господарського права, то формам державного регулювання господарської діяльності приділялось менше уваги. До того ж зазначимо, що, на нашу думку, в науковій літературі не завжди обґрунтовано вживається термінологія, пов'язана з формами організаційно-господарської діяльності держави. Так, І.М. Кравець при здійсненні характеристики особливостей правового становища органів державної влади як суб'єктів організаційно-господарських повноважень, зазначає, що формами здійснення ними організації господарської діяльності є управління господарською діяльністю суб'єктів господарювання державного сектора економіки та регулювання господарської діяльності суб'єктів господарювання усіх форм власності³⁸¹. Вважаємо, що в даному випадку управління та регулювання є не формами, а способами реалізації організаційно-господарських повноважень державних органів, а

³⁸⁰ Щербина В.С. Господарське право: підручник. – К.: Юрінком Інтер, 2009. – С. 21.

³⁸¹ Кравець І.М. Правове становище суб'єктів організаційно-господарських повноважень. – К.: Юрінком Інтер, 2010. – С. 75.

безпосередніми формами такої реалізації є, наприклад, прийняття акта законодавства, видача ліцензії, сертифікату, проведення перевірки тощо.

Виходячи з наведеного, пропонуємо визначення поняття «форми державного регулювання господарської діяльності».

Форми державного регулювання господарської діяльності – це врегульовані нормами права та зумовлені здійсненням повноважень органами державної влади безпосередні зовнішні прояви регулюючого впливу, а саме, засобів державного регулювання у вигляді конкретних норм, дій, рішень, актів, заходів тощо, кожен з яких містить та реалізує регулятивну функцію держави щодо безпосереднього упорядкування відносин у відповідній галузі господарської діяльності.

Відповідно, форми державного регулювання фондового ринку ми визначаємо як врегульовані нормами права та зумовлені здійсненням повноважень органами державної влади безпосередні зовнішні прояви регулюючого впливу, а саме, засобів державного регулювання фондового ринку у вигляді конкретних норм, дій, рішень, актів, заходів тощо, кожен з яких містить та реалізує регулятивну функцію держави щодо безпосереднього упорядкування відносин на фондовому ринку України.

Як слідує з наведеного визначення, кожна форма державного регулювання фондового ринку має такі ознаки:

- а) містить владне розпорядження уповноваженого органу державної влади або саморегулювальної організації (делеговані повноваження);
- б) врегульовує певний вид господарських відносин на фондовому ринку;
- в) є зовнішнім проявом певного засобу державного регулювання господарської діяльності на фондовому ринку;
- г) є реалізацією конкретного функціонального напрямку державного регулювання.

Нормативно форми державного регулювання фондового ринку закріплено в ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в

Україні». Проте, на нашу думку, законодавець не завжди чітко розмежовує засоби державного регулювання фондового ринку та безпосередні форми їх реалізації. Так, серед самостійних форм державного регулювання ринку визначено «регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів» і «прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку цінних паперів». Але очевидно, що «регулювання випуску та обігу цінних паперів...» є способом державного впливу, і за відсутності формального відображення в суспільних відносинах (тобто без конкретних зовнішніх проявів реалізації) є безформним утворенням, що само по собі не може визнаватися формою державного регулювання.

Також доцільно звернути увагу та визначити позицію стосовно зазначених в коментованій статті Закону видів контролю на фондовому ринку. Контроль в даному випадку, на нашу думку, виступає засобом державного регулювання і безпосередньо здійснюється у конкретних формах. Не є формою державного регулювання і «створення системи захисту прав інвесторів». Це, скоріше за все напрям, мета регулюючого впливу. Водночас безпосередньо захист прав інвесторів можна, на нашу думку, визначити як засіб державного регулювання фондового ринку.

В той же час необхідно виокремити юридичну коректність визначення в ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» таких форм державного регулювання фондового ринку:

- прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників ринку цінних паперів;
- видача ліцензій на здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів;
- заборона та зупинення на певний термін (до одного року) професійної діяльності на ринку цінних паперів у разі відсутності ліцензії на цю діяльність;
- реєстрація випусків (емісій) цінних паперів та інформації про випуск (емісію) цінних паперів;

– встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів.

У зв'язку із зазначеним, на нашу думку, доцільним є визначення і закріплення в Законі України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» окремо як засобів державного регулювання фондового ринку, так і відповідних їм форм.

Визначені теоретичні засади є підґрунтям для подальшого дослідження засобів та форм державного регулювання господарської діяльності, в тому числі і на фондовому ринку України. Далі приділимо увагу та надамо коротку характеристику окремим засобам державного регулювання фондового ринку та відповідним їм практичним формам реалізації та спробуємо сформулювати пропозиції по їх удосконаленню.

4.2. Застосування основних засобів та форм регулюючого впливу держави на фондовому ринку України

У процесі проведеного дослідження питань діяльності органів державного регулювання та саморегулювних організацій на фондовому ринку, особливостей правового регулювання діяльності учасників ринку цінних паперів ми розглянули окремі випадки застосування способів, засобів державного регулювання фондового ринку та відповідних їм форм: прийняття актів законодавства з питань діяльності учасників фондового ринку; регулювання випуску та обігу цінних паперів, прав та обов'язків учасників ринку цінних паперів; ліцензування професійної діяльності та поєднання видів професійної діяльності на фондовому ринку; реєстрація емісій цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів; захист прав інвесторів та питання дотримання цих прав емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів тощо.

Вважаємо, що детальне дослідження всіх передбачених законодавством засобів та форм державного регулювання фондового ринку є складним з огляду на обмежені рамки монографічної роботи, тому приділимо увагу вивченню особливостей правового регулювання тих засобів та форм, реалізація та застосування яких, на нашу думку, найбільш повно вирішує питання правового регулювання професійної діяльності на фондовому ринку, захисту прав інвесторів на ринку цінних паперів, державного та інших видів контролю в цій сфері господарської діяльності. Це передбачає дослідження існуючого порядку ліцензування та загальних дозвільних правил здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, визначених законодавством підстав та порядку заборони або зупинення професійної діяльності на ринку, здійснення організаційних заходів та правового забезпечення для створення системи захисту прав інвесторів, правового регулювання реалізації засобів контролю з боку органів державної влади та саморегулювних організацій за дотриманням учасниками фондового ринку норм чинного законодавства.

4.2.1. Правові особливості ліцензування професійної діяльності

Останніми роками проблеми правового регулювання ліцензування господарської діяльності були предметом неодноразового наукового дослідження в дисертаційних роботах українських вчених-юристів Е.Е. Бекірової, І.Д. Пастух, І.А. Шамрай, А.І. Шпомер³⁸². Проте питанням ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку не було приділено

³⁸² Бекірова Е.Е. Правове регулювання ліцензування певних видів господарської діяльності: дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / НАН України; Інститут економіко-правових досліджень. – Донецьк, 2006. – 174 с.; Пастух І.Д. Організаційно-правові засади ліцензування господарської діяльності в Україні: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Національна академія держ. податкової служби України. – К., 2005. – 186 с.; Шамрай І.А. Правові основи створення фінансових установ в Україні та ліцензування їх операцій: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Київський національний торговельно-економічний ун-т. — К., 2007. – 220 с.; Шпомер А.І. Ліцензування господарської діяльності (господарсько-правовий аспект): дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. — К., 2006. – 199 с.

значної уваги. В межах нашого дослідження ми неодноразово зупинялись на окремих аспектах ліцензування як виду регулятивного впливу держави на фондовий ринок, тому доцільно здійснити певні узагальнення в цій сфері.

Ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку можна визначити, як вид організаційно-господарських правовідносин, що виникають у зв'язку та у процесі надання дозволу на здійснення видів професійної діяльності на ринку цінних паперів шляхом видачі уповноваженим органом державної влади ліцензіату спеціального документа – ліцензії. Учасниками ліцензійних правовідносин є, з одного боку, господарюючі суб'єкти – професійні учасники фондового ринку, а з іншого – орган ліцензування – НКЦПФР, її територіальні органи, саморегулятивні організації у визначених законом випадках. В часовому вимірі ці відносини існують з моменту подання суб'єктом господарювання пакета документів для отримання ліцензії до моменту припинення її дії.

Сучасний стан розвитку економічних відносин в Україні та на фондовому ринку, зокрема, передбачає створення і дотримання чітко врегульованої системи ліцензування діяльності професійних учасників ринку цінних паперів. Ліцензування професійної діяльності передбачає виконання певних ліцензійних умов. Умови являють собою низку специфічних вимог, яким повинні відповідати господарюючі суб'єкти – претенденти на одержання дозволу працювати на фондовому ринку як професійні учасники. Для ліцензіатів висуваються вимоги до організаційно-правової форми, розміру власних коштів, рівня кваліфікації фахівців, подання визначеної реєстраційної форми та переліку документів, можливості, необхідності або заборони поєднання видів професійної діяльності на фондовому ринку. Наявність великої кількості вимог до ліцензіата підтверджує позицію вчених-юристів О.Д. Крупчана та В.Г. Перепилюка про те, що ліцензування є одним із засобів державного регулювання господарської

діяльності, який фактично обмежує свободу господарювання, а, звідси, і приватноправову сферу особи³⁸³.

Згруповуючи існуючі ліцензійні умови, можна визначити, що порядок видачі ліцензії передбачає дотримання ліцензіатом таких основних обов'язкових вимог:

— ліцензія на здійснення виду професійної діяльності видається окремо на кожен вид діяльності (підвид професійної діяльності);

— ліцензіатом може бути виключно професійний учасник фондового ринку;

— отримання одним ліцензіатом ліцензій на більше ніж один вид професійної діяльності повинно відповідати нормам щодо можливості поєднання видів професійної діяльності;

— ліцензіат повинен відповідати вимогам законодавства, в тому числі ліцензійним умовам конкретного виду професійної діяльності, на який він подає заяву для отримання ліцензії.

Загалом порядок отримання ліцензій на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку України врегульовано чинним законодавством на рівні законів України, підзаконних актів НКЦПФР. Проте при детальному дослідженні правового регулювання ліцензування мають місце як певні неузгодженості між діючими нормативними актами, так і потреба внесення змін в напрямку дерегуляції професійної діяльності на фондовому ринку. В ході дослідження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку ми здійснили низку пропозицій щодо внесення змін до чинного законодавства в частині ліцензування видів професійної діяльності, ліцензійних умов, існуючого порядку поєднання видів професійної діяльності. Додатково пропонуємо новації, які, на нашу думку є необхідними при здійсненні ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку України.

³⁸³ *Крупчан О.Д., Перепилюк В.Г. Адміністративні процедури на захисті приватних прав осіб: монографія. – К.: НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України, 2010. – С. 22.*

Так, в ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначено одинадцять видів діяльності на фондовому ринку, для здійснення яких необхідним є отримання ліцензії НКЦПФР. Десять з цих видів, відповідно, є складовими (фактично підвидами) п'яти видів професійної діяльності на фондовому ринку, визначених у ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»:

- діяльність з торгівлі цінними паперами;
- діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- депозитарна діяльність;
- діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку;
- клірингова діяльність.

Щодо діяльності з управління іпотечним покриттям, то вона також є ліцензованим НКЦПФР видом діяльності, порядок здійснення якої врегульовано спеціальним законодавством, яке не завжди коректно кореспондує з базовими законами з питань регулювання фондового ринку. Так, відповідно до ч. 2 ст. 12 Закону України «Про іпотечні облігації»³⁸⁴ діяльність з управління іпотечним покриттям є видом професійної діяльності на ринку цінних паперів. Водночас у вищезазначеному переліку видів професійної діяльності на фондовому ринку такого виду діяльності немає. Вважаємо, що діяльність з управління іпотечним покриттям є видом (підвидом) професійної діяльності з управління активами, що має врегульовуватися нормами Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок». Необхідно зазначити, що діяльність з управління активами недержавного пенсійного фонду також є ліцензованим НКЦПФР видом діяльності на фондовому ринку, ліцензування якого врегульовано спеціальним законодавством без логічного системного зв'язку з основними законами з питань регулювання фондового ринку.

³⁸⁴ Про іпотечні облігації: Закон України від 22 грудня 2005 р. № 3273-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 16. – Ст.134.

Таким чином, вид професійної діяльності з управління активами має визначатися в Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» як такий, що включає в себе три підвиди:

- діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- діяльність з управління активами недержавного пенсійного фонду;
- діяльність з управління іпотечним покриттям.

Відповідно, необхідно відредагувати зміст п. 5) ст. 4 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні». Це зумовлено тим, що визначена цією нормою діяльність з управління активами передбачає конкретного ліцензіата – компанію з управління активами. Водночас діяльність з управління активами недержавного пенсійного фонду можуть здійснювати крім КУА професійний адміністратор недержавного пенсійного фонду, банк щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду. Вважаємо, що збільшення ліцензованих видів діяльності на фондовому ринку (шляхом визначення окремої ліцензії на діяльність з управління активами недержавного пенсійного фонду) є в даному випадку зайвим та буде протирічити дерегулятивним тенденціям в сучасній діяльності законодавця. Тому, на нашу думку, зміст цієї норми повинен бути викладений в такій редакції:

«5) діяльність з управління активами – діяльність, що здійснюється компанією з управління активами по управлінню активами інституційних інвесторів, а щодо активів недержавного пенсійного фонду — також професійним адміністратором недержавного пенсійного фонду, банком щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду».

На нашу думку, є недостатньо врегульованим питання такої умови для отримання ліцензії як членство ліцензіата в саморегульвній організації. Справа в тому, що формально юридично діють дві норми, які фактично виключають одна одну. Так, в п. 1 р. VII Положення про саморегульвні організації професійних учасників фондового ринку визначено, що СРО приймає до складу своїх членів юридичних осіб, які мають відповідну

ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку. Водночас, ч. 4 ст. 16 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» визначено, професійна діяльність учасників фондового ринку, крім депозитаріїв та фондових бірж, здійснюється за умови членства щонайменше в одній саморегульованій організації. Також у низці підзаконних відомчих нормативних актів НКЦПФР – ліцензійних умовах на провадження окремих видів професійної діяльності передбачено, що ліцензіат може провадити професійну діяльність лише за умови членства в саморегульованій організації професійних учасників фондового ринку за відповідним видом діяльності, яка набула цього статусу в порядку, встановленому Комісією.

Таким чином, формально юридично існує правовий порядок, що передбачає необхідною умовою здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, а, відповідно, й умовою отримання ліцензії на її здійснення — членство потенційного ліцензіата в СРО, а СРО приймає юридичну особу до складу своїх членів лише за умови наявності ліцензії на здійснення професійної діяльності. Як бачимо, існує «замкнуте коло», що надає формально юридичні підстави як для відмови у видачі ліцензії, так і в членстві в СРО, а в підсумку – відмови у здійсненні професійної діяльності на фондовому ринку.

На сьогодні щодо окремих видів професійних учасників діють спеціальні норми, які також не узгоджуються з вищенаведеним. Так, в ч. 1 ст. 32 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» визначено, що діяльність з управління активами ІСІ провадиться компанією з управління активами на підставі ліцензії, що видається Комісією в порядку, встановленому законодавством, за поданням відповідної саморегульованої організації на ринку цінних паперів, яка об'єднує компанії з управління активами. Отже, КУА є членом СРО без наявності ліцензії на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, що також прямо протирічить зазначеній нормі Положення про саморегульовану організацію професійних учасників фондового ринку.

Зазначимо, що Ліцензійними умовами провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів³⁸⁵, що діяли з 2001 по 2006 рік було передбачено, що професійний учасник може проводити свою професійну діяльність лише за умови вступу до щонайменше однієї саморегульованої організації, про що він повинен повідомити орган ліцензування не пізніше трьох місяців після отримання ліцензії. Цей порядок визначав, що першочергово професійний учасник отримує ліцензію, а потім вступає до СРО.

Наші пропозиції щодо необхідності запровадження добровільності членства в СРО викладено у відповідному підрозділі дослідження, присвяченому діяльності СРО. Проте, зважаючи на існуючий порядок обов'язкового членства в СРО для професійного учасника, вважаємо доцільним змінити п. 1 р. VII Положення про саморегульовані організації професійних учасників фондового ринку, а саме, передбачити можливість прийняття до СРО не лише ліцензіатів, а й потенційних ліцензіатів. Адже саморегульована організація у такому випадку повинна надавати допомогу потенційному ліцензіату в підготовці документів для отримання відповідної ліцензії, попередньої перевірки дотримання ліцензійних умов. Аналогічно такий порядок повинен застосовуватись і у випадку, коли НКЦПФР делеговано до СРО повноваження здійснення ліцензування певного виду професійної діяльності. Таким чином, прийняття до складу СРО має бути попереднім етапом у видачі ліцензії. Хоча ще раз підкреслюємо, що стимули для професійного учасника до членства в СРО повинні полягати в економічній, а не в адміністративній площині. Отже, п. 1 р. VII Положення про

³⁸⁵ *Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів: рішення ДКЦПФР від 14 березня 2001 р. № 60 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=z0318-01>. Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дублікату та копії ліцензії: рішення ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 345 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0890-06>.*

саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку пропонуємо викласти в такій редакції:

«СРО приймає до складу своїх членів юридичних осіб, які мають відповідну ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку, видану у порядку, встановленому Комісією, або які мають намір отримання такої ліцензії, відповідають вимогам правил СРО та засвідчили свою згоду виконувати правила СРО».

Серед питань ліцензування професійної діяльності на фондовому ринку актуальними та одночасно такими, що потребують зміни або уточнення, є питання строків, на які видаються ліцензії, підстав та порядку зупинення та анулювання ліцензій.

Щодо термінів дії ліцензії на сьогодні ще діє норма, закріплена в ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», яка передбачає, що строк дії ліцензії встановлюється Кабінетом Міністрів України за поданням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, але не може бути меншим, ніж три роки. Водночас НКЦПФР, виступаючи за спрощення дозвільних процедур, запропонувала запровадження видачі ліцензій на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку з необмеженим строком дії³⁸⁶. Ця пропозиція реалізована з прийняттям Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери», що набере юридичної сили в цій частині в 2013 р.. Вважаємо, що такий порядок може бути застосований лише до ліцензіатів, які здійснюють професійну діяльність досить тривалий час без значних порушень норм чинного законодавства протягом п'яти років. Проте при отриманні ліцензії вперше, на нашу думку, строк її дії повинен становити 5 років, після сплину яких можливе подовження на наступні 5 років або на необмежений термін за відсутності зауважень за попередній період здійснення ліцензійної діяльності. На нашу думку, дерегуляційні процеси не повинні

³⁸⁶ ДКЦПФР пропонує запровадити необмежений строк дії ліцензії на окремі види діяльності на фондовому ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://banker.ua/bank_news/rates_news/2011/04/08/1180448928.

призводити до нівелювання контрольних та наглядових засобів державного регулювання на фондовому ринку, одним з яких опосередковано служить ліцензування професійної діяльності.

У ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначено, що крім застосування фінансових санкцій за правопорушення, зазначені у цій статті, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку може зупиняти або анулювати ліцензію на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, яку було видано такому професійному учаснику фондового ринку. Детальну процедуру та підстави цих дій визначено Порядком зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку³⁸⁷.

Проте вважаємо за необхідне внести певні зміни щодо підстав, строків застосування цих санкцій. Так, як підстави зупинення ліцензії на право провадження професійної діяльності на фондовому ринку, окрім визначених у ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та п. 1 гл. 2 Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку, необхідно визначити такі:

- порушення встановлених вимог до розміру статутного капіталу;
- нездійснення визначеного у ліцензії виду професійної діяльності протягом шести місяців.

Також необхідно змінити термін, на який може зупинятись дія ліцензії професійного учасника ринку цінних паперів. На сьогодні зазначеним Порядком встановлено термін зупинення дії ліцензії у разі порушення законодавства на строк до одного року. Вважаємо за доцільне строк зупинення дії ліцензії визначити до шести місяців. На нашу думку, більші терміни зупинення недоцільні, вони призведуть до неможливості

³⁸⁷ Про затвердження Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку: рішення ДКЦПФР від 23 червня 2006 р. № 432 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=z0976-06>.

поновлення діяльності, втрати фахівців, які будуть вимушені змінювати місце роботи.

Як підстави анулювання ліцензії на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку застосовуються загальні підстави, визначені в ст. 21 Закону України «Про ліцензування певних видів господарської діяльності», підстави спеціального законодавства, визначені в ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» та п. 1 гл. 4 Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку.

Проте окремі норми містяться в законах, що врегульовують окремі види професійної діяльності. В цій сфері правового регулювання мають місце певні протиріччя. Так, в пп. 1.12 п. 1 гл. 4 Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку визначено, що підставою для анулювання ліцензії є нездійснення ліцензіатом певного виду професійної діяльності на фондовому ринку протягом року (у тому числі з дати отримання ліцензії). Водночас на сьогодні в чинному законодавстві щодо компаній з управління активами діє норма, визначена в ч. 6 ст. 32 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)», де вказано як підставу для анулювання ліцензії неспроможності КУА діяльності з управління активами протягом двох років. Але, на нашу думку, цей строк надто довгий та не стимулює професійного учасника до активної діяльності. До того ж норми європейського законодавства, зокрема ст. 8 Директиви Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. «Про ринки фінансових інструментів», передбачають, що «компетентний орган влади може відкликати ліцензію, видану інвестиційній компанії, якщо така компанія: не використовує ліцензію впродовж 12 місяців, ... або впродовж попередніх 6 місяців не надала жодної послуги з інвестування чи не здійснювала ніякої інвестиційної діяльності, якщо держава-член не передбачить автоматичного припинення дії ліцензії в таких випадках».

Тому пропонуємо як загальну норму щодо діяльності всіх професійних учасників фондового ринку визначити в ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», що нездійснення визначеного у ліцензії виду професійної діяльності протягом одного року є підставою для анулювання ліцензії. Відповідно, необхідно внести зміни до ч. 6 ст. 32 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)» визначивши як підставу для анулювання ліцензії непроведення КУА діяльності з управління активами протягом одного року.

Також вважаємо за необхідне змінити положення ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», а саме, речення «Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про накладення штрафу може бути оскаржено в суді», передбачивши право юридичних осіб, професійних учасників на оскарження випадків припинення та анулювання ліцензій і викласти цю норму в такій редакції: «Рішення Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку про застосування фінансових та інших видів санкцій може бути оскаржено в суді».

Отже, запропоновані зміни до чинного законодавства, на нашу думку, дадуть змогу, з одного боку, удосконалити порядок застосування такого засобу державного регулювання як ліцензування, формою реалізації якого на фондовому ринку є видача ліцензій на здійснення професійної діяльності, а з іншого – усунуть можливості для можливих зловживань органів державної влади та сприятимуть активізації господарської діяльності на ринку цінних паперів.

4.2.2. Зміст та складові системи захисту прав інвесторів на фондовому ринку

Питання захисту прав інвесторів на фондовому ринку протягом всієї світової історії розвитку інвестування та торгівлі цінними паперами були та

залишаються актуальними та потребують підвищеної уваги з боку державних регуляторів. Саме в такому руслі декларуються напрями та зміст правового регулювання фондового ринку міжнародними організаціями. Так, Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) у своєму програмному документі «Цілі та принципи регулювання фондового ринку» як основну та першочергову мету регулювання визначила питання захисту інвесторів. Інші дві цілі регулювання – забезпечення прозорості та ефективності ринку, чесних правил торгівлі, а також зниження рівня системного ризику, – очевидно, взаємопов'язані та спрямовані на забезпечення першої³⁸⁸.

Правова система Української держави також передбачає сукупність різноманітних способів, засобів та форм щодо забезпечення захисту інтересів власників, суб'єктів господарювання, споживачів. Зокрема, в господарському законодавстві відповідна система способів захисту прав суб'єктів господарювання та споживачів визначена в ст. 20 ГК України.

Проте захист прав інвесторів на фондовому ринку потребує системного регулювання для забезпечення стабільності та розвитку ринку цінних паперів в цілому. Саме тому створення системи захисту прав інвесторів виокремлено серед форм державного регулювання фондового ринку, визначених в ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», хоча, як ми зазначали, юридично вираз «створення системи» не уособлює форму, а, скоріше за все, є напрямом, метою діяльності.

Зазначимо, що попри велике значення правового регулювання цієї сфери господарських відносин для функціонування фондового ринку, її вивчення не було предметом окремих дисертаційних досліджень в галузі господарського права. Окремі дослідження з питань захисту прав власників цінних паперів були проведені в галузі адміністративного права – дисертаційна робота

³⁸⁸ IOSCO (May 2003) «Objectives and Principles of Securities Regulation» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

Д.О. Андреева³⁸⁹. В країнах СНД останніми роками ці питання також були предметом дисертаційних досліджень Н.А. Салибаєвої та М.Г. Холкіної³⁹⁰.

В межах нашого дослідження спробуємо розглянути існуючу систему захисту прав індивідуальних інвесторів та надати пропозиції щодо її удосконалення. Вважаємо, що основний напрям регулятивного впливу держави у цій сфері господарських відносин на фондовому ринку має спрямовуватися на створення системи захисту прав саме індивідуальних інвесторів, активність яких є основним фактором динаміки фондового ринку і які становлять найбільш незахищену та вразливу категорію інвесторів в кризовий період.

Індивідуальні інвестори є найчисельнішою категорією учасників фондового ринку. Чинне законодавство не визначає та не деталізує спеціально це поняття вказуючи як інвесторів в цінні папери – фізичних та юридичних осіб, резидентів і нерезидентів (ч. 3 п. 2 ст. 2 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»), а в якості суб'єктів інвестиційної діяльності в загальному розумінні – громадян, юридичних осіб України та іноземних держав (ч. 1 ст. 5 Закону України «Про інвестиційну діяльність»).

До звичайних інвесторів на фондовому ринку застосовуються норми інвестиційного законодавства, корпоративного законодавства, а також норми законодавства, що регулює відносини на фондовому ринку з відповідними обмеженнями сфер, що належать до компетенції професійних учасників ринку. В останньому випадку може йтися про застосування до індивідуальних інвесторів загальнодозвільного правового принципу: дозволено все, що прямо не заборонено законом та/або не віднесено до виключної компетенції інших учасників фондового ринку.

³⁸⁹ Андреев Д.О. Адміністративно-правові засоби захисту прав власників цінних паперів: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 // Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова. – Одеса, 2008. – 199 с.

³⁹⁰ Салибаева Н.А. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг в Республике Таджикистан : дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Таджикский государственный национальный университет. – Душанбе, 2004. – 213 с.; Холкина М.Г. Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг : дис ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Дальневост. гос. ун-т. – Владивосток, 2009. – 216 с.

Індивідуальні інвестори порівняно з іншими суб'єктами інвестиційної діяльності на фондовому ринку мають як переваги, так і недоліки. Серед переваг є: свобода вибору об'єкта інвестування, мобільність, наявність тимчасово вільних ресурсів. Недоліками можна вважати невисокі інвестиційні можливості, підвищена вразливість під час кризових явищ, залежність від гарантій та засобів захисту.

Основними напрямками діяльності індивідуальних інвесторів на фондовому ринку можливо виділити такі:

- придбання цінних паперів емітентів при їх першому розміщенні;
- здійснення купівлі-продажу (обміну) цінних паперів через торговця цінними паперами, який має ліцензію на провадження брокерської діяльності;
- здійснення купівлі-продажу (обміну) цінних паперів безпосередньо з торговцем цінними паперами;
- внесення цінних паперів до статутного капіталу юридичних осіб.

Поряд з цим індивідуальні інвестори більш уразливі, ніж емітенти, торговці цінними паперами, інституційні учасники. У зв'язку з цим вони потребують нормативно закріплених державою механізмів гарантії інвестицій та захисту їх прав. Загальні державні гарантії інвестицій визначені в ст. 19 Закону України «Про інвестиційну діяльність». Разом з тим необхідно зазначити, що норми щодо захисту прав інвесторів на фондовому ринку містяться в різних нормативних актах в достатньо розпорошеному вигляді, що знижує ефективність їх застосування. Безумовно, технічно складно консолидувати їх в одному акті, адже при правовому регулюванні кожної сфери господарських відносин, в тому числі окремих видів та напрямів діяльності на ринку цінних паперів, мають місце і норми щодо захисту учасників таких відносин, зокрема інвесторів. Вважаємо, що консолидація основних принципів захисту прав інвесторів на фондовому ринку має здійснюватися в межах одного нормативного акта, можливо, на зразок Принципів корпоративного

управління³⁹¹. Водночас, наприклад, в Російській Федерації систему заходів по захисту прав інвесторів на фондовому ринку нормативно закріплено на рівні спеціального Закону³⁹².

Такий підхід зумовлено також тим, що сам процес інвестування пов'язаний з високим ступенем ризикованості, що потребує системності при формуванні захисту інвестицій. Спектр ризиків, які інвестор несе в процесі інвестиційної діяльності, є достатньо широким. Основні ризики пов'язані з можливістю:

- повної втрати всіх вкладених коштів;
- втрати певної частини заощаджень;
- знецінення вкладених в цінні папери коштів при збереженні номінальної вартості таких цінних паперів;
- не виплати доходу по придбаних цінних паперах, який очікувався;
- затримки в одержанні доходів³⁹³.

У зв'язку з цим система складових захисту прав індивідуальних інвесторів на фондовому ринку, функціонування якої повинна забезпечувати держава, ґрунтується та включає в себе:

1. Інформаційну прозорість діяльності на фондовому ринку емітентів та професіональних учасників, в першу чергу під час контактів з інвесторами. Дотримання цього принципу надає можливість реалізувати у встановленому порядку обов'язки цих учасників з розкриття інформації та визначення переліку всіх випадків та порядку її надання інвесторам.

2. Інформаційні обов'язки органів державної влади, в першу чергу ДКЦПФР, встановлено з метою інформування інвесторів та попередження правопорушень проти них. Реалізація цього принципу передбачає, в тому числі такі заходи:

³⁹¹ Про затвердження Принципів корпоративного управління: рішення ДКЦПФР від 11 грудня 2003 р. № 571 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=vr571312-03>

³⁹² О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Федеральный Закон Российской Федерации от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.consultant.ru/popular>.

³⁹³ Кузнєцова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів: правові основи формування та функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – С. 59.

– оприлюднення в офіційних засобах масової інформації відомостей про призупинення ліцензій професійних учасників, про саморегулівні організації, про адміністративні стягнення та судові рішення щодо зазначених осіб тощо.

– ведення доступних широкому загалу офіційних баз даних, що містять інформацію про емітентів, професійних учасників, зареєстровані випуски цінних паперів, видані ліцензії, сертифікати тощо.

– оприлюднення в офіційних засобах масової інформації про всі існуючі законні процедури захисту прав інвесторів, в тому числі способів та порядку оскарження рішень, звернень до правоохоронних органів тощо.

3. Обов'язкові вимоги до емітентів, професійних учасників та змісту їх діяльності в частині забезпечення прав інвесторів. Такі вимоги передбачають регламентування мінімальних розмірів статутного капіталу, спеціальну професійну кваліфікацію працівників, порядок здійснення діяльності тощо. В США, наприклад, дотримання таких вимог є основою системи по захисту прав та інтересів інвесторів та встановлено вимоги щодо рівня чистого капіталу брокера, що гарантує задоволення всіх претензій клієнтів³⁹⁴. З огляду на це можемо констатувати, що в Україні на сьогодні також значно зросли вимоги до статутного капіталу професійних учасників фондового ринку³⁹⁵.

4. Наявність кола обмежень в діяльності емітентів, інших професійних учасників, до яких належать, наприклад, заборона пропозиції необмеженому колу осіб цінних паперів до їх реєстрації, неповний обсяг розкриття інформації тощо.

5. Компенсаційні гарантії та виплати інвесторам, що зазнали збитків на фондовому ринку. Цей принцип має реалізуватися шляхом створення різних фондів виплати компенсацій (в тому числі і в межах саморегулівних організацій, про що було сказано вище), обов'язкового страхування своєї

³⁹⁴ Пенцов Д.А. Понятие «security» и правовое регулирование фондового рынка в США. – СПб.: Изд-во «Юридический центр Пресс», 2003. – С. 98–101.

³⁹⁵ Про внесення змін до деяких законів України щодо підвищення вимог до професійних учасників фондового ринку: Закон України від 1 липня 2010 р. № 2393-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 38. – Ст. 505.

відповідальності емітентами та професійними учасниками при завданні збитків інвесторам (чинним законодавством ці заходи на сьогодні не реалізовано).

6. Відповідальність емітентів, професійних учасників та інших осіб за порушення прав інвесторів. Чинним законодавством передбачено всі види відповідальності – господарсько-правова, цивільно-правова, адміністративна, кримінальна, а в окремих випадках – дисциплінарна (наприклад, стосовно професійних учасників з боку саморегулювальних організацій, в яких вони є членами).

7. Визначення системи заходів юрисдикційного характеру, що передбачає наявність механізмів та повноважень у НКЦПФР, саморегулювальних організацій щодо розгляду скарг, накладання стягнень, створення третейських судів (при СРО) з метою вирішення конфліктних ситуацій, припинення порушень прав інвесторів. Заходи судового захисту прав інвесторів також входять до даної системи.

Запропонована система складових захисту прав індивідуальних інвесторів на фондовому ринку реалізується в передбачених законодавством конкретних засобах та формах. Загальну систему засобів захисту прав суб'єктів господарювання та споживачів визначено в ст. 20 ГК України, конкретизацію визначених засобів захисту – в статтях 6, 23, 25, 31, 39, 47 ГК України. Безумовно, для захисту прав інвесторів можна застосовувати норми загального законодавства про захист прав споживачів, але, вважаємо, що на фондовому ринку крім загальноправових мають діяти спеціально-правові засоби захисту.

Так, захист порушеного права в судовому порядку та розгляд скарг в адміністративному порядку державними органами (НКЦПФР) детально врегульовані чинним законодавством³⁹⁶. Проте вважаємо за необхідне

³⁹⁶ Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій: рішення ДКЦПФР від 11 грудня 2007 р. № 2272 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0120-08>.

детальніше нормативно визначати можливість вирішення конфліктних ситуацій в інстанціях «нижнього» рівня, тобто збільшити число суб'єктів, що розглядають спір, вирішують конфлікт.

Ефективним засобом вирішення конфліктів має стати запровадження дієвих процедур на внутрішньокорпоративному рівні. Законодавство України детально не врегульовує питання про внутрішньокорпоративний порядок вирішення конфліктів. Такий порядок вирішення певного кола спірних питань, на нашу думку, міг би закріплюватися в статуті або кодексі корпоративного управління емітента, затвердження якого передбачено серед повноважень загальних зборів акціонерного товариства (пп. 25 ч. 3 ст. 33 Закону України «Про акціонерні товариства»). На практиці в Україні кодекси корпоративного управління часто приймаються лише для дотримання вимоги закону щодо його наявності і мають декларативний характер. Процедур вирішення конфліктів у них немає. Відсутні вони і в Принципах корпоративного управління. Тому вважаємо за необхідне доповнити цей документ окремим розділом, присвяченим врегулюванню корпоративних конфліктів. У цьому розділі потрібно дати визначення корпоративного конфлікту як розбіжності в позиціях або спору між товариством (органом товариства) та його акціонером, що виник у зв'язку з участю акціонера в товаристві, або розбіжності в позиціях чи спору між органами товариства, між акціонерами, що зачіпають інтереси товариства в цілому. Також слід визначити, що вирішення конфлікту з боку товариства здійснюється наглядовою радою або створеною нею із свого складу комісією по врегулюванню конфліктів. Для забезпечення об'єктивності оцінки позицій сторін конфлікту та створення умов неупередженості при його вирішенні особи, що є сторонами конфлікту, пов'язані з ними особи не повинні брати участі у винесенні рішення по суті таких питань. Розгляд таких справ має здійснюватись за умови дотримання законних прав акціонера, за його безпосередньою участю, шляхом прямих переговорів та врахування позицій всіх сторін. Це лише окремі базові засади, а безпосередньо деталізована процедура та закріплення обов'язку її дотримання всіма учасниками врегулювання спору має стати

однією з гарантій рівності сторін, дотримання об'єктивності при вирішенні конфлікту. Необхідно, щоб основним завданням органів товариства в процесі врегулювання корпоративного конфлікту був пошук законних та обґрунтованих рішень, які б відповідали інтересам акціонера, товариства та забезпечували вирішення конфлікту на корпоративному рівні – рівні першої інстанції з можливих етапів оскарження.

Також, як ми запропонували, є доцільним розробка та закріплення в Положенні про саморегулювні організації професійних учасників фондового ринку в рамках виконання функції саморегулювних організацій з упровадження ефективних засобів розв'язання спорів та захисту прав інвестора – обов'язку та компетенції СРО на розгляд скарг та заяв інвесторів на дії учасника СРО, його посадових осіб в порядку, передбаченому установчими документами, правилами її діяльності з відповідними повноваженнями СРО за наслідками розгляду скарги та заяви приймати одне з визначеного переліку рішень.

Діяльність СРО має забезпечувати швидкий та своєчасний захист інтересів власників цінних паперів у позасудовому порядку. Правила СРО мають містити положення про відповідальність, перелік санкцій щодо членів організації, їх посадових осіб при порушенні прав інвесторів. Владний характер повноважень СРО в цій частині схожий з повноваженнями органів НКЦПФР, що здійснюють регулювання ринку цінних паперів. Тому, наприклад, Д.В. Бессарабов у своїй праці охарактеризував їх як квазіадміністративні³⁹⁷. Серед наведених ним аргументів виділимо характерні для українського законодавства. По-перше, СРО наділена владними повноваженнями стосовно учасників, що перебувають в залежному становищі. По-друге, вправі вирішувати спори за участю членів СРО шляхом винесення власного та обов'язкового для виконання розпорядження уповноваженого органу (в даному випадку СРО). По-третє, СРО уповноважена

³⁹⁷ Бессарабов Д.В. Правовое положение субъектов рынка ценных бумаг: дис.... канд. юрид. наук: 12.00.03 // Алтайский государственный университет. – Барнаул., 2006. – С. 110.

видавати правові акти (внутрішні правила, стандарти), обов'язкові для її учасників. По-четверте, механізми примусу до виконання актів СРО схожі з адміністративними (призупинення членства, видача обов'язкових приписів тощо).

Але, вважаємо, що суттєвим засобом захисту прав інвесторів саморегулювними організаціями має бути не лише закріплення власних повноважень з розгляду скарг та вирішення конфліктів, а й розробка та прийняття загальних регулятивних та охоронних норм щодо діяльності професійних учасників. При цьому вони ґрунтуватися на тому, що «цехові», професійні вимоги мають запобіжний, попереджувальний характер. А тому регулювання СРО має бути жорсткішим, ніж регулювання державних органів. Такий підхід також спрямований на захист прав інвесторів, оскільки жорстке регулювання та можливість застосування санкцій за порушення регулятивних норм змушують професійних учасників підвищувати стандарти своєї діяльності, і, як наслідок, всебічно враховувати права інвесторів.

Таким чином, вважаємо за доцільне закріпити в чинному законодавстві чотириступеневий інстанційний (за суб'єктами розгляду) порядок вирішення конфліктів, розгляду скарг і заяв інвестора:

- а) внутрішньокорпоративний порядок;
- б) саморегулювними організаціями (в адміністративному порядку та за рішеннями третейських судів при СРО);
- в) органами державної влади (НКЦПФР) в адміністративному порядку;
- г) в судовому порядку.

Додатково зазначимо, що інвестор не позбавлений права не дотримуватись зазначеного порядку суб'єктів розгляду (послідовності інстанцій) при поданні скарг чи заяв. Звернутися зі скаргою до державних органів чи суду не заборонено на будь-якому етапі. Проте нормативне закріплення можливості вирішення конфлікту на рівні акціонерного товариства або СРО буде спрямовано на зниження регулятивного навантаження на державні органи,

підвищення рівня саморегулювання, а в підсумку спрямовано на оптимізацію регулятивних процесів на фондовому ринку.

Практика європейських країн, зокрема Великої Британії, Німеччини, а останнім часом і Російської Федерації, свідчить про ефективність інституту фінансового омбудсмена як незалежної інстанції з врегулювання спорів на фінансовому ринку. При цьому якщо у Великій Британії його статус врегульовано на законодавчому рівні, то в Німеччині та Росії цей орган сформовано на підставі угоди учасників ринку. Відповідно, учасники самостійно визнають обов'язок виконувати приписи омбудсмена. Вважаємо за доцільне запровадження інституту фінансового омбудсмена в Україні. Фінансовий омбудсмен має діяти як незалежний експерт. Він не повинен бути регулятором, професійною асоціацією, захисником споживачів. Його роль полягатиме в наданні професійної експертної оцінки, що прийматиметься учасниками при врегулюванні спорів. Можна визначити, що фінансовий омбудсмен має впливати на відносини на фондовому ринку виключно силою авторитету.

При дослідженні питання захисту прав інвесторів необхідно приділити увагу розгляду фінансових компенсацій втрачених інвестицій як особливого засобу захисту прав інвесторів. Зазначимо, що в світовій практиці діяльність компенсаційних фондів має значне поширення та достатньо давню історію³⁹⁸. Проте у практиці української законотворчості спроби створення подібного фонду мали місце лише в кінці 1990-х років з підписанням Указу Президента України «Про Фонд захисту громадян-інвесторів на фондовому ринку»³⁹⁹, який не набрав чинності у зв'язку з відхиленням Верховною Радою України проекту відповідного Закону України. Відтоді не було реалізовано

³⁹⁸ *Поєдинок В.* Компенсаційні схеми для інвесторів на ринку фінансових послуг // Юридичний журнал. Юстиніан. – 2005. – № 7 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=1806>.

³⁹⁹ *Про Фонд захисту громадян-інвесторів на фондовому ринку:* Указ Президента України від 8 липня 1998 р. № 756/98 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=756%2F98>.

законодавчого закріплення компенсаційних механізмів учасникам фондового ринку на загальнодержавному рівні.

У США і Канаді, наприклад, компенсаційні фонди діють з кінця 60-х років минулого століття. Мають значне поширення такі інститути і в країнах Європи, де в межах Євросоюзу правове регулювання будується на основі Директиви 97/9/ЄС від 3 березня 1997 р. «Про схеми компенсації інвесторам». Відповідно до неї всі держави – учасниці ЄС повинні створити одну або кілька компенсаційних схем, які гарантуватимуть інвесторам повернення певної суми коштів тоді, коли фінансовий інститут не зможе самостійно повернути кошти або цінні папери своїм клієнтам. За винятком окремих специфічних випадків, визначених Директивою, кожен суб'єкт інвестиційної діяльності, зареєстрований у відповідній державі – члені ЄС, провадить інвестиційну діяльність за умови належності до такої схеми⁴⁰⁰. Слід зазначити, що не існує єдиного загальноприйнятого управлінського підходу до організації компенсаційних схем. Кожна держава ЄС самостійно приймає рішення про їхню форму власності, структуру управління, відносини з регуляторним органом, а також про взаємодію компенсаційних схем для інвесторів ринку капіталу з гарантійними фондами по банківських вкладах. Так, у ряді держав (Бельгії, Франції, Швеції) вони відокремлені від регуляторного органу з фінансових ринків та є юридично самостійними структурами, але погоджують свої правила і діяльність з регулятором. А в Австрії, Великій Британії, Німеччині компенсаційні схеми підпорядковані державному регуляторному органу як особливі суб'єкти фінансового ринку. У Бельгії, Ірландії й Іспанії державні регулятори лише представлені в органах управління компенсаційних фондів, тоді як у Нідерландах і Португалії вони прямо управляють такими фондами⁴⁰¹. Водночас в Бельгії, Німеччині, Люксембурзі, Іспанії, Фінляндії компенсаційні фонди заснуються як юридичні особи учасниками ринку або

⁴⁰⁰ *Про схеми компенсації інвесторам*: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 97/9/ЄС від 3 березня 1997 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

⁴⁰¹ *Лансков П., Лансков Д. Міжнародний досвід розвитку компенсаційних механізмів на фінансовому ринку // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 7–8. – С. 37.*

їхніми асоціаціями, які в цьому випадку виконують функції саморегульованих організацій навіть якщо юридично такими не є. По суті, це компенсаційні фонди СРО. До речі, на основі саморегульованих організацій побудована діяльність компенсаційних фондів в США і Канаді.

Директива 97/9/ЄС від 3 березня 1997 р. не передбачає обов'язкових вимог до організаційно-правової форми компенсаційної схеми. Проте, як правило, такі організації мають самостійну правосуб'єктність, яка передбачає право виступати відповідачем за позовами інвесторів із приводу виплати компенсації, а вказаною Директивою встановлено обов'язок країн-членів нормативно забезпечити право інвестора на позов до компенсаційної схеми.

Серед підстав для застосування компенсаційних механізмів Директивою 97/9/ЄС від 3 березня 1997 р. визначені такі випадки:

– визнання уповноваженими органами факту, що інвестиційна компанія з причин, безпосередньо пов'язаних із її фінансовим становищем, є неспроможною виконати свої зобов'язання, що випливають із вимог інвесторів, та відсутня перспектива того, що вона буде спроможною зробити це найближчим часом;

– набуття чинності відповідного рішення суду з причин, безпосередньо пов'язаних з фінансовим становищем інвестиційної компанії, внаслідок якого інвестор стає неспроможним отримати компенсацію від неї.

Також зазначимо, що вказаною Директивою визначаються категорії інвесторів, котрим відповідно до умов компенсаційної схеми може не надаватися покриття або ж надаватися у зменшеному розмірі. Такими особами є: професійні (інституційні) інвестори різних організаційно-правових форм; наднаціональні інституції, вищі та центральні органи влади; провінційні, регіональні, місцеві та муніципальні органи влади; директори, менеджери та персонально відповідальні особи інвестиційної фірми, особи, що володіють п'ятьма або більше відсотками капіталу такої фірми, особи, відповідальні за здійснення аудиту облікових документів інвестиційної фірми, а також інвестори з подібним статусом в інших фірмах, які входять разом з інвестиційною фірмою

до однієї групи; близькі родичі та особи, уповноважені діяти від імені інвесторів; інші фірми, які входять разом з інвестиційною фірмою до однієї групи; інвестори, які несуть будь-яку відповідальність або скористалися певними фактами, що стосуються інвестиційної фірми, які спричинили фінансові ускладнення фірми або мали значення для погіршення її фінансового становища. На нашу думку, такі обмеження встановлені для запобігання зловживань при отриманні компенсацій та визначенні їх адресатів, а також для захисту інтересів рядового інвестора.

Звернемось до розгляду стану чинного законодавства України та наших пропозицій з цих питань. На сьогодні в Україні окрім загального порядку відшкодування збитків передбачено можливість відшкодування збитків певними категоріями професійних учасників за рахунок їх резервного фонду (зокрема, компаніями з управління активами відповідно до ст. 33 Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»). Проте на практиці часто неможливо відшкодувати збитки інвесторам навіть у випадку виграшу судових справ та доведення неправомірної поведінки емітентів чи професійних учасників у зв'язку з відсутністю у них достатніх коштів для здійснення компенсацій.

Вище ми запропонували нормативно закріпити створення компенсаційних фондів СРО для відшкодування можливих збитків професійним учасникам – членам СРО. Проте на загальнодержавному рівні, на нашу думку, доцільним є створення фонду гарантування інвестицій на фондовому ринку на зразок існуючого фонду гарантування вкладів фізичних осіб⁴⁰². До речі, європейська практика, зокрема Бельгії, Данії, Люксембургу, передбачає інвестування коштів загальних (спільних) компенсаційних фондів для банківських вкладників і всіх видів інвесторів в інструменти фінансового ринку, але це пов'язано з порівняно невеликим обсягом економік цих країн. Фінансова криза 2008–2010 рр. засвідчила необхідність відокремлювати

⁴⁰² Про фонд гарантування вкладів фізичних осіб: Закон України від 20 вересня 2001 р. № 2740-III / Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 5. – Ст. 30.

фонди, створені для компенсації втрат від ризиків, що мають місце при іпотечному кредитуванні, управлінні активами та іншими формами інвестування. Вважаємо, що і в умовах України не варто об'єднувати сфери діяльності та активи існуючого фонду гарантування вкладів фізичних осіб з майбутнім фондом гарантування інвестицій на фондовому ринку. Це не раціонально як з позиції ризиків, так і в організаційно-управлінському змісті.

При цьому правовий статус загальнодержавного фонду гарантування інвестицій має відрізнятися від правового статусу компенсаційних фондів СРО за такими ознаками:

- бути єдиним загальнодержавним фондом гарантування інвестицій на території України;
- його учасниками повинні бути професійні учасники фондового ринку (в тому числі організатори торгівлі, депозитарії, що не мають відповідно до закону обов'язку бути членами СРО), комерційні банки, добровільні учасники;
- до складу керівних органів (наглядової ради, правління) обов'язково повинні входити представники державних органів (НКЦПФР, НБУ);
- джерелом формування коштів мають бути реєстраційний збір, регулярні внески учасників, надходження від розміщення коштів фонду, добровільні (благодійні) внески, кошти, отримані за програмами іноземної допомоги, інші кошти тощо.
- порядок управління та збереження активів фонду має встановлюватися Законом України, а деталізуватися актами НКЦПФР і не може регулюватися актами локального характеру;
- перелік суб'єктів, майнова відповідальність яких може бути компенсована, не повинен обмежуватися лише професійними учасниками, а включати емітентів, корпоративні інвестиційні фонди тощо;
- поширення захисних механізмів гарантування інвестицій на всі категорії інвесторів, включаючи фізичних та юридичних осіб з урахуванням обмежень виплати компенсацій на зразок визначених Директивою 97/9/ЄС від 3 березня 1997 р..

На нашу думку, можливі виплати загальнодержавного фонду гарантування інвестицій повинні мати не лише страховий, а, передусім, захисний, соціальний характер. Його компенсаторна діяльність має бути останнім заходом щодо захисту прав інвесторів, коли інші джерела компенсацій недостатні (відшкодування з резервних фондів професійних учасників, компенсаційних фондів СРО тощо). У зв'язку з цим доцільним є встановлення пріоритетів щодо черг компенсацій, а саме, закріплення права першочергової компенсації втрат інвесторам-громадянам перед юридичними особами, а також пріоритету компенсацій дрібним інвесторам перед великими інвестиційними компаніями (наприклад, для інвестицій до 100–150 тис. гривень) тощо.

Таким чином, за умови нормативного запровадження внесених нами пропозицій можливе закріплення в чинному законодавстві трирівневої системи компенсування збитків інвесторам на фондовому ринку:

- а) за рахунок резервних фондів професійних учасників фондового ринку;
- б) за рахунок компенсаційних фондів, створених саморегулювальними організаціями фондового ринку;
- в) за рахунок загальнодержавного фонду гарантування вкладів інвесторів фондового ринку.

При цьому ресурси кожного з визначених рівнів здійснення компенсацій має залучатися лише у випадку недостатності фінансових можливостей попереднього рівня.

Вважаємо, що здійснення запропонованих заходів позитивно вплине на підвищення рівня захисту інвестицій та гарантій прав інвесторів на фондовому ринку, а, відповідно, зросте довіра до його механізмів у рядового інвестора, що стане додатковим стимулом для використання цінних паперів як засобу інвестування, підвищення динаміки фондового ринку.

4.2.3. Державний контроль на фондовому ринку як реалізація організаційно-господарської функції державного регулювання

Контроль як реалізація організаційно-господарської функції державного регулювання господарської діяльності неодноразово досліджувався вченими-юристами в галузі адміністративного та господарського права. Безпосередньо проблематика контрольної діяльності держави на фондовому ринку знайшла своє втілення лише у працях юристів – фахівців з адміністративного права І.Г. Андрущенко, Г.М. Остапович⁴⁰³.

У свою чергу, вважаємо, що контроль є обов'язковою складовою організації та регулювання господарської діяльності, оскільки за його відсутності здійснення організаційно-господарських повноважень є неможливим. Так, на думку О.П. Віхрова відносини, що складаються при здійсненні контролю за господарською діяльністю та застосуванні адміністративно-господарських санкцій, є організаційно-господарськими зобов'язаннями⁴⁰⁴.

І.М. Кравець визначає контроль як складову регулювання господарської діяльності і, водночас, як комплекс необхідних заходів, що полягають у перевірці фактичних напрямів і результатів діяльності суб'єктів господарювання встановленим державою правилам, нормам і нормативам, виявлення порушень у їх діяльності та застосування заходів відповідальності⁴⁰⁵. Ми погоджуємося з цією позицією. Водночас вважаємо, що державний контроль на фондовому ринку є формою реалізації

⁴⁰³ Андрущенко І.Г. Державний контроль діяльності учасників фондового ринку України (організаційно-правовий аспект): дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Національна академія внутрішніх справ України. — К., 2004. — 220 с.; Остапович Г.М. Державний контроль на ринку цінних паперів України: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Київ. нац. торг.-екон. ун-т. — К., 2006. — 205 с.

⁴⁰⁴ Віхров О.П. Організаційно-господарські правовідносини: автореф. дис... д-ра юрид. наук; Ін-т екон.-прав. дослідж. НАН України. — Донецьк, 2009. — С. 28.

⁴⁰⁵ Кравець І.М. Правове становище суб'єктів організаційно-господарських повноважень. — К.: Юрінком Інтер, 2010. — С. 41.

організаційно-господарської функції державного регулювання, невід'ємною складовою державного регулювання фондового ринку і реалізується в конкретних господарсько-правових формах.

Загальні засади державного контролю та нагляду за господарською діяльністю визначені в ст. 19 ГК України, де визначено вісім сфер регулятивного впливу держави. Проте контроль та нагляд у сфері, до складу якої входять відносини, що мають місце на фондовому ринку (фінансові, кредитні відносини, валютне регулювання та податкові відносини), спрямовані на дотримання суб'єктами господарювання кредитних зобов'язань перед державою і розрахункової дисципліни, вимог валютного законодавства, податкової дисципліни. Вважаємо, що такий дещо звужений перелік сфер державного контролю за господарською діяльністю є недоліком, який має бути виправлений шляхом внесення змін до вказаної статті із зазначенням як об'єкта контролю дотримання суб'єктами господарювання «норм діяльності на ринках фінансових послуг», що включає і фондовий ринок.

Визначений у ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» перелік форм державного регулювання ринку цінних паперів передбачає такі напрями контролю на фондовому ринку:

- контроль за здійсненням професійної діяльності на ринку цінних паперів;
- контроль за дотриманням емітентами порядку реєстрації випуску цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів;
- контроль за дотриманням прав інвесторів емітентами цінних паперів та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;
- контроль за достовірністю інформації, що надається емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, контролюючим органам;
- контроль за дотриманням правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів;
- контроль за системами ціноутворення на ринку цінних паперів;

– контроль за діяльністю осіб, які обслуговують випуск та обіг цінних паперів.

Аналіз визначених напрямів контролю на фондовому ринку дає підстави визначити перелік підконтрольних суб'єктів. Це – всі професійні учасники фондового ринку та емітенти, саморегулівні організації, а також можна до їх складу віднести інвесторів, хоча вони є, скоріше за все, суб'єктами нагляду в частині дотримання їх прав. За суб'єктним складом контроль на ринку цінних паперів є комплексним і являє собою врегульовану нормами права діяльність державних органів та саморегулівних організацій на фондовому ринку. Звернемо увагу на те, що саморегулівні організації можуть одночасно виступати як суб'єктами контрольної діяльності, так і підконтрольними суб'єктами. Зазначені напрями контролю держави на фондовому ринку разом із суб'єктами контрольної діяльності та підконтрольними їм суб'єктами господарювання складають систему контролю на ринку цінних паперів.

У сучасній юридичній науці державний контроль класифікується за різними ознаками, серед яких: органи, які здійснюють контроль, їх компетенція, організаційний взаємозв'язок контролюючого суб'єкта з підконтрольним об'єктом, зміст контрольної діяльності, юридичні наслідки контролю, сфера діяльності, що підлягає контролю, форми контролю, ступінь втручання в оперативну діяльність підконтрольного об'єкта, кількісний склад суб'єктів контролю, час здійснення контролю тощо.

Класифікація контролю надає можливість розділити його не лише на форми та напрями, а також на певні види. Будь-який різновид контролю, незалежно від критеріїв його поділу, здійснюється у певних формах і ґрунтується на відповідній методологічній основі. Державний і недержавний, попередній, поточний і наступний, обов'язковий чи ініціативний контроль, документальний чи фактичний – все це види контролю, які мають свої методи і знаходять своє зовнішнє вираження у певних формах.

Необхідність класифікації державного контролю на фондовому ринку обумовлена, в першу чергу, тим, що ринок охоплює різні за змістом

правовідносини. Поняття «контроль на фондовому ринку» є комплексним і охоплює різні види контролю органів державної влади, контролю саморегулювальних організацій, внутрішнього контролю учасників фондового ринку, що об'єднані спільним об'єктом – суспільними відносинами, пов'язаними з обігом цінних паперів.

Різноманітність відносин, що складають об'єкт державного контролю на фондовому ринку, та відомостей, що становлять його предмет, вказує на його міжгалузевий характер. Тому, в першу чергу, необхідно, на нашу думку, зупинитися на дослідженні складових державного контролю на фондовому ринку.

Усі відомості, що збираються або одержуються органами державного контролю на ринку цінних паперів, можна розділити на дві групи, які можна коротко визначити як такі, що відображають якісні та кількісні показники. Відповідно, предметом державного контролю на фондовому ринку є якісні та кількісні показники діяльності підконтрольних суб'єктів господарювання.

Так, до першої групи належать відомості про дотримання учасниками ринку цінних паперів: умов доступу на ринок (наявність ліцензії на здійснення професійної діяльності, реєстрація випуску цінних паперів, виконання учасниками покладених на них законодавством обов'язків щодо звітності); ліцензійних умов при наданні послуг професійними учасниками ринку цінних паперів (порядку обліку прав власності на іменні цінні папери, організації торгівлі цінними паперами, відкриття і ведення рахунків у цінних паперах, професійного рівня працівників професійних учасників, відповідності рівня програмного забезпечення нормативно встановленим вимогам).

Другу групу становлять відомості щодо фінансового стану та фінансових результатів діяльності учасників ринку цінних паперів та їх засновників: з формування ними фондів коштів, дотримання вимог щодо достатності і ліквідності їх активів, вимог і обмежень щодо фінансових ризиків, а також відомості про джерела коштів, що інвестуються в цінні папери, напрями інвестування.

Також окремою складовою державного контролю є нагляд за дотриманням законодавства учасниками фондового ринку, зокрема, законодавства про захист економічної конкуренції, прав інвесторів тощо⁴⁰⁶. З огляду на зазначене, вважаємо доцільним зупинитися на проблемі співвідношення понять «контроль» та «нагляд» на фондовому ринку. Часто законодавець вживає ці два терміни як рівнозначні. Так, у ст. 1 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» державне регулювання ринку цінних паперів визначено як «комплекс заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за ринком цінних паперів та їх похідних та запобігання зловживанням і порушенням у цій сфері».

Поняття «контроль» та «нагляд» є близькими. У літературі висловлюються різні, часто протилежні, погляди на співвідношення контролю та нагляду. Так, В.М. Гаращук як основний критерій розмежування контролю і нагляду пропонує, по-перше, можливість контролюючого органу втручання в оперативну діяльність підконтрольного органу (що не характерно для нагляду) та, по-друге, право самостійно притягати винних осіб до юридичної відповідальності, яким володіє орган контролю, і яким не наділено орган нагляду⁴⁰⁷.

М.С. Студенікіна виділяє нагляд як різновид надвідомчого контролю, який відрізняється від контролю «широтою сфери діяльності, що охоплюється контролем, а також специфікою методів і правових форм впливу. Для контролю характерна та особливість, що він не обмежується колом питань, пов'язаних з дотриманням обов'язкових приписів – законів та інших нормативних актів. Органи контролю цікавляться також і тим, наскільки правильно, доцільно і ефективно використані підконтрольним суб'єктом надані йому повноваження»⁴⁰⁸. З думкою М.С. Студенікіної, що

⁴⁰⁶ *Ненада О.А.* Пруденційний нагляд на фондовому ринку України. Мета, завдання, перспективи / Економіка, фінанси, право. – 2002. – № 11. – С. 29–33.

⁴⁰⁷ *Гаращук В.М.* Контроль та нагляд у державному управлінні: навч. посіб. / Національна юридична академія України ім. Ярослава Мудрого. – Х., 1999. – С.14.

⁴⁰⁸ *Студеникина М.С.* Государственный контроль в сфере управления. Проблемы надведомственного контроля. – М.: Юридическая литература, 1974. – С. 18.

нагляд є різновидом контролю, який здійснюється з певних питань та обмежений у методах впливу, погоджується і О.Ф. Андрійко⁴⁰⁹. Аналогічною є позиція В.С. Шестака, який стверджує, що «контроль – родове поняття, котре охоплює нагляд як особливий «галузевий» вид контролю, його форму»⁴¹⁰. Щодо безпосередньо фондового ринку, то ми погоджуємось з Г.М. Остапович⁴¹¹, яка називає нагляд різновидом контролю на фондовому ринку, якому притаманні певні особливості, що надають змогу виділити його в окремий вид контролю: неможливість втручання в оперативну діяльність підконтрольного суб'єкта та звужений предмет – лише перевірка законності діяльності підконтрольного суб'єкта.

Предметом нагляду є дотримання учасниками фондового ринку норм законодавства про державне регулювання ринку, відповідність кадрового, матеріально-технічного, програмного та іншого забезпечення функціонування учасників, виконання обов'язків щодо розкриття інформації, одержання ліцензій, проходження процедур державної реєстрації у передбачених законом випадках, дотримання норм законодавства про захист економічної конкуренції тощо.

Проте серед визначених у чинній на сьогодні редакції ст. 3 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» форм державного регулювання нагляд відсутній, що ми вважаємо істотним недоліком правового регулювання в цій частині. З набранням сили Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо удосконалення законодавства про цінні папери» перелік форм державного регулювання буде доповнено формою, яку визначено як «пруденційний нагляд за професійними учасниками фондового ринку в межах діяльності, яка провадиться таким учасником на підставі виданої Національною комісією з

⁴⁰⁹ Андрійко О.Ф. Контроль в демократическом государстве: проблемы и тенденции / Институт гос. и права им. В.М. Корецкого. – К.: Наукова думка, 1994. – С. 39.

⁴¹⁰ Шестак В.С. Державний контроль у сучасній Україні (теоретико-правові питання): Монографія. – Харків: Державне спеціалізоване видавництво «Основа», 2003. – С. 15.

⁴¹¹ Остапович Г.М. Державний контроль на ринку цінних паперів України: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Київ. нац. торг.-екон. ун-т. — К., 2006. – С. 52.

цінних паперів та фондового ринку ліцензії». Проте в Законі відсутнє детальне визначення поняття «пруденційний нагляд». Застосування визначення та напрямів пруденційного нагляду, що містяться в ст. 29 Закону України «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» є юридично некоректним, а тому і нікчемним, адже цим Законом врегульовано іншу сферу правовідносин.

У зв'язку із зазначеним вважаємо доцільним запропонувати нормативне закріплення в якості складових пруденційного нагляду на фондовому ринку таких форм:

- аналіз звітності з метою встановлення відповідності діяльності учасників фондового ринку вимогам законодавства (зокрема, вимогам майнового та фінансового стану, ліквідності активів, якості активів та ризиковості операцій, якості систем управління та управлінського персоналу, додержання правил надання послуг тощо), що має сприяти захисту прав інвестора;

- аналіз інформації та відомостей про події, тенденції та явища на ринку з метою виявлення ознак порушень законодавства на фондовому ринку;

- безпосередній нагляд за діяльністю професійних учасників фондового ринку у процесі здійснення ними операцій з цінними паперами з метою недопущення порушень законодавства шляхом участі представників уповноваженого державного органу у торгових сесіях фондових бірж, у загальних зборах акціонерів тощо.

Визначена нами друга група кількісних відомостей державного контролю на ринку цінних паперів, що стосуються фінансових показників та фінансових операцій учасників ринку цінних паперів, по суті, охоплюється поняттям «фінансовий контроль».

Предметом фінансового контролю на фондовому ринку є показники достатності капіталу, ліквідності активів, джерела коштів, що спрямовуються на придбання фінансових інструментів, напрями використання залучених

шляхом розміщення цінних паперів коштів, а також фінансові операції та фінансовий стан учасників фондового ринку.

Оскільки фінансовий контроль розглядається як інститут фінансового права⁴¹², його пов'язують з предметом фінансового права. Л.К. Воронова визначає фінансовий контроль як цілеспрямовану діяльність законодавчих і виконавчих органів публічної влади і недержавних організацій, спрямовану на забезпечення законності, фінансової дисципліни і раціональності в ході мобілізації, розподілу і використання коштів централізованих і децентралізованих грошових фондів держави з метою найефективнішого соціально-економічного розвитку усіх суб'єктів фінансових правовідносин⁴¹³. Це визначення має предметом фінансового контролю державні кошти. Аналогічний зв'язок простежується і у визначеннях, запропонованих іншими авторами. Фінансовий контроль визначають також як діяльність, спрямовану на забезпечення законності, фінансової дисципліни і раціональності в ході мобілізації, розподілу і використання коштів централізованих і децентралізованих фондів держави⁴¹⁴, або виконання завдань держави⁴¹⁵, або держави і органів місцевого самоврядування.

М.П. Кучерявенко визначає фінансовий контроль як спеціальний державний контроль, здійснюваний як діяльність фінансових органів та їх посадових осіб щодо забезпечення законності, фінансової дисципліни й доцільності при мобілізації, розподілі й використанні централізованих і децентралізованих грошових фондів і пов'язаних з ними матеріальних коштів⁴¹⁶. У цьому визначенні фінансового контролю немає прямої вказівки на зв'язок фінансового контролю виключно з державними і муніципальними фінансами. Ми

⁴¹² Савченко Л.А. Правові проблеми фінансового контролю в Україні: автореф. дис... д-ра юрид. наук: 12.00.07 / Національна юридична академія України ім. Ярослава Мудрого. — Х., 2002. — С. 14.; Устинова І.П. Правовий статус органів фінансового контролю в системі органів державної виконавчої влади України: автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Київський ун-т ім. Тараса Шевченка. — К., 1997. — С. 14.

⁴¹³ Воронова Л.К. Фінансове право: Навч. посібник. — К.: Вентурі, 1998. — С. 45.

⁴¹⁴ Предборський В.А. Фінансове право. Курс лекцій. — К.: Правові джерела, 1998. — С. 67.

⁴¹⁵ Орлюк О.П. Фінансове право : навч. посібник. — К. : Юрінком Інтер, 2003. — С. 79.

⁴¹⁶ Фінансове право України: підручник / Г.В. Бех, О.О. Дмитрик, І. Є. Криницький; за ред. М.П. Кучерявенка. — К.: Юрінком Інтер, 2004. — С. 63.

погоджуємось з цією позицією якраз з огляду на проблеми державного регулювання фондового ринку. Адже природа фінансового контролю на фондовому ринку зумовлена не контролем за використанням коштів, а більше питаннями дотримання порядку ціноутворення, достатності фінансових активів для здійснення діяльності тощо. Існування цього виду контролю викликане необхідністю забезпечення стабільності і законності на фінансовому ринку країни, попередження і протидії обману вкладників, шахрайству з фінансовими ресурсами. Тому ми не поділяємо думку Г.М. Остапович, що у зв'язку з тим, що держава не контролює доцільності з використання коштів, що належать недержавним суб'єктам, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку не відноситься до органів фінансового контролю⁴¹⁷. Адже НКЦПФР здійснює весь комплекс основних контрольних заходів на фондовому ринку саме в частині контролю фінансового стану його учасників.

Отже, маємо достатні правові підстави стверджувати, що фінансовий контроль є складовою державного контролю на фондовому ринку і безпосередньо здійснюється НКЦПФР. А загалом державний контроль на ринку цінних паперів включає в себе контроль якісних показників, контроль кількісних показників – фінансовий контроль та нагляд.

Контроль на ринку цінних паперів можна класифікувати і за іншими ознаками.

За суб'єктним складом осіб, що здійснюють контроль діяльності учасників ринку цінних паперів, можна виділити дві групи: контроль, що здійснюється державними органами, та контроль, що здійснюється недержавними суб'єктами – саморегульованими організаціями шляхом делегування їм окремих контрольних повноважень Національною комісією з цінних паперів і фондового ринку. З викладеного випливає і класифікація контролю за приналежністю контрольних повноважень – владний і делегований⁴¹⁸. На

⁴¹⁷ *Остапович Г.М.* Державний контроль на ринку цінних паперів України: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Київ. нац. торг.-екон. ун-т. — К., 2006. — 205 с. — С. 46.

⁴¹⁸ *Студеникина М.С.* Государственный контроль в сфере управления. Проблемы надведомственного контроля. — М.: Юридическая литература, 1974. — С. 56.

фондовому ринку владний контроль реалізується уповноваженими органами державної влади, делегований – саморегульвними організаціями ринку цінних паперів.

У свою чергу, контроль, що здійснюється державними органами, можна розділити на контроль, що здійснюється Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку – органом державної влади, який безпосередньо реалізує функцію державного регулювання ринку цінних паперів, а також контроль, що здійснюється іншими суб'єктами державного контролю – Антимонопольним комітетом України, Національним банком України, Фондом державного майна України тощо.

За часом здійснення контроль буває попереднім, поточним та наступним. Крім того, за часом здійснення виділяють контроль постійний та факультативний⁴¹⁹. Наприклад, участь представника контролюючого органу у загальних зборах акціонерів відбувається не в усіх випадках, а лише з підстав, передбачених законодавством, в тому числі за обґрунтованими зверненнями акціонерів, органів управління акціонерного товариства, реєстратора або за ініціативою Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку. Тому такий контроль є факультативним, непостійним. Водночас перевірка звітної інформації емітентів, професійних учасників є постійним видом контролю.

Як уже зазначалося, основним контролюючим органом на фондовому ринку України є Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку. Комісія як орган державного регулювання фондового ринку реалізує державний контроль на фондовому ринку. Серед основних завдань Комісії, визначених у ст. 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні», передбачено здійснення державного регулювання та контролю за випуском і обігом цінних паперів та їх похідних на території України, а також у сфері інвестування.

⁴¹⁹ Шестак В.С. Державний контроль в сучасній Україні (теоретико-правові питання): автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.01 / Нац. ун-т внутр. справ. — Х., 2002. — С. 12.

Безпосередньо Комісія реалізує контрольну функцію при здійсненні реєстраційно-дозвільної діяльності, проведенні перевірок учасників ринку цінних паперів, одержання та перевірки звітності, іншої інформації від учасників ринку цінних паперів.

До реєстраційно-дозвільної діяльності Комісії на ринку цінних паперів належать такі види діяльності:

- реєстрація випусків цінних паперів та інформації про випуск цінних паперів, у тому числі цінних паперів іноземних емітентів, що є в обігу на території України;

- реєстрація правил функціонування організаційно оформлених ринків цінних паперів;

- державна реєстрація фондових бірж та позабіржових торговельно-інформаційних систем;

- реєстрація саморегульованих організацій, що створюються особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів;

- видача дозволів на обіг цінних паперів українських емітентів за межами України;

- видача дозволів на здійснення діяльності по випуску та обігу цінних паперів, на депозитарну, реєстраційну, розрахунково-клірингову діяльність з цінними паперами та інші, передбачені законодавством, спеціальні дозволи (ліцензії) на здійснення окремих видів професійної діяльності на ринку цінних паперів, а також анулювання цих дозволів (ліцензій) у разі порушення вимог законодавства про цінні папери;

- видача дозволів, реєстрація випусків та інформації про випуск інвестиційних сертифікатів інвестиційних фондів та інвестиційних компаній;

- сертифікація фахівців ринку цінних паперів.

Проведення Комісією та її органами перевірок та ревізій фінансово-господарської діяльності емітентів, осіб, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів, фондових бірж та саморегульованих організацій передбачено в п. 9 ст. 8 Закону України «Про державне

регулювання ринку цінних паперів в Україні». Процедура здійснення перевірок визначена Порядком контролю за дотриманням професійними учасниками фондового ринку вимог законодавства про цінні папери⁴²⁰.

Також як контрольний захід, який має наглядовий характер серед повноважень Комісії, передбачено право призначати державних представників на фондових біржах, у депозитаріях.

Щодо діяльності з одержання та перевірки звітності, іншої інформації від учасників ринку цінних паперів, то слід зазначити, що в ст. 7 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» визначено повноваження Комісії по встановленню порядку складання адміністративних даних учасників ринку цінних паперів відповідно до чинного законодавства України, вимог, порядку та стандартів щодо обов'язкового розкриття інформації емітентами та особами, які здійснюють професійну діяльність на ринку цінних паперів.

Визначені контрольні повноваження НКЦПФР можна згрупувати залежно від часу їх здійснення у вигляді вище визначених видів контролю: попереднього, поточного та перспективного.

Так, попередній контроль здійснюється до початку прийняття уповноваженим органом управлінського рішення або початку провадження певних операцій чи видів діяльності. Зокрема, стосовно учасників ринку цінних паперів попередній контроль здійснюється Комісією під час реєстраційно-дозвільної діяльності. До початку провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів або до здійснення емісії цінних паперів перевіряється відповідність учасника встановленим законодавством вимогам та належне виконання передбачених законодавством обов'язків (наприклад, щодо розкриття інформації). Тому до повноважень Комісії, що забезпечують попередній контроль, можна віднести такі повноваження:

⁴²⁰ Про затвердження Порядку контролю за дотриманням професійними учасниками фондового ринку вимог законодавства про цінні папери: рішення ДКЦПФР від 17 березня 2009 р. № 285 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0466-09>.

- одержувати документи, необхідні для видачі ліцензій, реєстрації випусків цінних паперів, реєстрації окремих видів суб'єктів або їх внутрішніх документів – правил фондових бірж та торговельно-інформаційних систем, регламентів інститутів спільного інвестування тощо;

- перевіряти повноту та достовірність викладених у цих документах відомостей;

- проводити атестацію та сертифікацію фахівців ринку цінних паперів;

- проводити перевірку програмного забезпечення, що використовуватиметься або використовується для надання послуг, пов'язаних з випуском, обігом, обліком цінних паперів (сертифікація програмного забезпечення).

До повноважень Комісії щодо здійснення поточного контролю можна віднести такі повноваження:

- одержувати адміністративні дані та звітність учасників ринку цінних паперів відповідно до чинного законодавства України;

- одержувати відомості про цінні папери, що є у власності працівників прямих учасників Національної депозитарної системи та державних органів, що здійснюють контроль за діяльністю Національної депозитарної системи, згідно з переліком посад та робіт, затвердженим Комісією;

- призначати державних представників на фондових біржах, у депозитаріях та торговельно-інформаційних системах;

- реєструвати в окремо встановленому порядку угоди щодо цінних паперів, однією із сторін яких є працівники прямих учасників Національної депозитарної системи та державних органів, які здійснюють контроль за діяльністю Національної депозитарної системи, або члени їх сімей.

Наступний контроль реалізується в діяльності Комісії з планування та координації з іншими державними органами, саморегульованими організаціями проведення перевірок та ревізій фінансово-господарської діяльності емітентів, професійних учасників ринку цінних паперів, а також саморегульованих організацій.

Результатом здійснення контролю у випадку виявлення порушень норм законодавства є правозастосовна діяльність Комісії по застосуванню санкцій до учасників, що допустили порушення, спрямованих на припинення цих порушень та притягнення винних осіб до відповідальності. Відповідно до ст. 11 Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні» НКЦПФР наділена широким колом повноважень щодо вжиття заходів притягнення порушників до відповідальності за наслідками проведення контрольних заходів.

Як зазначалося, певні контрольні функції можуть здійснювати саморегулівні організації. Так, в ст. 49 Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» передбачена можливість делегування саморегулівним організаціям повноважень по проведенню перевірок провадження відповідного виду професійної діяльності, дотримання вимог законодавства про цінні папери, правил, стандартів, професійної поведінки. Також Положенням про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку передбачено право СРО здійснювати перевірки членів на відповідність їх діяльності правилам СРО, стандартам професійної діяльності, кодексу етики. Зазначимо, що проведення цих перевірок не потребує обов'язкового делегування повноважень і може здійснюватись СРО самостійно. Проте при перевірках своїх членів СРО може звернутися до Комісії з метою залучення фахівців Комісії для здійснення таких перевірок.

Отже, проведений огляд правового регулювання державного контролю на фондовому ринку дає підстави для таких узагальнень. Державний контроль на ринку цінних паперів має комплексний характер і є врегульованим нормами права засобом державного регулювання, що здійснюється у нормативно визначених формах та забезпечує дотримання законів та інших нормативно-правових актів на фондовому ринку, сприяє реалізації фінансової політики держави, забезпеченню процесу формування і ефективного використання фінансових ресурсів, створенню умов для вільного обігу фінансових ресурсів на фондовому ринку, гарантуванню

захисту прав інвесторів та інших учасників відносин на ринку цінних паперів. Безпосереднім предметом державного контролю є операції учасників ринку цінних паперів, фінансові послуги, пов'язані з випуском та обігом цінних паперів, та інші види діяльності, що забезпечують обіг цінних паперів. Суб'єктами здійснення контролю є НКЦПФР та саморегульвні організації (як самостійно, так і на підставі делегованих ним повноважень). Підконтрольними суб'єктами державного контролю на ринку цінних паперів є професійні учасники ринку цінних паперів, емітенти. Визначені напрями контролю держави на фондовому ринку, суб'єкти здійснення контрольної діяльності та підконтрольні їм суб'єкти господарювання складають систему контролю на ринку цінних паперів. Державний контроль на фондовому ринку як засіб державного регулювання включає в себе контроль якісних показників, контроль кількісних показників – фінансовий контроль та нагляд.

ВИСНОВКИ

Результатом проведеного дослідження стали такі висновки:

1. Фондовий ринок України визначено як врегульовану законодавством функціональну систему учасників, їх дій та правовідносин щодо емісії, обігу та обліку специфічного товару – цінних паперів та похідних (деривативів), що є об'єктом регулятивного впливу з боку органів державної влади та саморегулювальних організацій і за допомогою якої відбувається взаємодія та взаємопроникнення різних секторів економіки, здійснюється перерозподіл та накопичення фінансових та матеріальних ресурсів, чим забезпечуються інвестиційні потреби, позитивна динаміка та розвиток соціально-економічної бази українського суспільства.

2. За результатами розгляду місця фондового ринку в системі економіко-правових відносин, інших ринків, пов'язаних з обігом фінансових інструментів, визначено, що фондовий ринок разом з ринком кредитів складають ринок інвестицій, який разом з ринком страхових послуг та валютним ринком складають фінансовий ринок України. Визначено, що хоча в ст. 92 Конституції України передбачено одночасне функціонування як окремих ринків фінансового, грошового, кредитного та інвестиційного, це не відповідає як міжнародно визнаній класифікації, так і реально існуючому сегментарному розподілу ринків капіталів в Україні, що потребує внесення відповідних змін до Основного Закону України.

3. Здійснена класифікація за ознакою організованого та неорганізованого ринку визначила, що організованим ринком може вважатися лише врегульований та гарантований нормами законодавства процес здійснення торгівлі цінними паперами, а тому він збігається з біржовим ринком. Вся інша торгівля належить до неорганізованої та, відповідно, позабіржової сфери.

4. Проведена класифікація фондового ринку за інструментами обігу свідчить про неможливість формального виділення сегментів фондового ринку відповідно до видів цінних паперів. На сьогодні в Україні існує чотири

основні сегменти фондового ринку, класифіковані за інструментами обігу: ринки пайових, боргових, похідних та іпотечних цінних паперів.

5. Запропоновано авторське визначення поняття «державне регулювання фондового ринку» як окремого напрямку регулюючого впливу держави, що є цілеспрямованою організаційно-господарською діяльністю органів державної влади у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних, яка реалізується за допомогою використання спеціальних методів та застосування засобів регулювання господарської діяльності та у відповідних правових формах, що в підсумку створює умови для ефективної роботи всіх його ланок з метою забезпечення функціонування фондового ринку та сприяння розвитку інвестиційних процесів для розбудови соціально-економічної бази українського суспільства. Особливістю державного регулювання фондового ринку є можливість делегування регулюючих повноважень органів державної влади саморегулювальним організаціям професійних учасників фондового ринку.

6. Базовим критерієм розмежування правового змісту категорій «державне регулювання» та «державне управління» фондового ринку визначено відносини власності щодо об'єкта державного впливу. Відповідно визначено і різні методи державного регулювання фондового ринку: диспозитивний метод та імперативно-нормативний метод.

7. Визначено розмежування між категоріями «державне регулювання» та «правове регулювання» фондового ринку. Доведено, що категорії «державне регулювання» та «правове регулювання» фондового ринку не є тотожними, бо мають у своїй основі різні класифікаційні ознаки – суб'єкт здійснення регулювання або засіб регулюючого впливу. Основною змістовною, класифікаційною ознакою терміна «державне регулювання» є ознака суб'єкта регулювання, тобто здійснення регулювання певним суб'єктом – державою в особі своїх органів, посадових осіб. Водночас основною змістовною ознакою терміна «правове регулювання» є ознака засобу регулювання – здійснення регулювання за допомогою правових норм. Відповідно, розмежовуються між

собою зміст і напрями здійснення характеристики предмета дослідження – процесу регулювання фондового ринку – за суб'єктом чи засобом.

8. Запропоновано визначення поняття «господарсько-правовий механізм державного регулювання фондового ринку» як впорядкованої нормами права системи інструментів регулятивного впливу та відповідних взаємозв'язків між органами державної влади, саморегулювальними організаціями та учасниками фондового ринку, яка функціонує шляхом застосування засобів державного регулювання господарської діяльності у відповідних формах державного регулювання фондового ринку та спрямована на:

- створення правових засад для організації розміщення та обігу цінних паперів та їх похідних;
- визначення вимог до створення та діяльності професійних учасників, а також здійснення регулювання відносин всіх учасників фондового ринку;
- забезпечення захисту прав інвесторів на фондовому ринку, а також ефективної роботи всіх ланок фондового ринку для сприяння розвитку інвестиційних процесів та розбудови соціально-економічної бази українського суспільства.

Складовими господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку є: 1) органи державної влади, саморегулювальні організації як суб'єкти регулювання; 2) господарська діяльність учасників фондового ринку як об'єкт регулювання; 3) засоби та форми державного регулювання фондового ринку.

9. За результатами вивчення законодавства періоду незалежності України виділено три основні етапи формування системи правового регулювання та господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку. Протягом першого етапу (1991–1997 рр.) відбулося формування нормативно-правової бази та існуючого механізму державного регулювання фондового ринку України. Основною ознакою другого етапу (1998–2004 рр.) стало започаткування процесів адаптації національного законодавства відповідно до законодавства ЄС та запровадження окремих європейських підходів в

державному регулюванні фондового ринку, зокрема, щодо «публічно-сервісного характеру» діяльності органів державного регулювання. Третій етап розпочався в 2005 р. і полягає в реформуванні нормативно-правової бази державного регулювання фондового ринку з урахуванням назрілих за роки незалежності змін та передового європейського і світового досвіду.

10. Визначено, що хоча в Україні створено нормативно-правову базу та функціонує господарсько-правовий механізм державного регулювання фондового ринку, наявні ряд суттєвих недоліків, що проявляються: в низькому рівні систематизації законодавства, розпорошеності норм, термінології, що регулює аналогічні відносини, а відповідно і в наявності прямих колізій, що мають місце в правовому регулюванні відносин на фондовому ринку; низькому рівні реалізації завдань стратегічного планування розвитку фондового ринку; низькій рівень адаптації національного законодавства до норм законодавства Євросоюзу, низький рівень відповідності державного регулювання фондового ринку цілям та принципам регулювання фондового ринку, що визначені IOSCO тощо.

11. Визначено, що законодавство з питань регулювання фінансового, в тому числі фондового, ринків потребує кодифікаційного узгодження. Для вирішення цього завдання запропоновано створення окремого Кодексу фінансових послуг, який би об'єднав та систематизував нормативне регулювання щодо ринків фінансових послуг України.

12. Класифіковано публічно-правові відносини, що мають місце на фондовому ринку, основними з яких є:

- з приводу формування та функціонування системи органів державного регулювання ринку цінних паперів;
- з приводу прийняття актів законодавства, встановлення правил і стандартів здійснення операцій на ринку цінних паперів, створення системи захисту прав інвесторів;
- щодо розподілу регулюючого впливу на фондовому ринку;
- з приводу допуску емітентів на ринок цінних паперів;

- з приводу регулювання здійснення інвестування та інвестиційної діяльності;

- щодо здійснення професійної діяльності на ринку цінних паперів;

- щодо проведення контрольних заходів за дотриманням законодавства, застосування фінансових санкцій та інших засобів відповідальності.

13. Визначено напрями публічно-правового регулювання відносин на фондовому ринку України:

- розробка та реалізація системи заходів стратегічного планування та прогнозування, структуризації сфер господарської діяльності на фондовому ринку;

- визначення правового статусу кожного державного органу у процесі регулювання відносин на фондовому ринку, розмежування сфер їх компетенції;

- визначення правового статусу професійних учасників фондового ринку, розмежування сфер їх компетенції;

- визначення підстав та меж використання адміністративно-правових засобів державного впливу на ринку цінних паперів: реєстрація, ліцензування, надання дозволів, реалізація юрисдикційних прав тощо;

- впорядкування відносин власності шляхом антимонопольного регулювання, встановлення правил корпоративних відносин, правил розмежування та поєднання видів професійної діяльності на ринку цінних паперів.

14. Аналіз правового статусу НКЦПФР свідчить, що чинне законодавство не містить чітких положень щодо її місця в системі державних органів. З огляду на визначений в статті 6 Конституції України поділ державної влади на законодавчу, виконавчу та судову визначення Комісії лише як державного колегіального органу не виконує такого завдання і потребує виправлення шляхом визначення місця Комісії в системі органів державної влади. На нашу думку, одним з шляхів вирішення цього питання було б створення мегарегулятора фінансового ринку і надання йому статусу центрального

органу виконавчої влади із спеціальним статусом.

15. Запропоновано авторське визначення поняття «саморегулювання на фондовому ринку України» як цілеспрямованої організаційно-господарської діяльності саморегулювних організацій, що об'єднують професійних учасників за видами діяльності, утворюються в організаційно-правовій формі, передбаченій для неприбуткових об'єднань, і яким може делегуватись визначений перелік повноважень НКЦПФР. Завданнями саморегулювання на фондовому ринку є:

- забезпечення умов професійної діяльності на фондовому ринку та дотримання стандартів професійної етики;
- сприяння реалізації членами СРО своїх прав та виконання обов'язків;
- організація професійної підготовки та підвищення кваліфікації членів СРО, представництво їх інтересів;
- сприяння захисту прав інвесторів та вирішення конфліктів, спорів між членами СРО, емітентами, інвесторами.

16. Обґрунтовано необхідність встановлення норми-принципу щодо добровільності членства професійних учасників в саморегулювній організації, а стимули до їх членства у СРО мають полягати в економічній, а не адміністративній площині. Членство в СРО має бути умовою надання окремих пільг для професійного учасника.

17. Обґрунтовано доцільність залучення фондових бірж Центрального депозитарію, Розрахункового центру до процесу саморегулювання.

18. Обґрунтовано необхідність підвищення ролі СРО шляхом закріплення обов'язкового делегування визначеного переліку повноважень регулятором – НКЦПФР. При одночасному здійсненні певного повноваження державним органом і СРО професійний учасник має право вибору звернення.

19. Обґрунтовано необхідність запровадження страхування відповідальності професійних учасників – членів СРО, формування компенсаційних фондів СРО.

20. Здійснений огляд існуючих в світі моделей державного регулювання фондового ринку свідчить про наявність двох основних тенденцій в їх розвитку. 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.

21. Обґрунтовано доцільність створення в Україні мегарегулятора шляхом об'єднання Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку та Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг. Це зумовлено великою монополізацією та низьким рівнем сегментації фінансового ринку, відсутністю стійких традицій правового регулювання окремих його сегментів. Таке об'єднання доцільно здійснити на базі НКЦПФР як державного органу, що існує більш тривалий період часу, а створена ним нормативно-правова база має більш системний та усталений характер.

22. Запропоновано класифікацію учасників та регуляторів фондового ринку України за наступними критеріями:

- залежно від змісту діяльності та ролі на фондовому ринку: емітенти цінних паперів; інвестори; професійні учасники фондового ринку; саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку; органи, що здійснюють державне регулювання та контроль на ринку цінних паперів;

- залежно від виконуваних функцій визначений перелік розподіляється на безпосередніх: емітенти, інвестори, професійні учасники; та опосередкованих: органи державної влади та саморегулівні організації;

- залежно від характеру діяльності безпосередні учасники, у свою чергу, розподіляються на професійних (інфраструктурні учасники та інвестиційні посередники) та непрофесійних (емітенти та інвестори).

23. Визначено суттєві правові ознаки емітентів на фондовому ринку:

- перелік суб'єктів, які можуть виступати як емітенти: органи державної влади, органи місцевого самоврядування, юридичні особи;
- емітент повинен виконати встановлений порядок дій – випуск та розміщення цінних паперів;
- має місце певна специфіка встановлення правового статусу через систему обов'язків, основною особливістю якого є те, що, скориставшись правом на випуск цінних паперів, емітент автоматично підпадає під «зобов'язальний правовий режим» своєї участі на ринку цінних паперів.

24. Визначено суттєві правові ознаки інвесторів на фондовому ринку:

- особливий характер діяльності – вкладення власних, позикових або залучених коштів, активів (інвестування) у певні об'єкти;
- особливий об'єкт інвестування – емісійні цінні папери;
- специфічна спрямованість та характерна мета діяльності – володіння на праві власності цінними паперами і одержання прибутку (доходу) на основі цього та/або досягнення іншого корисного соціально-економічного ефекту від інвестування.

25. Запропоновано класифікацію сукупності інвесторів на ринку цінних паперів залежно від їх правового статусу та змісту діяльності:

- первинні інвестори – держава Україна (в особі уповноважених органів, суб'єктів господарювання державної форми власності), індивідуальні інвестори (корпоративні інвестори – нефінансові організації, індивідуальні підприємці, фізичні особи);
- вторинні інвестори – інституційні інвестори (інституційні професійні інвестори; інституційні непрофесійні інвестори).

26. За результатами порівняльної характеристики правового статусу КІФ та ПІФ визначено основні правові ознаки інвестиційних фондів:

- особлива організаційна структура, що складається з відокремленого комплексу активів, сформованого внесками фізичних і юридичних осіб, та керуючої компанії;

- для залучення коштів інвестиційними фондами випускаються емісійні цінні папери - акції та інвестиційні сертифікати;
- інвестування в даному випадку є виключним видом підприємницької діяльності, що здійснюється на професійній основі;
- для ефективного колективного інвестування законодавством передбачений механізм розподілу функцій з акумулювання коштів (КУА, КІФ), управління (КУА) та їхнього зберігання (професійний зберігач);
- конкретний зміст діяльності інвестиційних фондів залежить від типової та видової специфіки інвестиційного фонду;
- систему вимог до діяльності інвестиційних фондів можна згрупувати за наступними критеріями: організаційними; майновими; інформаційними; вимогами до складу і структури активів інвестиційних фондів; вимогами до осіб, що забезпечують діяльність.

27. Обґрунтовано запровадження в Україні інституту кваліфікованого інвестора, а також встановлення окремих категорій цінних паперів, призначених тільки для кваліфікованих інвесторів.

28. Обґрунтовано пропозиції щодо зміни нормативно встановленої структури активів ІСІ.

29. Обґрунтовано необхідність підвищення ролі та розширення компетенції наглядової ради пайового інвестиційного фонду за рахунок доповнення такими повноваженнями:

- ініціювання проведення аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду, внесення змін до регламенту фонду;
- погодження рішення про укладення договорів зі зберігачем, реєстратором, аудитором (аудиторською фірмою) та незалежним оцінювачем майна;
- ознайомлення в будь-який час зі станом виконання інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів;

– повноваження на звернення до НКЦПФР з ініціативою про розгляд питання про заміну КУА у встановленому Комісією порядку;

– надання погодження здійснення КУА значних правочинів (наприклад, в розмірі 10 відсотків вартості активів фонду).

30. Обґрунтовано необхідність зміни пріоритетів існуючого порядку розподілу грошових коштів, отриманих від реалізації активів корпоративного та пайового інвестиційних фондів при їх ліквідації. Спочатку повинні виконуватись зобов'язання перед працівниками, кредиторами, бюджетом, а потім залишок активів розподіляється між акціонерами КІФ, учасниками ПФ.

31. Проведено розмежування та визначено відмінності між правовим змістом довірчого управління – інституту трасту та правовим змістом інститутів спільного інвестування. Визначені відмінності свідчать про неможливість ототожнювання інститутів спільного інвестування з трастами, а, відповідно, і беззастережного застосування до їх правового регулювання норм гл. 70 ЦК України.

32. Запропоновано визначення поняття професійної діяльності на фондовому ринку як підприємницької діяльності спеціалізованих юридичних осіб та банків з надання послуг з розміщення та обігу цінних паперів та їх похідних, обліку прав та здійснення розрахунків за ними, управління активами, що має виключний характер та здійснюється на підставі ліцензії у порядку встановленому законодавством.

33. Обґрунтовано доцільність встановлення норми, що фондова біржа утворюється та діє виключно у формі публічного акціонерного товариства, акції якого мають обов'язково перебувати у лістингу щонайменше другого рівня. Також доведено необхідність скасування обмежень щодо розподілу прибутку організаторів торгівлі.

34. Обґрунтовано запровадження в Україні процедури єдиного лістингу, а саме, порядку, згідно з яким акції емітента, які пройшли процедуру лістингу та мають котирування на одній з бірж, почнуть котируватися на інших

українських біржах. Метою цього заходу є поступовий перехід до єдиного національного лістингу, котирування тощо.

35. Обґрунтовано необхідність запровадження норми-принципу щодо можливості поєднання видів професійної діяльності на фондовому ринку, згідно з яким забороняється поєднання видів діяльності інфраструктурних учасників (діяльності з організації торгівлі, депозитарної діяльності, клірингової діяльності) з видами діяльності інвестиційних посередників (діяльності торговців цінними паперами, діяльності з управління активами). І навпаки, в межах визначених угруповань інфраструктурних учасників та інвестиційних посередників можливе поєднання окремих видів професійної діяльності.

36. Обґрунтовано необхідність визначення інвестиційного консультування як підвиду професійної діяльності з торгівлі цінними паперами з необхідністю отримання ліцензії на його здійснення від регулятора.

37. Обґрунтовано доцільність запровадження до наукового обігу терміну «форми державного регулювання фондового ринку», які визначено як врегульовані нормами права та зумовлені здійсненням повноважень органами державної влади безпосередні зовнішні прояви регулюючого впливу, а саме, засобів державного регулювання фондового ринку у вигляді конкретних норм, дій, рішень, актів, заходів тощо, кожен з яких містить та реалізує регулятивну функцію держави щодо безпосереднього упорядкування відносин на фондовому ринку України.

Кожна з форм державного регулювання фондового ринку має такі ознаки:

а) містить владне розпорядження уповноваженого органу державної влади або саморегулювальної організації (делеговані повноваження);

б) врегульовує певний вид господарських відносин на фондовому ринку;

в) є зовнішнім проявом певного засобу державного регулювання господарської діяльності на фондовому ринку;

г) є реалізацією конкретного функціонального напрямку державного регулювання.

38. Проведено розмежування та визначено відмінності правового змісту термінів «організаційно-господарська діяльність держави» та «державне регулювання господарської діяльності», що надало підстави для висновку про те, що вони відображають дві основні складові діяльності держави в економічному житті країни загалом та на фондовому ринку зокрема, а саме: в першому випадку має місце роль держави як безпосереднього учасника та організатора господарської діяльності, а в другому, окрім означених, ще і роль регулятора відносин на ринку, а тому зміст терміна «державне регулювання господарської діяльності» є ширшим за значенням та поглинає зміст терміна «організаційно-господарська діяльність держави».

39. Обґрунтовано положення про те, що право на вступ до складу СРО повинні мати не лише юридичні особи, які мають відповідну ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку, а й потенційні ліцензіати. Саморегульвній організації у такому випадку необхідно надавати допомогу такому члену в підготовці документів для отримання відповідної ліцензії, попередньої перевірки дотримання ліцензійних умов.

40. Визначено систему складових захисту прав інвесторів на фондовому ринку:

- інформаційна прозорість діяльності на фондовому ринку емітентів та професіональних учасників;
- інформаційні обов'язки органів державної влади;
- обов'язкові вимоги до емітентів, професійних учасників та змісту їх діяльності в частині забезпечення прав інвесторів;
- наявність кола обмежень в діяльності емітентів, інших професійних учасників;
- компенсаційні гарантії та виплати інвесторам, що зазнали збитків на фондовому ринку;
- відповідальність емітентів, професіональних учасників та інших осіб за порушення прав інвесторів;
- визначення системи заходів юрисдикційного характеру.

41. Визначено доцільним закріплення за СРО повноважень на розгляд скарг та заяв інвесторів на дії учасника саморегулювальної організації, його посадових осіб. За наслідками розгляду такої скарги та заяви СРО має бути наділена повноваженнями застосувати до порушника санкції аж до виключення професійного учасника з числа своїх членів та звернення до НКЦПФР з заявою про зупинення або анулювання дії його ліцензії.

42. Обґрунтовано доцільність запровадження інституту фінансового омбудсмена в Україні. Фінансовий омбудсмен має діяти як незалежний експерт, його роль полягатиме в наданні професійної експертної оцінки при врегулюванні спорів. Фінансовий омбудсмен впливатиме на відносини на фондовому ринку виключно силою авторитету, а його приписи учасники фондового ринку виконуватимуть добровільно.

43. Обґрунтовано необхідність створення загальнодержавного фонду гарантування інвестицій, виплати з якого матимуть не лише страховий, а передусім захисний, соціальний характер.

44. Запропоновано нормативне закріплення трирівневої системи компенсування збитків інвесторів на фондовому ринку:

- а) за рахунок резервних фондів професійних учасників фондового ринку;
- б) за рахунок компенсаційних фондів створених СРО;
- в) за рахунок загальнодержавного фонду гарантування вкладів інвесторів фондового ринку.

Ресурси кожного з визначених рівнів здійснення компенсацій необхідно залучати лише у випадку недостатності фінансових можливостей попереднього рівня.

ПРОПОЗИЦІЇ ПО ВНЕСЕННЮ ЗМІН ДО ЗАКОНОДАВСТВА

За наслідками проведеного дослідження пропонуємо внести такі зміни до чинного законодавства у досліджуваній сфері:

1. В межах діяльності Конституційної Асамблеї розглянути питання про внесення змін до п. 1) ч. 2 ст. 92 Конституції України шляхом заміни слів «засади створення і функціонування фінансового, грошового, кредитного та інвестиційного ринків» словами «засади створення і функціонування ринків фінансових послуг».

2. Внести зміни до п. 2 ст. 12 Господарського кодексу України, а саме, доповнити словами:

«здійснення заходів по обмеженню монополізму та сприянню змагальності у сфері господарювання;

державний контроль та нагляд за господарською діяльністю;

захист прав суб'єктів – учасників господарських відносин та споживачів».

3. Внести зміни до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»:

1) п. 1 ст. 2 викласти в такій редакції:

«Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – це врегульована законодавством система учасників, їх дій та правовідносин щодо емісії, обігу та обліку специфічного товару – цінних паперів та похідних (деривативів), що є об'єктом регулятивного впливу з боку органів державної влади та саморегульованих організацій».

Частину першу, другу, третю п. 2 ст. 2 викласти в такій редакції:

«Учасник (суб'єкт) фондового ринку – особа, що безпосередньо вступає в правовідносини при здійсненні емісії, обігу та обліку цінних паперів та похідних (деривативів). До складу учасників фондового ринку належать емітенти, інвестори, професійні учасники фондового ринку.

Емітент – держава в особі уповноважених нею органів державної влади, органи місцевого самоврядування, юридичні особи, які здійснюють

встановлений законодавством порядок дій щодо випуску та розміщення емісійних цінних паперів та несуть від власного імені зобов'язання перед інвесторами згідно з умовами випуску та проспекту емісії цінних паперів та виконують інші обов'язки відповідно до законодавства.

Інвестори на фондовому ринку – фізичні та юридичні особи, резиденти і нерезиденти, а також держава в особі уповноважених органів, які здійснюють вкладення власних, позичкових, залучених грошових коштів, інших активів та набувають права власності на емісійні цінні папери з метою отримання прибутку (доходу) та/або досягнення соціально-економічного ефекту з набуттям відповідних прав, що надаються власнику цінних паперів відповідно до законодавства».

Доповнити п. 2 ст. 2 частиною четвертою такого змісту:

«Регулятор фондового ринку - спеціально уповноважений державний орган, саморегулівна організація, що здійснюють визначений законодавством комплекс заходів щодо упорядкування, контролю, нагляду за функціонуванням фондового ринку, діяльністю його учасників».

Частини п'яту та шосту п. 2 ст. 2, відповідно, вважати частинами шостою та сьомою.

2) частину 1 п. 1 ст. 16 викласти в такій редакції:

«Професійна діяльність на фондовому ринку – підприємницька діяльність спеціалізованих юридичних осіб та банків з надання послуг з розміщення та обігу цінних паперів і похідних (деривативів), обліку прав та здійснення розрахунків за ними, управління активами, що має виключний характер та здійснюється на підставі ліцензії у порядку, встановленому законодавством».

В п. 4 ст. 16 закріпити норму про те, що фондові біржі можуть виконувати визначений перелік функцій саморегулівних організацій, а Центральний депозитарій та Розрахунковий центр – бути членами відповідних СРО.

3) в ст. 17 визначити норму, згідно з якою торговець цінним паперами повинен здійснювати всі операції з купівлі-продажу цінних паперів

виключно на фондовій біржі, а також норму про обов'язкову наявність у торговця власного брокерського місця на фондовій біржі.

4) в ст. 18 визначити, що професійна діяльність з управління активами включає:

- діяльність з управління активами інституційних інвесторів;
- діяльність з управління активами недержавного пенсійного фонду;
- діяльність з управління іпотечним покриттям.

5) в п. 1 ст. 21 визначити, що фондова біржа утворюється та діє виключно у формі публічного акціонерного товариства, акції якого мають обов'язково перебувати у лістингу щонайменше другого рівня, а також скасувати обмеження щодо розподілу прибутку організаторів торгівлі.

6) п. 1 до ст. 26 викласти в такій редакції:

«Поєднання окремих видів (підвидів) професійної діяльності» – здійснення професійним учасником більше одного виду (підвиду) професійної діяльності на фондовому ринку у випадках, прямо передбачених Законом, та за умови отримання окремої ліцензії на кожен вид (підвид) професійної діяльності».

Скасувати п. 3 ст. 26 в частині, що передбачає можливість поєднання діяльності з торгівлі цінними паперами з діяльністю зберігача та діяльністю з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів.

Скасувати п. 4 ст. 26 в частині, що передбачає можливість поєднання діяльності з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів з діяльністю з торгівлі цінними паперами та з діяльністю з управління активами.

Пункт 5 ст. 26 викласти в такій редакції:

«5) діяльність з управління активами інституційних інвесторів може поєднуватись із діяльністю з торгівлі цінними паперами».

7) внести зміни до процедури емісії цінних паперів у разі відкритого (публічного) та закритого (приватного) їх розміщення: щодо змісту проспекту емісії при первинному та наступному розміщеннях цінних паперів, існуючих кількісних обмежень при здійсненні пропозиції акціонерам при приватному

(закритому) розміщенні акцій публічного акціонерного товариства, послідовності етапів емісії, зокрема часу розкриття інформації, що міститься в проспекті емісії, присвоєння цінним паперам міжнародного ідентифікаційного номера, видачі свідоцтва про реєстрацію випуску. Також слід уточнити, що подання звіту регулятору є формою розкриття інформації. У зв'язку з тим, що терміни «реєстрація випуску» і «проспект емісії», по суті, є тотожними з позиції змісту та процедури, необхідно визначити, що реєстрація проспекту емісії є реєстрацією випуску цінних паперів. Також визначити обов'язкове залучення андерайтера при здійсненні емітентом публічного (відкритого) розміщення цінних паперів. Водночас закрите (приватне) розміщення цінних паперів здійснюється на вибір емітента – самостійно або через андерайтера.

8) доповнити перелік особливої інформації про емітента, визначений у п. 1 ст. 41 відомостями у такій редакції:

«рішення суду, що набрали законної сили (стороною яких є емітент), предметом яких є майнові вимоги в розмірі, що перевищує 10 відсотків вартості статутного фонду або суми вартості активів емітента за даними останньої річної фінансової звітності акціонерного товариства;

факти укладення емітентом значного правочину, коли ринкова вартість майна або послуг, що є його предметом, становить понад 10 відсотків статутного фонду або суми вартості активів емітента за даними останньої річної фінансової звітності акціонерного товариства;

осіб, які асоційовані з посадовими особами емітента;

юридичних осіб, які підконтрольні посадовим особам емітента та асоційованим з ними особам».

9) внести зміни до п. 1 ст. 44 виклавши його в наступній редакції:

«Інсайдерська інформація – регулярна та особлива інформація про емітента, його цінні папери та похідні (деривативи) або правочини щодо них та інші значні правочини емітента, яку оприлюднено раніше встановлених законодавством термінів та/або з недотриманням способів її офіційного оприлюднення».

4. Внести зміни до Закону України «Про інститути спільного інвестування (пайові та корпоративні інвестиційні фонди)»:

1) до ст. 4 щодо заборони інвестування диверсифікованих ІСІ у цінні папери, що не мають лістингу на одній із українських фондових бірж.

2) до ст. 25 щодо розширення повноважень наглядової ради пайового інвестиційного фонду, які полягають у встановленні норми щодо обов'язкового її створення та надання на додаток до існуючих таких повноважень:

– ініціювання проведення аудиторських перевірок діяльності та оцінки майна фонду;

– ініціювання внесення змін до регламенту фонду;

– погодження рішення про укладення договорів зі зберігачем, реєстратором, аудитором та незалежним оцінювачем майна;

– ознайомлення в будь-який час із станом виконання інвестиційної декларації, зберіганням активів фонду, веденням реєстру власників інвестиційних сертифікатів;

– звернення до НКЦПФР з ініціативою про розгляд питання про заміну КУА у встановленому Комісією порядку;

– погодження здійснення КУА значних правочинів.

3) до ст. 21, 28 щодо існуючого порядку розподілу грошових коштів, отриманих від реалізації активів корпоративного та пайового інвестиційних фондів при їх ліквідації, встановити таку черговість задоволення вимог:

– у першу чергу – вимоги кредиторів забезпечені заставою;

– у другу чергу – вимоги працівників КУА/КІФ, пов'язані з трудовими відносинами;

– у третю чергу – вимоги щодо податків, зборів (обов'язкових платежів);

– у четверту чергу – виплати інших кредиторів;

– у п'яту чергу – розподіл залишку активів між акціонерами КІФ пропорційно належної їм кількості акцій, учасниками ПФ пропорційно вартості належних їм інвестиційних сертифікатів.

4) частину 6 ст. 29 викласти в такій редакції:

«компанія з управління активами бере участь в управлінні діяльністю емітента, корпоративні права якого перебувають в сфері її управління».

5) до частини 6 ст. 32, а саме визначити, що компетентні органи можуть відкликати ліцензію, видану компанії з управління активами, коли така компанія не використовує ліцензію протягом 12 місяців.

6) до визначеної в ст. 34 структури активів ІСІ шляхом:

– підвищення розмірів пакетів цінних паперів іноземних емітентів до 50 відсотків загальної вартості активів диверсифікованих ІСІ з правом останніх самостійно визначати їх структуру;

– зниження обсягів активів диверсифікованих ІСІ у грошових коштах, які вони можуть тримати на банківських депозитних рахунках, в ощадних (депозитних) сертифікатах та банківських металах з 50 відсотків до 10 відсотків загальної вартості активів ІСІ;

– зменшення норм відсотків щодо інвестування диверсифікованими ІСІ в державні цінні папери та цінні папери органів місцевого самоврядування відповідно з 50 до 20 відсотків та з 40 до 10 відсотків загальної вартості активів диверсифікованих ІСІ.

5. Внести зміни та доповнення до Закону України «Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні»:

1) п. 5) ст. 4 викласти в такій редакції:

«5) діяльність з управління активами – діяльність, що здійснюється компанією з управління активами по управлінню активами інституційних інвесторів, а щодо активів недержавного пенсійного фонду – також професійним адміністратором недержавного пенсійного фонду, банком щодо активів створеного ним корпоративного пенсійного фонду».

2) в ст. 11 встановити загальний термін застосування санкції у вигляді зупинення дії ліцензії на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку строком до шести місяців, а застосування санкції у вигляді анулювання ліцензії

застосовувати у випадку нездійснення визначеного у ліцензії виду професійної діяльності протягом одного року.

3) в ст. 16 визначити чотириступеневий інстанційний (за суб'єктами розгляду) порядок вирішення конфліктів, розгляду скарг і заяв інвестора:

а) внутрішньокорпоративний порядок,

б) саморегульвними організаціями (в адміністративному порядку та за рішеннями третейських судів при СРО),

в) органами державної влади (НКЦПФР) в адміністративному порядку,

г) в судовому порядку.

Визначити, що інвестор вправі звернутися до суду на будь-якому етапі оскарження.

6. Визначити в Положенні про саморегульвні організації професійних учасників фондового ринку:

1) перелік джерел формування майна саморегульвної організації, в тому числі видів доходів, що можуть отримувати СРО.

2) обмеження щодо господарської діяльності саморегульвних організацій та їх посадових осіб по розпорядженню коштами та майном СРО, а саме, визначити, що особам, які здійснюють функції керівника та заступника керівника саморегульвної організації, а також афілійованим з ними особам забороняється:

– набувати цінні папери, емітентами яких або боржниками за якими є члени саморегульвної організації, їх дочірні компанії;

– укладати зі членами саморегульвної організації, їх дочірніми компаніями будь-які договори майнового страхування, кредитні договори, поруки тощо;

– здійснювати підприємницьку діяльність, що є предметом саморегулювання для цієї саморегульвної організації;

– засновувати господарські товариства, що здійснюють підприємницьку діяльність, що є предметом саморегулювання для цієї саморегульвної організації, ставати учасником таких господарських товариств.

3) п. 1 розділу VII викласти в такій редакції:

«СРО приймає до складу своїх членів юридичних осіб, які мають відповідну ліцензію на провадження професійної діяльності на фондовому ринку, видану у порядку, встановленому Комісією, або які мають намір отримання такої ліцензії, відповідають вимогам правил СРО та засвідчили свою згоду виконувати правила СРО».

7. В Ліцензійних умовах провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку:

1) змінити вимоги до структури активів організатора торгівлі, для чого частину 5 п. 5 визначити в такій редакції:

«До складу активів організатора торгівлі можуть входити цінні папери, що мають не нижче першого рівня лістингу на одній з фондових бірж України, іноземні цінні папери іноземних держав та іноземних юридичних осіб, що мають лістинг на одній з провідних іноземних бірж, перелік яких визначається комісією».

2) доповнити п. 5 абзацом такого змісту:

«Сертифікованим керівним посадовим особам та фахівцям організатора торгівлі, а також асоційованим з ними особам забороняється бути засновниками та акціонерами учасників торгів, бути засновниками та акціонерами професійних учасників фондового ринку, брати участь, працювати в органах управління професійних учасників фондового ринку, а також самостійно чи опосередковано брати участь у торгах».

8. Відповідно до запропонованих змін до законів України щодо можливості поєднання видів професійної діяльності на фондовому ринку внести аналогічні зміни до Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дубліката та копії ліцензії, інших підзаконних актів, виданих НКЦПФР.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

НОРМАТИВНО-ПРАВОВІ АКТИ:

1. *Конституція* України від 28 червня 1996 р. // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 30. – Ст. 141.
2. *Про цінні папери і фондову біржу*: Закон України від 18 червня 1991 р. № 1201-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 38. – Ст. 508.
3. *Про інвестиційну діяльність*: Закон України від 18 вересня 1991 року № 1560-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. – 1991 – № 47. – Ст. 646.
4. *Про приватизаційні папери*: Закон України від 6 березня 1992 р. № 2173-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 24. – Ст. 352.
5. *Про відновлення платоспроможності боржника або визнання його банкрутом*: Закон України від 14 травня 1992 р. № 2343-ХІІ // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 31. – Ст. 440.
6. *Кодекс торговельного мореплавства України*: Закон України від 23 травня 1995 р. № 176/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1995. – № 47–52. – Ст. 349.
7. *Про страхування*: Закон України від 7 березня 1996 р. № 85/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 18. – Ст. 184.
8. *Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні*: Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.
9. *Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні*: Закон України від 10 грудня 1997 р. № 710/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1998. – № 15. – Ст. 67.
10. *Про ліцензування певних видів господарської діяльності*: Закон України від 1 червня 2000 р. № 1775-ІІІ // Відомості Верховної Ради України. – 2000. – № 36. – Ст. 299.

11. *Про інститути* спільного інвестування (корпоративні та пайові інвестиційні фонди): Закон України від 15 березня 2001 р. № 2299-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 21. – Ст. 103.

12. *Про фінансові* послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 1. – Ст. 1.

13. *Про фонд* гарантування вкладів фізичних осіб: Закон України від 20 вересня 2001 р. № 2740-III / Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 5. – Ст. 30.

14. *Про кредитні* спілки: Закон України від 20 грудня 2001 р. № 2908-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 15. – Ст. 101.

15. *Цивільний* кодекс України: Закон України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.

16. *Господарський* кодекс України: Закон України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 18–22. – Ст. 144.

17. *Про іпотечне* кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати: Закон України 19 червня 2003 р. № 979-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 1. – Ст. 1.

18. *Про недержавне* пенсійне забезпечення: Закон України від 9 липня 2003 р. № 1057-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 47–48. – Ст. 372.

19. *Про засади* державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності: Закон України від 11 вересня 2003 року № 1160-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 9. – Ст. 79.

20. *Про Загальнодержавну* програму адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу: Закон України від 18 березня 2004 р. № 1629-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 29. – Ст. 367.

21. *Про ратифікацію* Угоди про формування Єдиного економічного простору: Закон України від 20 квітня 2004 р. № 1683-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 32. – Ст. 388.

22. *Про третейські суди*: Закон України від 11 травня 2004 р. № 1701-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 35. – Ст. 412.

23. *Про внесення змін до Конституції України*: Закон України від 8 грудня 2004 р. № 2222-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2005. – № 2. – Ст. 44.

24. *Про дозвільну систему у сфері господарської діяльності*: Закон України від 6 вересня 2005 р. № 2806-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2005. – № 48. – Ст. 483.

25. *Про іпотечні облигації*: Закон України від 22 грудня 2005 р. № 3273-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 16. – Ст. 134.

26. *Про цінні папери та фондовий ринок*: Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268.

27. *Про управління об'єктами державної власності*: Закон України від 21 вересня 2006 р. № 185-V // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 46. – Ст. 456.

28. *Про акціонерні товариства*: Закон України від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2008. – № 50–51. – Ст. 384.

29. *Про внесення змін до деяких законів України щодо підвищення вимог до професійних учасників фондового ринку*: Закон України від 1 липня 2010 р. № 2393-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2010. – № 38. – Ст. 505.

30. *Про внесення змін до Закону України «Про акціонерні товариства» щодо вдосконалення механізму діяльності акціонерних товариств*: Закон України від 3 лютого 2011 року № 2994-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2011. – № 35. – Ст. 344.

31. *Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо розкриття інформації на фондовому ринку*: Закон України від 21 квітня 2011 р. № 3264-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3264-17>.

32. *Про систему* валютного регулювання і валютного контролю: Декрет Кабінету Міністрів України від 19 лютого 1993 р. № 15-93 // Відомості Верховної Ради України. – 1993. – № 17. – Ст. 184.

33. *Про довірчі* товариства: Декрет Кабінету Міністрів України від 17 березня 1993 р. № 23-93 // Відомості Верховної Ради України. – 1993. – № 19. – Ст. 207.

34. *Про державний* суверенітет: Декларація Верховної Ради України від 16 липня 1990 року // Відомості Верховної Ради УРСР. – 1990. – № 31. – Ст. 429.

35. *Про проголошення* незалежності України: постанова Верховної Ради України від 24 серпня 1991 року № 1427-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 38. – Ст. 502.

36. *Про Тимчасове* положення про кредитні спілки в Україні: Указ Президента України від 20 вересня 1993 р. № 377/93 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=377%2F93>.

37. *Про інвестиційні* фонди та інвестиційні компанії: Указ Президента України від 19 лютого 1994 р. № 55/94 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=55%2F94>.

38. *Про облік* прав власності на іменні цінні папери та депозитарну діяльність: Указ Президента України від 25 травня 1994 р. № 247 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua2F94>.

39. *Про Державну* комісію з цінних паперів і фондового ринку: Указ Президента України від 12 червня 1995 р. № 446/95 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=142%2F97>.

40. *Про затвердження* Стратегії інтеграції України до Європейського Союзу: Указ Президента України від 11 червня 1998 р. № 615/98 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=615%2F98>.

41. *Про Фонд захисту громадян-інвесторів на фондовому ринку*: Указ Президента України від 8 липня 1998 р. № 756/98 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=756%2F98>.

42. *Про зміни у структурі центральних органів виконавчої влади*: Указ Президента України від 15 грудня 1999 року № 1573/99 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1573%2F99>.

43. *Про додаткові заходи щодо вдосконалення діяльності Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку*: Указ Президента України від 26 березня 2001 р. № 198/2001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=198%2F2001>.

44. *Про оптимізацію системи центральних органів виконавчої влади*: Указ Президента України від 9 грудня 2010 р. № 1085/2010 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1085%2F2010>.

45. *Положення про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку*: Указ Президента України від 23 листопада 2011 року № 1063/2011 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/1063/2011>.

46. *Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні*: постанова Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 р. № 277 // Збірник постанов Кабінету Міністрів України. – 1994. – № 45. – С. 23.

47. *Про утворення Національної акціонерної компанії «Нафтогаз України»*: постанова Кабінету Міністрів України від 25 травня 1998 р. № 747 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=747-98-%EF>.

48. *Про Концепцію адаптації законодавства України до законодавства Європейського Союзу*: постанова Кабінету Міністрів України від 16 серпня

1999 р. № 1496 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1496-99-%EF>.

49. *Про затвердження* Заходів щодо реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку на 2001–2005 роки: постанова Кабінету Міністрів України від 14 серпня 2001 р. № 1046 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1046-2001-%EF>.

50. *Про затвердження* плану заходів з реалізації Основних напрямів розвитку фондового ринку України на 2006–2010 роки: розпорядження Кабінету Міністрів України від 7 березня 2006 р. № 131-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=131-2006-%F0>.

51. *Про схвалення* Концепції цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні: розпорядження Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976-р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main>.

52. *Про визнання* таким, що втратило чинність, розпорядження Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976: розпорядження Кабінету Міністрів України від 27 лютого 2008 р. № 349-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=349-2008-%F0>.

53. *Про виконання* Програми економічних реформ на 2010–2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна влада»: розпорядження Кабінету Міністрів України від 23 червня 2010 р. № 1724-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=1724-2010-%F0>.

54. *Про затвердження* Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів: рішення ДКЦПФР від 14 березня 2001 р. № 60 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=z0318-01>.

55. *Про визначення операцій, що не відносяться до торгівлі цінними паперами як виду професійної діяльності: рішення ДКЦПФР від 29 жовтня 2002 р. № 321 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0904-02>.*

56. *Про затвердження Принципів корпоративного управління: рішення ДКЦПФР від 11 грудня 2003 р. № 571 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=vr571312-03>.*

57. *Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами): рішення ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 341 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0864-06>.*

58. *Про затвердження Порядку та умов видачі ліцензії на провадження окремих видів професійної діяльності на фондовому ринку, переоформлення ліцензії, видачі дублікату та копії ліцензії: рішення ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 345 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0890-06>.*

59. *Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку: рішення ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 347 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0974-06>.*

60. *Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності, а саме діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів: рішення ДКЦПФР від 26 травня 2006 р. № 348 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0973-06>.*

61. *Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності: рішення ДКЦПФР*

від 26 травня 2006 р. № 349 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0975-06>.

62. *Про затвердження Порядку зупинення дії та анулювання ліцензії на окремі види професійної діяльності на фондовому ринку: рішення ДКЦПФР від 23 червня 2006 р. № 432 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=z0976-06>.*

63. *Про затвердження Положення про депозитарну діяльність: рішення ДКЦПФР від 17 жовтня 2006 р. № 999 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z1238-06>.*

64. *Про затвердження Положення про порядок ведення реєстрів власників іменних цінних паперів: рішення ДКЦПФР від 17 жовтня 2006 р. № 1000 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0049-07>.*

65. *Про затвердження Положення про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів: рішення ДКЦПФР від 17 жовтня 2006 р. № 1001 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z1198-06>.*

66. *Про затвердження Положення про особливості здійснення діяльності з управління активами: рішення ДКЦПФР від 2 листопада 2006 р. № 1227 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z1252-06>.*

67. *Про визначення інформації, яка відноситься до інсайдерської: рішення ДКЦПФР від 21 листопада 2006 р. № 1344 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0050-07>.*

68. *Про затвердження Правил (умов) здійснення діяльності з торгівлі цінними паперами: брокерської діяльності, дилерської діяльності, андерайтингу, управління цінними паперами: рішення ДКЦПФР від 12 грудня 2006 р. № 1449 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0052-07>.*

69. *Про затвердження Положення про функціонування фондових бірж:* рішення ДКЦПФР від 19 грудня 2006 р. № 1542 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0035-07>.

70. *Про затвердження Правил розгляду справ про порушення вимог законодавства на ринку цінних паперів та застосування санкцій:* рішення ДКЦПФР від 11 грудня 2007 р. № 2272 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0120-08>.

71. *Про порядок розкриття інсайдерської інформації:* рішення ДКЦПФР від 22 липня 2008 р. № 792 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0867-08>.

72. *Про затвердження Положення про саморегулівні організації професійних учасників фондового ринку:* рішення ДКЦПФР від 17 лютого 2009 р. № 125 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0458-09>.

73. *Про затвердження Порядку контролю за дотриманням професійними учасниками фондового ринку вимог законодавства про цінні папери:* рішення ДКЦПФР від 17 березня 2009 р. № 285 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0466-09>.

74. *Методичні рекомендації щодо забезпечення приведення положень розроблюваних проектів нормативно-правових актів з питань оподаткування акцизним збором у відповідність до законодавства Європейського Союзу та вимог положень угод ГАТТ-СОТ:* наказ ДПА України від 26 грудня 2003 р. № 631 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=z0015-04>.

75. *Національний класифікатор України. Класифікація видів економічної діяльності:* наказ Держспоживстандарту від 26 грудня 2005 року № 375 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/main.45498-75>.

76. *Рішення Конституційного суду України по справі № 1-13/2008* від 1 квітня 2008 року (справа про Державну комісію з цінних паперів та

фондового ринку) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=va03p710-08>.

77. *Угода* про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими Співтовариствами та їх державами-членами, підписана 14 червня 1994 р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=998_012.

78. *Про гласність*: перша Директива Ради ЄС 68/151/ЄЕС від 9 березня 1968 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

79. *Про статутний капітал акціонерних товариств*: друга Директива Ради ЄС 77/91/ЄЕС від 13 грудня 1976 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

80. *Щодо Європейського кодексу поведінки стосовно трансакцій з цінними паперами, що підлягають обігу*: рекомендація Європейської комісії 77/534/ЄЕС від 25 липня 1977 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

81. *Про узгодження законів, підзаконних та адміністративних актів, що стосуються інститутів спільного (колективного) інвестування в цінні папери (ICI), що підлягають обігу*: Директива Ради ЄС 85/611/ЄЕС від 20 грудня 1985 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

82. *Про координацію вимог стосовно створення, упорядкування та розподілу проспекту, який буде виданий під час пропозиції цінних паперів, що підлягають обігу, невизначеному колу осіб*: Директива Ради ЄС 89/298/ЄЕС від 17 квітня 1989 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

83. *Щодо узгодження регулювання внутрішніх (інсайдерських) операцій*: Директива Ради ЄС 89/592/ЄЕС від 13 листопада 1989 р. [Електронний

ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

84. *Про оподатковування компаній різних держав – членів ЄС, що здійснюють трансграничні операції по поглинанню, поділу, передачі активів й обміну акціями*: Директива Ради ЄС 90/434/ЄЕС від 23 липня 1990 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

85. *Про адекватність капіталу інвестиційних фірм і кредитних установ*: Директива Ради ЄС 93/6/ЄЕС від 15 березня 1993 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

86. *Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів*: Директива Ради ЄС 93/22/ЄЕС від 10 травня 1993 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

87. *Про схеми компенсації інвесторам*: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 97/9/ЄС від 3 березня 1997 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

88. *Про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондових біржах та про інформацію, яка повинна бути оприлюднена щодо цих цінних паперів*: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2001/34/ЄС від 28 травня 2001 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

89. *Про інсайдерські операції та маніпуляції на ринку*: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2003/6/ЄС від 28 січня 2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

90. *Про оподатковування доходів від заощаджень у формі виплат відсотків в одній державі – члені ЄС*: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2003/48/ЄС від 3 червня 2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим

доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

91. *Про усунення* подвійного оподатковування виплат відсотків і роялті по угодах між компаніями різних держав – членів ЄС: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2003/49/ЄС від 3 червня 2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

92. *Про дані*, що підлягають публікації при відкритій пропозиції цінних паперів і допуску їх до обігу на біржі: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту № 2003/71/ЄС від 4 листопада 2003 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

93. *Про ринки* фінансових інструментів: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2004/39/ЄС від 21 квітня 2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

94. *Про використання* похідних фінансових інструментів для інститутів спільного інвестування у цінні папери, що знаходяться в обігу (ICI): рекомендація Комісії Європейських Співтовариств 2004/383/ЄС від 27 квітня 2004 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

95. *Про запобігання* використанню фінансової системи з метою відмивання коштів та фінансування тероризму: Директива Ради ЄС та Європейського Парламенту 2005/60/ЄС від 26 жовтня 2005 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

96. *О ценных* бумагах и фондовых биржах: Закон Республики Беларусь от 12 марта 1992 г. № 1512-ХІІ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.pravo.by>.

97. *О рынке ценных бумаг*: Закон Республики Казахстан от 2 июля 2003 г. № 461-III [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pavlodar.com/zakon>.

98. *Об инвестиционных фондах*: Закон Республики Казахстан от 7 июля 2004 г. № 576-III [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.pavlodar.com/zakon>.

99. *О совмещении* видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: постановление Правления Национального Банка Республики Казахстан от 27 октября 2003 г. № 379 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://kazakhstan.news-city.info/docs/sistemsx/dok_ieqohz.htm.

100. *О рынке ценных бумаг*: Федеральный Закон Российской Федерации от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular>.

101. *О саморегулируемых* организациях: Федеральный Закон Российской Федерации от 1 декабря 2007 г. № 315-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rg.ru/2007/12/06/samoreg-dok.html>.

102. *Об инвестиционных фондах*: Федеральный Закон Российской Федерации от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular>.

103. *О защите* прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Федеральный Закон Российской Федерации от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/popular>.

104. *О кооперации* в СССР: Закон СССР от 26 мая 1988 г. № 8998-III // Ведомости Верховного Совета СССР. – 1988. – № 22. – Ст. 355.

105. *О собственности* в СССР: Закон СССР от 6 марта 1990 г. № 1305-I // Ведомости Верховного Совета СССР. – 1990. – № 11. – Ст. 123.

106. *О выпуске* предприятиями и организациями ценных бумаг: постановление Совета Министров СССР от 15 октября 1988 г. № 1195 // Сборник постановлений Совета Министров СССР. – М., 1988. – № 35. – Ст. 10.

107. *Об утверждении Положения об акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью и Положения о ценных бумагах*: постановление Совета Министров СССР от 19 июня 1990 г. № 590 // Сборник постановлений Совета Министров СССР. – М., 1990. – № 15. – Ст. 82.
108. *Gramm–Leach–Bliley Act of 1999* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://banking.senate.gov/conf/>.

СПЕЦІАЛЬНА ЛІТЕРАТУРА:

109. *Абалкин Л.* Вопросы экономики // Вопросы экономики. – 1997. – № 6. – С. 8–12.
110. *Аверьянов В.Б.* Функции и организационная структура органа государственного управления. – К.: Наук. думка, 1979. – 149 с.
111. *Аверьянов В.Б.* Аппарат государственного управления: содержание деятельности и организационные структуры. – К.: Наук. думка, 1990. – 145 с.
112. *Адміністративне право України. Академічний курс. У двох томах. Т. 1.* / Ред. колегія: В.Б. Авер'янов та ін. – К., 2007. – 592 с.
113. *Алексеев М.Ю.* Рынок ценных бумаг. – М.: Финансы и статистика. – М.: Экзамен, 2006. – 352 с.
114. *Алексеев С.С.* Право: азбука – теория – философия: Опыт комплексного исследования. – М.: «Статут», 1999. – 432 с.
115. *Алексеев С.С.* Восхождение к праву. Поиски и решения. – 2-е изд. – М.: Изд. НОРМА, 2001. – 342 с.
116. *Алехин Б.И.* Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – Самара: СамВен, 1992. – 198 с.
117. *Алехин А.П., Крамолицкий А.А., Козлов Ю.А.* Административное право Российской Федерации: Учебник. – М.: Зерцало, 1997. – 560 с.

118. *Анесяну С.А.* Основы функционирования рынка ценных бумаг : учеб. пособие. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 144 с.
119. *Андреев Д.О.* Адміністративно-правові засоби захисту прав власників цінних паперів: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 // Одеський національний університет ім. І.І. Мечникова. – Одеса, 2008. – 199 с.
120. *Андрійко О.Ф.* Контроль в демократическом государстве: проблемы и тенденции / Институт гос. и права им. В.М. Корецкого. – К.: Наукова думка, 1994. – 115 с.
121. *Андрощук Г.О., Алексеев В.М., Безух О.В., Беляневич О.А., Задорожна Н.В., Кузьменко О.В.* Актуальні проблеми правового регулювання розвитку підприємницької діяльності в Україні: монографія: / АПрН України; НДІ приватного права і підприємництва / Н.М. Мироненко (ред.). — К.; Т.: Підручники і посібники, 2008. — 368 с.
122. *Андрущенко І.Г.* Державний контроль діяльності учасників фондового ринку України (організаційно-правовий аспект): дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Національна академія внутрішніх справ України. — К., 2004. — 220 с.
123. *Антоненко Л.О., Шиян Н.І.* Державне регулювання економіки: методологічні та організаційно-правові аспекти / Х., 2009. — 38 с.
124. *Арестархов О.* Развязали руки, незаметно завязав ноги // Бизнес. — 2002. – № 49. – С. 18–19.
125. *Атаманчук Г.В.* Государственное управление (организационно-функциональные вопросы): учеб. пособие. – М.: ОАО НПО «Экономика», 2000. – 400 с.
126. *Бакуменко В., Князев В., Сурмін Ю.* Методологія державного управління: проблеми становлення та подальшого розвитку // Вісн. УАДУ. – 2003. – № 2. – С. 18–21.
127. *Басова А. В.* Правовой статус участников рынка ценных бумаг: проблемы регулирования: дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. // М.:, 2008. – 198 с.

128. *Баталер У., Гаши-Батлер М.* Корпорации и ценные бумаги по праву России и США. – М.: Зерцало, 1997. – 187 с.
129. *Баторшина А.Ф.* Формування моделі ринку цінних паперів в трансформаційних економіках: дис... канд. екон. наук: 08.00.02 // Державний вищий навчальний заклад «Київський національний економічний ун-т ім. Вадима Гетьмана». — К., 2007. – 197 с.
130. *Бекірова Е.Е.* Правове регулювання ліцензування певних видів господарської діяльності: дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / НАН України; Інститут економіко-правових досліджень. – Донецьк, 2006. – 174 с.
131. *Белов В.А.* Ценные бумаги в российском гражданском праве, М.: Экономика, 1992. – 347 с.
132. *Бердникова Т.Б.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело: Учебное пособие. – М.: ИНФРА, 2003. – 270 с.
133. *Бессарабов Д.В.* Правовое положение субъектов рынка ценных бумаг: дис.... канд. юрид. наук: 12.00.03 // Алтайский государственный университет. – Барнаул., 2006. – 252 с.
134. *Білоченко А.* Мегарегулятор на фінансовому ринку України // Фінансовий ринок України. – 2007. – № 12. – С. 3–6.
135. *Блага Н.В.* Державне регулювання фондового ринку в Україні: дис... канд. екон. наук: 08.02.03 // Львівський ун-т ім. Івана Франка. – Львів, 2005. – 221 с.
136. *Большой* Российский энциклопедический словарь / М.: Большая Российская энциклопедия. – 2008. – 1456 с.
137. *Бороздин П.Ю.* Ценные бумаги и фондовый рынок: Учебное пособие. – М.: МГОУ, Ин-т экономики и права, 1994. – 170 с.
138. *Бортніков Г.* Служба фінансового омбудсмену у Великій Британії // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 1. – С. 29–30.
139. *Васильев А.С.* Административное право Украины (общая часть): учебное пособие. – Х., – 2001. – 275 с.

140. *Вінник О.М.* Приватні та публічні інтереси, їх роль і відображення в господарському праві / Підприємництво, господарство і право. – 2001. – № 4. – С. 6–9. – № 5. – С. 11–13.
141. *Віскузі В.К., Вернон Дж.М., Гарингтон Дж.Е.* Економічна теорія регулювання та антимонопольна політика. – К.: Вид-во Соломії Павличко «Основи», 2004. – 1047 с.
142. *Віхров О.П.* Організаційно-господарські правовідносини: автореф. дис... д-ра юрид. наук; Ін-т екон.-прав. дослідж. НАН України. — Донецьк, 2009. — 36 с.
143. *Вовк Т., Друзенко Г., Зугравий Г. та ін.* Регулювання сфери фінансових послуг у праві Європейського Союзу та перспективи адаптації законодавства України. – Х.: Консул, 2002. – 912 с.
144. *Воронова Л.К.* Фінансове право: навч. посібник. — К.: Вентурі, 1998. – 383 с.
145. *Гаращук В.М.* Контроль та нагляд у державному управлінні: навч. посіб. / Національна юридична академія України ім. Ярослава Мудрого. – Х., 1999. – 53 с.
146. *Герасимов А.А.* Современное саморегулирование за рубежом — законодательство, практика и тенденции [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://kalugatechnadzor.ru/analitika/362-sovremennoe-samoregulirovanie-za-rubezhom--zakonodatelstvo-praktika-i-tendenczii>.
147. *Головка А.Т.* Коментарі до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» / Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/arhiv.htm>.
148. *Головка А.Т.* Депозитарна інфраструктура як механізм залучення інвестиційних ресурсів / Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/arhiv.htm>.
149. *Головка А.Т.* Інфраструктура ринку: прогноз вітчизняної моделі та факторів, що її визначають / Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ufin.com.ua/arhiv.htm>.

150. *Головко А.Т.* Сучасний стан та перспективи біржової торгівлі в Україні // Фінансовий ринок України. – 2006. – № 1. – С. 13–16.
151. *Головко А.Т.* Реформування системи державного регулювання ринків капіталу в Україні // Ринок цінних паперів України. – 2007. – № 11–12 – С. 19–34.
152. *Горбач Л.М.,* Каун О.Б. Ринок фінансових послуг. – К.: Кондор, 2006. – 436 с.
153. *Господарське право України: навчальний посібник* / За заг. ред. проф. Н.О. Саніахметової. — Х.: «Одіссей», 2005. — 608 с.
154. *Государственное регулирование экономики* / Под ред. проф. А.Н. Петрова. – СПб.: Знание. 1999. – 324 с.
155. *Гражданское право: в 2 т.* / отв. ред. проф. Е.А. Суханов. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Волтерс Клувер, 2004–2005. – Т. 1. – 591 с.
156. *Даль В.* Толковый словарь русского языка. Т. 3. – М.: Русский язык, 1968. – 561 с.
157. *Демчак Р.С.* Державне регулювання розвитку фондового ринку в Україні: дис... канд. наук з держ. упр.: 25.00.02 // Національна академія держ. управління при Президентові України. — К., 2005. – 196 с.
158. *Демьяненко С.* Монетарное и фискальное регулирование экономики и его влияние на формирование производственных затрат в сельском хозяйстве // Экономика Украины. – 2006. – № 7. – С. 31–38.
159. *Депозитарно-трастова і клірингова установа США* // Фінансовий ринок України. – 2011. – № 2. – С. 35.
160. *Державне регулювання економіки: навч. посібник* / С.М. Чистов, А.Є. Никифоров, Т.Ф. Куценко та ін. – К.: КНЕУ. 2000. – 279 с.
161. *Державне управління: проблеми адміністративно-правової теорії та практики* / За заг. ред. В.Б. Авер'янова. – К., 2003. – 384 с.
162. *Державне управління: словник-довідник* / За заг. ред. В.М. Князева, В.Д.Бакуменка. – К.: Вид-во УАДУ, 2002. – 228 с.

163. *Джобс С.П.* Как попасть в резонанс // Российский экономический журнал. – 2008. – № 8. – С. 66–69.
164. *Джолос С.* Проблема адаптації вітчизняного законодавства до європейських стандартів у контексті побудови романо-германської правової системи в Україні // Європейські інтеграційні процеси і транскордонне співробітництво: міжнародні відносини, економіка, політика, географія, історія, право: міжнар. наук.-практ. конф., 19–20 травня 2005 р.: тези доповід. – Луцьк, 2005. – С. 90–92.
165. *Дідич О.В.* Адміністративно-правовий статус торговців цінним паперами: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07. // Одеська національна юридична академія. – О. 2004. – 194 с.
166. *Дідківська Л.І., Головка Л.С.* Державне регулювання економіки: навч. посіб. – К.: Знання-Прес, 2000. – 209 с.
167. *Дильтей Ф.Г.* Начальные основания вексельного права. – Владимир, 1801. – 134 с.
168. *ДКЦПФР* пропонує запровадити необмежений строк дії ліцензії на окремі види діяльності на фондовому ринку [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://banker.ua/bank_news/rates_news/2011/04/08/1180448928.
169. *Дмитриченко Л.И.* Государственное регулирование экономики (социально-экономический аспект): дис... д-ра экон. наук: 08.01.01 / Донецкий национальный ун-т. — Донецк. – 2002. – 430 с.
170. *Добровольская В.В.* Правовое обеспечение государственного регулирования предпринимательской деятельности / Підприємництво, господарство і право. – Київ. – 2005. – № 8. – С. 54–57.
171. *Добровольська В.* Засоби державного регулювання підприємницької діяльності / Підприємництво, господарство і право. – 2006. – № 2. – С. 60–63.
172. *Добровольська В.В.* Правові засади державного регулювання підприємницької діяльності в Україні: дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Одеська національна юридична академія. — О., 2007. — 225 с.

173. *Додонов В.Н., Каминская Е.В., Румянцев О.Г.* Словарь гражданского права. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 304 с.
174. *Дозорець О.* Деякі аспекти правового регулювання операцій з цінними паперами за Цивільним і Господарським кодексами України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.yurradnik.com.ua>.
175. *Дойников И.В.* Предпринимательское (хозяйственное) право. Учебное пособие. – М.: Изд-во «Брандес», 1997. – 256 с.
176. *Долинская В.В.* Предпринимательское право. – М. – 2004. – 263 с.
177. *Доповідь* Групи 30-ти. Рекомендації [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.aecsd.com/common/img/uploaded/files/analytics/publications/group30.pdf.
178. *Дубонос П.В.* Саморегулирование: простое и сложное // Рынок ценных бумаг, 2004. № 7. – С. 23-25.
179. *Економічна* енциклопедія: у трьох томах. // Редкол.: С.В. Мочерний та ін. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000. – Т.1. – 760 с.
180. *Єфименко А.* Законодавча основа діяльності акціонерних товариств: нові можливості та питання // Фінансовий ринок України. – 2010. – № 2. – С. 18-21.
181. *Ефимова С.Б.* Деятельность инвестиционных институтов на рынке ценных бумаг: дис ... канд. экон. наук: 08.00.10. // Саратов, 1997. – 169 с.
182. *Жук Е.* Кваліфікований інвестор у Євросоюзі, США і РФ // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 6. – С. 27–30.
183. *Завадський Й.С.* Менеджмент. Managment. – Т.1. – Вид. 2-е. К.: Українсько-фінський інститут менеджменту і бізнесу, 1998. – 185 с.
184. *Загорський В.С.* Ринок цінних паперів: принципи, організації і механізм функціонування. – К.: ІСДО, 1995. – 171 с.
185. *Задихайло Д.В.* Проблеми систематизації законодавства у галузі ринкових відносин // Юрист України. – 2004. – № 2(4). – С. 24–26.

186. *Злупко С.М., Радецький Й.І.* Людський потенціал, зайнятість і соціальний захист населення в Україні: Навч. посібник. – Львів: Видавничий центр ЛНУ ім. Івана Франка, 2001. – 126 с.
187. *Знаменский Г.Л.* Хозяйственный механизм и право. / АН УССР, Ин-т экономики пром-сти. – Киев: Наук. думка. – 1988. – 157 с.
188. *Іваницький О.О., Костенко В.В.* Господарський механізм у системі державного регулювання економіки [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua-portal-soc_gum-apdu-2008_2-doc-2-03.pdf.url.
189. *Ивасенко А.Г., Никонова Я.И., Спасибо-Фатеева И.В.* Акционерные общества: корпоративные правоотношения. – Харьков: Право, 1998. – 342 с.
190. *Калина А.В., Корнеев В.В., Кошечев А.А.* Рынок ценных бумаг (теория и практика): учебное пособие. – К.: МАУП, 1997. – 256 с.
191. *Карельский В.Ф., Гаврилов Р.В.* Биржевой словарь: в 2-х т. – М.: Международные отношения, 2000. – Том 2: Н-Я. – 253 с.
192. *Кашанина Т.В.* Корпоративное право (Право хозяйственных товариществ и обществ). Учебник для вузов. – М.: Издательская группа НОРМА-ИНФРА-М, 1999. – 815 с.
193. *Каширин А.А.* Правовые проблемы регулирования профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: дис ... канд. юрид. наук: 12.00.03. // М., 2003. – 194 с.
194. *Кещян В.Г.* Биржевой рынок: Страницы истории и становления в современных условиях. - М.: РЭА, 1996. – 237 с.
195. *Килячкин А.А., Чалдаева Л.А.* Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М. Экономика, 2004. – 553 с.
196. *Клименко В.В.* Фондовый рынок України у контексті фінансової безпеки держави. – К.: КНУДТ, 2003. – 165 с.
197. *Ковальова В.* Жовтневий переворот для акцій / Урядовий кур'єр. – 14 квітня 2010 р. – № 68 – С. 7.

198. *Ковальова В.* IPO плюс капіталізація всієї країни // Урядовий кур'єр. – 2 липня 2010 р. – № 119. – С. 7.
199. *Ковальова В.* Фондове братство // Урядовий кур'єр. – 2 лютого 2011 р. – № 19. – С. 7.
200. *Кодифікація* приватного (цивільного) права України / кол. монографія. За ред. проф. А. Довгерта. – К.: Український центр правничих студій, 2000. – 234 с.
201. *Койчев Н.* Государственное управление при переходе от планового хозяйства к рыночному. //Проблеми теорії і практики управління. – 1998. – № 1. – С. 2–5.
202. *Колесник В.В.* Введение в рынок ценных бумаг. – К.: ІДП АН України, 1996. – 175 с.
203. *Кологойда О.В.* Правове регулювання фондового ринку України. – К.: Юрінком Інтер, 2008. – 320 с.
204. *Колтяр О.* Гармонізація законодавства України в аспекті її євроінтеграції // Актуальні аспекти реалізації євроінтеграційних прагнень України : наук.-практ. конф., 29–30 листопада 2007 р.: зб. наук. праць. – Ужгород, 2008 – С. 187–195.
205. *Комяков О.М.* Державне регулювання перехідної економіки: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.01.01 / Київ. нац. екон. ун-т. — К., 2000. – 18 с.
206. *Кондрашихин А.Б., Рожманов В.Г., Пепа Т.В., Федорова В.А.* Фондовый рынок (Рынок ценных бумаг): Учебное пособие. – К.: Центр учебной литературы, 2008. – 376 с.
207. *Корецький М.Х.* Державне регулювання аграрної сфери у ринковій економіці: монографія. – К.: Вид-во УАДУ, 2002. – 260 с.
208. *Корягин Н.Е., Михайлов А.В., Чельшев М.Ю.* Комментарий к законодательству о государственном регулировании предпринимательской деятельности. – СПб, – 2003. – 543 с.

209. *Костіна Н.І., Марахов К.С.* Проблеми формування фондового ринку в Україні // *Фінанси України.* – 2000. – № 2. – С. 30–36.
210. *Кравець І.М.* Правове становище суб'єктів організаційно-господарських повноважень. – К.: Юрінком Інтер, 2010. – 240 с.
211. *Кравцова Т.* Правова природа державного регулювання підприємницької діяльності / *Підприємництво, господарство і право.* – Київ. – 2003. – № 8. – С. 3–6.
212. *Кравцова Т.М.* Державне регулювання господарської діяльності: адміністративно-правові аспекти / *Відкритий міжнародний ун-т розвитку людини «Україна».* — Суми : Мрія, 2006. — 347 с.
213. *Кравченко Ю.* Рынок ценных бумаг в вопросах и ответах: учебное пособие. – К.: Ника-Центр, 2005. – 536 с.
214. *Краткий экономический словарь / Под ред. А.Н. Азрилияна.* - М.: Ин-т нов. экономики, 2001. – 532 с.
215. *Крупчан О.Д.* Компетенція центральних органів виконавчої влади // *Вісник Академії правових наук України.* – 2002. – № 2. – С. 56–64.
216. *Крупчан О.Д.* Публічні і приватні засади в корпоративному праві України: правові питання / *Вісник Академії правових наук України.* – 2004. – № 2. – С. 71–79.
217. *Крупчан О.Д., Перепилюк В.Г.* Адміністративні процедури на захисті приватних прав осіб: монографія. – К.: НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України, 2010. – С. 22.
218. *Кублікова Т.Б.* Інвестиції на ринку цінних паперів / *Т.Б. Кублікова, В.К. Кубліков.* – Одеса: ОРІДУ НАДУ, 2006. – 428 с.
219. *Кузнєцова Н.С.* Проблеми гармонізації цивільного та підприємницького законодавства України та країн Європи // *Еволюція цивільного законодавства: проблеми теорії і практики: матеріали міжнар. наук.-практ. конф., 29–30 квітня 2004 р., Харків.* – К.: Академія правових наук України, НДІ приватного права і підприємництва, НДІ інтелектуальної

власності, Національна юридична академія імені Ярослава Мудрого. – 2004. – С. 651–664.

220. *Кузнєцова Н.С., Назарчук І.Р.* Ринок цінних паперів: правові основи формування та функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 528 с.

221. *Лагунов В.Я., Абрамов А.Е., Иванов К.В.* СРО: идеи, практика и предложения // Право и экономика. М. – 1999. – № 4. – С. 12–20.

222. *Лансков П., Лансков Д.* Міжнародний досвід розвитку компенсаційних механізмів на фінансовому ринку // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 7–8. – С. 37–39.

223. *Лантев В.В.* Современные проблемы предпринимательского (хозяйственного) права // Предпринимательское право в XXI веке: преемственность и развитие. – М., 2002. – С. 3–25.

224. *Ластовецький А.С.* Організаційно-правові засади державного регулювання підприємницької діяльності в Україні: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Академія держ. подат. служби України. — Ірпінь, 2002. — 234 с.

225. *Латинін М.А.* Теоретичні підходи щодо визначення механізму державного регулювання розвитку аграрного сектора економіки України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.academy.gov.ua/ej2/txts/galuz/05lmaseu.pdf>.

226. *Леонов Д.А., Львовчкін С.В., Хоружий С.Г.* Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: монографія / За наук. ред. В.М. Федосова – К.: УІРФР, 2008. – 848 с.

227. *Лившиц А.Я., Никулина И.Н. и др.* Введение в рыночную экономику. – М.: Высшая школа, 2004. – 408 с.

228. *Ляшенко В.И.* Фондовые индексы и рейтинги. – Д.: Сталкер, 1998. – 320 с.

229. *Маковецький М.Ю.* Инвестиционный процесс и рынок ценных бумаг: механизм функционирования, современное состояние, перспективы развития. – М.: Анкил, 2003. – 312 с.

230. *Мамутов В.К.* Кондификация хозяйственного законодательства Украины в новых экономических условиях // Государство и право – 1996. – №6. – С. 83–86.
231. *Мамутов В.К.* Сближение современных систем правового регулирования хозяйственной деятельности. //Государство и право. – 1999. – № 1. – С. 17–19.
232. *Мамутов В.К.* Предприятие и вышестоящий хозяйственный орган: монография / В.К. Мамутов. — 2-е изд., доп. — Донецк: Каштан, 2010. — 239 с.
233. *Мамутов В.К., Чувпило О.О.* Господарче право зарубіжних країн. – К.: «Ділова Україна», 1996. – 395 с.
234. *Маренков Н.Л.* Ценные бумаги. – Ростов-на-Дону.: Феникс, 2003. – 608 с.
235. *Маркс К., Энгельс Ф.* Сочинения. – М.: Прогресс, 1966. – Т. 25. – 657 с.
236. *Марцин В.* Планомерность при переходе к экономическим методам регулирования рынка // Экономика Украины. – 1995. – № 9. – С. 47–52.
237. *Масляева К.В.* Господарсько-правове забезпечення функціонування ринку фінансових послуг. – Харків: Видавництво «ФІНН», 2010. – 176 с.
238. *Махров И.Е.* Административно-правовое регулирование предпринимательской деятельности: некоторые проблемы совершенствования федерального и регионального законодательства // Право и политика. М. – 2002. – № 12. – С. 14–18.
239. *Мендрул О.Г., Шевчук І.А.* Ринок цінних паперів: навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1998. – 152 с.
240. *Мендрул О.Г., Павленко І.А.* Фондовый рынок: операції з цінними паперами: навч. посібник. – Вид. 2-ге. допов. та перероб. – К.: КНЕУ, 2000. – 156 с.

241. *Механизм* територіального самоуправління і ринкове регулювання. – Екатеринбург: Изд-во Уральского университета, 2009. – 78 с.

242. *Міжнародні документи*. Європейський Союз. Офіційний сайт «Законодавство України» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?user=c&find=1&org=720>.

243. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок. – М.: Перспектива, 1995. – 532 с.

244. *Михайлова Е.В.* Финансовый рынок в Российской Федерации (опыт и проблемы становления). – Санкт-Петербург: Из-во Санкт-Петербургского ун-та экономики и финансов, 1992. – 176 с.

245. *Михасюк І., Мельник А., Крупка М., Залога З.* Державне регулювання економіки / За редакцією проф., акад. АН вищої школи України І.Р. Михасюка – Львівський національний університет ім. І.Франка. Підручник. Друге вид., виправлене і доповнене. – К.: Атіка, Ельга-Н, 2000. – 592 с.

246. *Мозговий О.М.* Фондовый рынок: навчальний посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.

247. *Мозговий О.М.* Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація): дис... д-ра екон. наук: 08.04.01 // Київський національний економічний ун-т. — К., 1999. – 360 с.

248. *Мороз О.В.* Правове регулювання обігу цінних паперів у Російській імперії в другій половині XIX – на початку XX ст. (на матеріалах українських губерній): дис... канд. юрид. наук: 12.00.01 // Нац. ун-т внутр. справ. — Х., 2004. – 237 с.

249. *Мороз Ю.Н.* Вексельное дело. – К., 1996. – 236 с.

250. *Нагребельний В.П.* Форма // Юридична енциклопедія: в 6-и т./Редкол.: Ю.С. Шемшученко (голова редкол.) та ін. – К.: «Укр. енцикл.», 2004. – Т. 6. – С. 294.

251. *Нагребельний В.П., Оніщук М.В.* Державне регулювання // Юридична енциклопедія: в 6-и т. / Редкол.: Ю.С.Шемшученко (голова редкол.) та ін. – К.: «Укр. енцикл.», 1999. – Т. 2. – С. 118.
252. *Назарчук М.* Фондові біржі на організованому ринку цінних паперів України // Фінансовий ринок України. – 2005. – № 6–7. – С. 43–46.
253. *Ненада О. А.* Пруденційний нагляд на фондовому ринку України. Мета, завдання, перспективи / Економіка, фінанси, право. – 2002. – № 11. С. 29–33.
254. *Никитинский В.Н.* Механизм государственного регулирования российского рынка ценных бумаг в целях развития реального сектора экономики: дис. ... канд. экон. наук : 08.00.05 // М., 1998. – 176 с.
255. *Новації вітчизняного ринку цінних паперів // Фінансовий ринок України.* – 2011. – № 5. – С. 12–14.
256. *Новикова И.* Рынок и государство: проблемы макрорегулирования. – Минск: Мисанта, 2004. – 274 с.
257. *Ожегов С.И.* Словарь русского языка / Под ред. Н.Ю. Шведовой. 18-е изд., испр. – М.: «Русский язык», 1987. – 245 с.
258. *Онуфрієнко О.І.* Правове регулювання випуску та обігу емісійних цінних паперів в Україні: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / О.І. Онуфрієнко; Київ. нац. ун-т ім. Т.Шевченка. — К., 2000. — 18 с.
259. *Онуфрієнко О.* Система державного регулювання ринку цінних паперів: принципи побудови / Підприємництво, господарство і право. – 2002. – № 5. – С. 50–52.
260. *Орлюк О.П.* Фінансове право: навч. посібник. – К. : Юрінком Інтер, 2003. – 527 с.
261. *Оскольський В.В.* Ринок цінних паперів України: проблеми функціонування і розвитку. – К.: КСУ, 1996. – 148 с.
262. *Особо ценные бумаги // Известия в Украине.* – 2011. – № 67. – С. 7.
263. *Осолодкин С.* Как усилить привлекательность муниципальных краткосрочных облигаций // Рынок ценных бумаг. – 1996. – № 8. – С. 23–29.

264. *Остапович Г.М.* Державний контроль на ринку цінних паперів України: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Київ. нац. торг.-екон. ун-т. – К., 2006. – 205 с.
265. *Павленко В.А.* Рынок ценных бумаг. Инструменты и механизмы функционирования. – М.: КНОРУС, 2007. – 272 с.
266. *Павлодский Е.Л.* Саморегулируемые организация: мода или тенденции // Право и экономика. – Москва, – 2003. – № 3 – С. 46–48.
267. *Панасюк Б.* Государственное регулирование экономики // Экономика Украины. – 2004. – № 1. – С. 19-30.
268. *Панова Л.В.* Проблемы правового регулирования рынка ценных бумаг в Украине: дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 // Национальная Академия Украины им. Ярослава Мудрого. – Х., 2002. – 211 с.
269. *Пастух І.Д.* Організаційно-правові засади ліцензування господарської діяльності в Україні: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 // Національна академія держ. податкової служби України. – К., 2005. – 186 с.
270. *Пенцов Д.А.* Понятие «security» и правовое регулирование фондового рынка в США. – СПб.: Изд-во «Юридический центр Пресс», 2003. – 287 с.
271. *Перелік організаторів торгівлі цінними паперами.* Офіційний сайт НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ssmsc.gov.ua>.
272. *Перші біржі старого світу // Фінансовий ринок України.* – 2003. – № 2. – С. 31–33.
273. *Петруня Ю.Є.* Непрофесійні суб'єкти ринку акцій України. — К., 1999. – 395 с.
274. *Письменна К.* Господарсько-правові засоби державного регулювання в сфері суднобудування та судноремонту / Підприємництво, господарство і право. – 2007. – № 3. – С. 60–63.
275. *Подцерковний О., Ломакина О.* Проблеми визначення методів і форм державного регулювання господарських відносин / Підприємництво, господарство і право. – 2002. – № 8. – С. 3–6.

276. *Полюхович В.І.* Організаційно-правові основи ринку цінних паперів в Україні // *Правова держава* – Київ. – 2005. – С. 334–340.

277. *Полюхович В.І.* Характеристика фондового ринку через призму його класифікації за критеріями організаційних засад функціонування // *Держава і право*. - Київ. – 2008. – № 39. – С. 295–299.

278. *Полюхович В.І.* Особливості дослідження фондового ринку через призму його класифікації за критеріями характеристики інструментів обігу // *Юридична Україна* – Київ. – 2008. – № 4. – С. 67–71.

279. *Полюхович В.І.* Місце фондового ринку в структурі фінансового ринку України // *Підприємництво, господарство і право* – Київ. – 2008. – № 6. – С. 103–105.

280. *Полюхович В.І.* Формування господарсько-правового механізму як дієвої системи державного регулювання відносин на фондовому ринку // *Підприємництво, господарство і право*. – Київ. – 2010. – № 12. – С. 12–15.

281. *Полюхович В.І.* Характеристика та зміст господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку України // *Підприємництво, господарство і право*. – Київ. – 2011. – № 5. – С. 132–134.

282. *Полюхович В.І.* Зміст та класифікація методів, засобів та форм державного регулювання фондового ринку України // *Підприємництво, господарство і право*. – Київ. – 2011. – № 6. – С. 64–67.

283. *Полюхович В.І.* Становлення та розвиток законодавства з питань державного регулювання фондового ринку в незалежній Україні // *Правова держава*. – Київ. – 2011. – С. 295–303.

284. *Полюхович В.І.* Особливості правового змісту інститутів спільного інвестування // *Юридична Україна*. – 2011. – № 8. – С. 73–76.

285. *Полюхович В.І.* Склад та класифікації учасників фондового ринку України // *Право та управління*. – 2011. – № 2. – С. 283–291 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/prtup/2011_2/pdf/11pvifru.pdf.

286. *Полюхович В.І.* Публічно-правові аспекти господарсько-правового механізму державного регулювання фондового ринку України // Часопис КУП. – 2011. – № 3. – С. 156–159.

287. *Полюхович В.І.* Актуальні питання розвитку саморегулювання на фондовому ринку України в сучасних умовах // Вісник Академії правових наук України. – Харків. – 2011. – № 3. – С. 138–146.

288. *Полюхович В.І.* Окремі питання правового регулювання здійснення діяльності зберігачів та реєстраторів на фондовому ринку України // Вісник Запорізького національного університету. Запоріжжя. – 2011. – № 4. – Ч. 1. – С. 139–142.

289. *Полюхович В.І.* Питання удосконалення правового регулювання діяльності інвесторів на фондовому ринку України // Держава і право. – 2011. – № 53. – С. 227–232.

290. *Полюхович В.І.* Теоретичні засади дослідження професійної діяльності на фондовому ринку України // Форум права. – 2011. – № 3. – С. 618–621 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbuu.gov.ua/e-journals/FP/2011-3/11pvifru.pdf>.

291. *Полюхович В.І.* Особливості правового регулювання діяльності з торгівлі цінними паперами на фондовому ринку України // Право та управління. – 2011. – № 3. – С. 210–218 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuu.gov.ua/e-journals/prtup/2011_3/pdf/11pvifru.pdf.

292. *Полюхович В.І.* Особливості правового регулювання діяльності з управління активами на фондовому ринку України // Вісник Харківського університету. – Х. – 2011. – № 988. – С. 177–182.

293. *Полюхович В.І.* Питання удосконалення правового регулювання діяльності емітентів на фондовому ринку України // Правовий вісник Академії банківської справи. – Суми. – 2011. – № 2(5). – С. 88–92.

294. *Полюхович В.І.* Особливості правового регулювання поєднання видів депозитарної діяльності на фондовому ринку України // Вісник

Донецького національного університету. Серія В: Економіка і право. – Донецьк. – 2011. – № 1. – Т. 2. – С. 455–459.

295. *Полюхович В.І.* Окремі аспекти правового регулювання діяльності інститутів спільного інвестування на фондовому ринку України // Вісник Донецького національного університету. Серія В: Економіка і право. – Донецьк. – 2011. – № 2. – С. 285–288.

296. *Полюхович В.І.* Окремі питання правового регулювання функціонування фондових бірж в Україні // Інститут економіко-правових досліджень НАН України. Економіка та право. – № 3. – 2011. – С. 153–156.

297. *Поєдинок В.* Компенсаційні схеми для інвесторів на ринку фінансових послуг // Юридичний журнал. Юстиніан. – 2005. – № 7 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.justinian.com.ua/article.php?id=1806>.

298. *Попова А.В.* Правове становище професійних учасників ринку цінних паперів в Україні: дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Київський нац. ун-т ім. Т. Шевченка. — К., 2006. – 219 с.

299. *Посполітак В.В.* Концептуальні підходи до реформування національної депозитарної системи України / Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uфин.com.ua/arhivgrupp.htm>.

300. *Посполітак В.В.* Нові аспекти правового регулювання ринку цінних паперів в Україні / Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.uфин.com.ua/arhivgrupp.htm>.

301. *Правове регулювання господарських відносин в окремих галузях економіки: напрями вдосконалення: Зб. наук. пр. / НАН України. Ін-т економіко-правових досліджень; редкол.: Мамутов В.К. (відповідальний редактор) та ін.* – Донецьк: ТОВ «Юго-Восток, Лтд», 2008. – 208 с.

302. *Предборський В.А.* Фінансове право. Курс лекцій. – К.: Правові джерела, 1998. – 318 с.

303. *Предпринимательское право Российской Федерации / Отв. ред. Е. П. Губин, П. Г. Лахпо.* – М. – 2004. – 548 с.

304. *Приступко А.О.* Фінансово-правове забезпечення фондового ринку // Право України. – 2005. – № 10. – С. 23–26.
305. *Проблемы* общей теории права и государства: учебник для вузов / Под общ. ред. В.С. Нерсисянца. – М.: НОРМА, 2002. – 423 с.
306. *Радзімовська С.Ф.* Державне управління інфраструктурою ринку цінних паперів України: дис... канд. наук з держ. упр.: 25.00.02 / Національна академія держ. управління при Президентові України. — К., 2009. – 198 с.
307. *Регулювання* ринку цінних паперів у США // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7–8. – С. 33–34.
308. *Редькин И.В.* Меры гражданско-правовой охраны прав участников отношений в сфере рынка ценных бумаг. – М.: ФИД «Деловой экспресс», 2007. – 237 с.
309. *Реєстр* саморегульованих організацій професійних учасників фондового ринку станом на 04.04.2011 року. Офіційний сайт НКЦПФР [Електронний ресурс]. – Режим доступу: www.ssmc.gov.ua.
310. *Рынок* ценных бумаг Великобритании [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.globfin.ru/articles/shares/uk.htm>.
311. *Рынок* ценных бумаг и биржевое дело: учебник для вузов / Под ред. О.И. Дегтяревой, Н.М. Коршунова, Е.Ф. Жукова. – М: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 442 с.
312. *Ровинський Ю.О.* Організаційно-правове регулювання діяльності учасників фондового ринку України: дис... канд. наук з держ. управління: 25.00.02 / Одеський регіональний ін-т держ. управління Національної академії держ. управління при Президентові України. – О., 2005. – 177 с.
313. *Розенберг Дж.* Инвестиции: терминологический словарь. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 558 с.
314. *Ромашко О.Ю.* Роль державного регулювання фондового ринку в подоланні кризових явищ в економіці // Моніторинг інвестиційної діяльності в Україні. – К., 1998. – № 3. – С. 12–18.

315. *Рубцов Б.Б.* Мировые рынки ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2002. – 448 с.
316. *Рубцов Б.Б.* Современные финансовые рынки. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.
317. *Рябченко О.П.* Державне управління економікою України (адміністративно-правовий аспект): дис... д-ра юрид. наук: 12.00.07 // Університет внутрішніх справ. – Х., 2000. – 466 с.
318. *Рябченко О.П.* Зміст державного регулювання господарської діяльності // Правова держава. – К: Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України, 2007. – С. 315–321.
319. *Рябченко О.П.* Межі та джерела адміністративно-правового регулювання господарських відносин. // Право та управління. – К., 2010. – № 1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.nbuiv.gov.ua/e-journals/prtup/2010_1/pdf/10ropoer.pdf.
320. *Савченко Л.А.* Правові проблеми фінансового контролю в Україні: автореф. дис... д-ра юрид. наук: 12.00.07 / Національна юридична академія України ім. Ярослава Мудрого. – Х., 2002. – 29 с.
321. *Саєнко В.В.* Правове регулювання використання інсайдерської інформації на ринку цінних паперів: автореф. дис... канд. юрид. наук / В.В. Саєнко; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка. – К., 2002. – 20 с.
322. *Салибаева Н.А.* Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг в Республике Таджикистан : дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Таджикский государственный национальный университет. – Душанбе, 2004. – 213 с.
323. *Саморегулівні організації на ринку цінних паперів США* // Україна фінансова [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/drn/040.htm.
324. *Саніахметова Н.О.* Регулювання підприємницької діяльності в Україні (організаційно- правові аспекти: Автореф. дис... д-ра юрид. наук: 12.00.07 / Одеська держ. юридична академія. – Одеса. – 1998. – 36 с.

325. *Саніахметова Н.О.* Поняття державного регулювання підприємництва // Українське комерційне право. – 2005. – № 6. – С. 11.
326. *Севрюкова И.Ф.* Вещные права и доверительная собственность в гражданском законодательстве Украины // Право собственности в Украине. – К., 1996. – С. 149–156.
327. *Семенкова Е.В.* Ценные бумаги в системе финансовых потоков / Семенкова Е.В. – М.: Изд-во Рос. экон. акад., 1998. – 76 с.
328. *Семенов А.В.* Правовой статус участников рынка ценных бумаг: проблемы регулирования: дис. ... канд. юрид. наук : 12.00.03. // М.:, 2005. – 205 с.
329. *Система* органів державного управління та регулювання в сфері підприємницької діяльності. кол. монографія / за редакцією академіка НАПрН України, д.ю.н. В.С. Щербини. – Київ, НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України. – 2010. – 228 с.
330. *Словник* синонімів української мови: в 2-х т. / А.А. Бурячок, Г.М. Гнатюк, С.І. Головащук та ін. – К.: Наук. думка, 2001. – Т.2. – 620 с.
331. *Словник* фондового ринку / Автори-укладачі: Головка А.Т., Кобзар В.Ф., Науменко О.О. та інші. – К., 1999. – 288 с.
332. *Смирнов В., Блинов И., Виссарионов А.* Централизованное планирование и регулирование экономики // Плановое хозяйство. – 1990. – № 5. – С. 62–72.
333. *Смолянська О.Ю.* Фінансовий ринок. – К., 2005. – 384 с.
334. *Советский* энциклопедический словарь / Гл. ред. А.М. Прохоров. – М.: Сов. Энциклопедия, 1984. – 1422 с.
335. *Солодкий М.О.* Біржовий ринок. - К: Джерела М, 2002. – 195 с.
336. *Сохацька О.М.* Інструменти фондового ринку: зарубіжний досвід та практика України. – Тернопіль: Економічна думка, 1999. – 198 с.
337. *Сохацька О.М.* Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти: монографія. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 454 с.

338. *Старинський М.В., Завальна Ж.В.* Правове регулювання відносин у сфері випуску та обігу цінних паперів в Україні. Навчальний посібник. – Суми: ВТД «Університетська книга», 2007. – 405 с.
339. *Стеценко С.Г.* Адміністративне право України: навч. посібник. – вид. 3-тє, перероб. та доп. – К.: Атіка, 2011. – 624 с.
340. *Стеченко Д.М.* Державне регулювання економіки: Навч. посібник. – К.: МАУП, 2000. – 234 с.
341. *Студеникина М.С.* Государственный контроль в сфере управления. – М.: Юридическая литература, 1974. – 159 с.
342. *Тевелєв Д.* «Потрібно відповідальніше підійти до інтересів фондового ринку як дуже перспективного і необхідного країні, зокрема при залученні ресурсів» // Урядовий кур'єр. – 14 жовтня 2011 р. – № 190. – С. 7.
343. *Теория государства и права: Курс лекций / Под ред. Н.И. Матузова, А.В. Малько.* – М, 2000. – 828 с.
344. *Тихомиров Ю.А.* Предприниматель и закон. М. – 1996. – 343 с.
345. *Тихомиров Ю.А.* Курс административного права и процесса. – М: Юрид. лит., 1998. – 598 с.
346. *Ткаченко А.О., Милославський С.В.* Історія розвитку правового регулювання та застосування векселя в банківській діяльності // Зб. наук. праць. – Т. 6. – Суми, 2002. – С. 193–199.
347. *Треушников М.К.* Формы защиты прав инвесторов в сфере рынка ценных бумаг. – М.: Городец, 2000. – 199 с.
348. *Тьюлз Р.Д.* Фондовый рынок. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 648 с.
349. *Устинова І.П.* Правовий статус органів фінансового контролю в системі органів державної виконавчої влади України: автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Київський ун-т ім. Т.Шевченка. – К., 1997. – 27 с.
350. *Фещенко В.* Шахрайство на фінансовому ринку. Практичний посібник протидії. – К., Українське агенство фінансового розвитку, 2011. – 424 с.

351. *Фінансове право України: підручник* / Г.В. Бех, О.О. Дмитрик, І.Є. Криницький; За ред. М.П. Кучерявенка. – К.: Юрінком Інтер, 2004. – 320 с.
352. *Финансы: учебное пособие* / Под ред. проф. А.Н. Ковалевой. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 384 с.
353. *Хавина С.* Государственное регулирование в современной смешанной экономике // Вопросы экономики. – 2004. – № 11. – С. 85–90.
354. *Ходаківська В.П.* Ринок фінансових послуг: теорія і практика. – К.: ЦУЛ, 2002. – 588 с.
355. *Ходов Л.Г.* Основы государственной экономической политики: Учебник. – М.: БЕК, 1997. – 368 с.
356. *Ходов Л.* Экономические интересы и государственное регулирование экономики: прямая и обратная связь // Российский экономический журнал. – 2005. – № 1. – С. 62–69.
357. *Хозяйственное право: курс лекций* / под ред. В.С. Мартемьянова. Москва, 2007. – Т. 1. – 278 с.
358. *Хозяйственное право: курс лекций* / под ред. В.С. Мартемьянова. Москва, 2007. – Т. 2. – 282 с.
359. *Хозяйственное право Украины* / под ред. А.С. Васильева, О.П. Подцерковного. – Х., 2005. – 342 с.
360. *Холкина М.Г.* Защита прав инвесторов на рынке ценных бумаг : дис ... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Дальневост. гос. ун-т. – Владивосток, 2009. – 216 с.
361. *Хоменко Е.Г.* Правовые проблемы осуществления кредитными организациями профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг: дис ... канд. юрид. наук.: 12.00.03. – М., 2004. – 201 с.
362. *Царукян А.* Регуляторні принципи захисту інвесторів на ринках капіталу // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 1. – С. 14–15.

363. *Цветков В.В.* Державна влада і управління // Правова держава. – К.: Ін-т держави і права ім. В.М. Корецького НАН України, 2003. – С. 230–239.
364. *Цивільне право України: підручник: у 2 кн. / За ред. О.В. Дзери, Н.С. Кузнєцової.* – К.: Юрінком Інтер, 2002. – Кн. 1. – 468 с.
365. *Чалдаева Л.А.* Фондовая биржа. Организационно-управленческие структуры / Л.А. Чалдаева. – М.: Экзамен, 2002. – 320 с.
366. *Ческидов Б.М.* Рынок ценных бумаг. – М.: Экзамен, 2001. – 176 с.
367. *Чистилин Д.* Проблемы самоорганизации в переходной экономике // Экономика Украины. – 2000. – № 4. – С. 49–53.
368. *Шамрай І.А.* Правові основи створення фінансових установ в Україні та ліцензування їх операцій: дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Київський національний торговельно- економічний ун-т. – К., 2007. – 220 с.
369. *Шамхалов Ф.* Теория государственного управления. – М.: ЗАО «Изд-во “Экономика»», 2002. – 638 с.
370. *Шаров О.* Концептуальні засади створення конкурентоспроможного ринку фінансових послуг // Фінансовий ринок України. – 2008. – № 7–8. – С. 9–14.
371. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.* Инвестиции. Пер. с англ. — М.: ИНФРА–М, 2008. — 1028 с.
372. *Шевченко Я.М.* Проблеми підвищення ефективності цивільного законодавства у сфері цивільно-правових відносин. // Концепція розвитку законодавства України. – К.: Інститут законодавства Верховної Ради України, 1996. – 75 с.
373. *Шелудько В.М.* Фінансовий ринок. – К.: Знання-Прес, 2003. – 535 с.
374. *Шемшученко Ю.С., Бобровник С.В.* Правове регулювання // Юридична енциклопедія: в 6-и т. / Редкол.: Ю.С.Шемшученко (голова редкол.) та ін. – К.: «Укр. енцикл.», 2003. – Т. 5. – С. 40.
375. *Шершеневич Г.Ф.* Учебник торгового права. – М.: СПАРК, 1994. – 453 с.

376. *Шестак В.С.* Державний контроль в сучасній Україні (теоретико-правові питання): автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.01 / Нац. ун-т внутр. справ . — Х., 2002. — 18 с.
377. *Шестак В.С.* Державний контроль у сучасній Україні (теоретико-правові питання): монографія. — Харків: Державне спеціалізоване видавництво «Основа», 2003. — 208 с.
378. *Шкодiна I.В.* Формування національної моделі фондового ринку в перехідній економіці інверсійного типу: дис... канд. екон. наук: 08.01.01 // Харк. нац. ун-т ім. В.Н. Каразіна. — Х., 2000. — 192 с.
379. *Шпомер А.І.* Ліцензування господарської діяльності (господарсько-правовий аспект): дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Київський національний університет імені Тараса Шевченка. — К., 2006. — 199 с.
380. *Щербина В.С.* Правова природа корпоративних відносин / Науково-практичний журнал «Українське комерційне право». — 2006. — № 7. — С. 10–14.
381. *Щербина В.С.* Суб'єкти господарського права: монографія. — К. : Юрінком Інтер, 2008. — 264 с.
382. *Щербина В.С.* Господарське право: підручник. — К.: Юрінком Інтер, 2009. — 640 с.
383. *Юлдашев О.Х.* Проблеми вдосконалення регуляторної політики в Україні. — К.: Парламентське видавництво, 2005. — 243 с.
384. *Юлдашев О.Х.* Методологічні засади регуляторної політики у сфері господарської діяльності: автореф. дис... д-ра юрид. наук / Ін-т екон.-прав. дослідж. НАН України. — Донецьк, 2008. — 36 с.
385. *Ядгаров Я.С.* История экономических учений. — М.: ИНФРА-М, 2000. — 320 с.
386. *Яроцький В.Л.* Цінні папери в механізмі правового регулювання майнових відносин (основи інструментальної концепції): монографія / В.Л. Яроцький. — Х.: Право, 2006. — 544 с.

387. *Autorite des Marches Financiers* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.paris-europlace.com.
388. *Bank of China* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: bankchina.ch.
389. *Comision Nacional Bancaria de Valores* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.cnbv.gob.mx.
390. *EBRD* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.ebrd.com/russian/pages>.
391. *FSCS* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.fscs.org.uk.
392. *IOSCO (May 2003) «Objectives and Principles of Securities Regulation»* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.
393. *KNF* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.kpwig.gov.pl.
394. *Standard & Poor's Global Stock Market Factbook* [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.standardandpoors.com/ratings/money-market>.
395. *Zielinski R., Holloway N. Unequal Equities: Power & Risk in Japan's Stock Market. Tokyo, 2003. – 233 p.*