

## Розділ 6. ФІНАНСОВЕ ТА БАНКІВСЬКЕ ПРАВО

---

### **В. І. ПОЛЮХОВИЧ. МЕТА, СУБ'ЄКТИ, ОБ'ЄКТИ ЯК СКЛАДОВІ МОДЕЛІ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ**

*Розглядаються теоретичні основи державного регулювання фондового ринку України.*

**Ключові слова:** мета, суб'єкт, об'єкт, державне регулювання, фондовий ринок України.

*Рассматриваются теоретические основы государственного регулирования фондового рынка Украины.*

**Ключевые слова:** цель, субъект, объект, государственное регулирование, фондовый рынок Украины.

*The article considers theoretical bases of state regulation of the share market of Ukraine.*

**Key words:** a purpose, a subject an object, state regulation, share market of Ukraine.

Передумовами здійснення дослідження будь-якого суспільного явища є з'ясування змісту використовуваної термінології та основних теоритичних засад. До питання про необхідність дослідження й упорядкування понятійного апарату державного регулювання фондового ринку ми прийшли вивчаючи цю проблему і стикаючись із неоднозначним тлумаченням об'єктів, суб'єктів, засобів, форм, методів, механізму, мети й, нарешті, моделі державного регулювання фондового ринку України.

Актуальність упорядкування понятійного апарату державного регулювання фондового ринку обумовлена насамперед практичною стороною питання. Наприклад, у багатьох дисертаційних роботах з економічних та юридичних спеціальностей<sup>1</sup> ставилось завдання сформулювати «національну модель державного регулювання фондового ринку». Безумовно, зміст цієї моделі включає конкретні форми всього арсеналу перерахованих понять. А тому необхідно мати уяву про них, без чого неможливо їхнє ефективне використання, а також удосконалення існуючої національної моделі державного регулювання фондового ринку України.

Характеризуючи процес здійснення державного регулювання фондового ринку виділимо в якості основних його складових такі базові для здійснення дослідження поняття як мета, суб'єкти, об'єкти та безпосередньо модель державного регулювання. Розглянемо зміст цих понять, їх розмежування та взаємозв'язок.

Ключовим моментом в 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 та біржі США. Проте такий підхід до визначення мети є дещо однобічний, 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. Направлена взаємодія на один з елементів системи може привести до порушення

---

© ПОЛЮХОВИЧ Валерій Іванович – кандидат юридичних наук, ст. наук. співробітник Інституту держави і права ім. В.М. Корецького НАН України

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, обумовленою тим, що на сьогодні інвестори перебувають в більш уразливому положенні 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 України» комплексно визначено мету державного регулювання шляхом перерахування 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 повинна втілювати глобальні суспільні прагнення, реалізацію яких покликаний забезпечувати фондовий ринок. З цієї точки зору, наприклад, забезпечення стабільності та ліквідності ринку цінних паперів зачіпає інтереси всіх учасників ринку та держави в цілому<sup>2</sup>. Але в реаліях сьогодення фондового ринку України брати за мету лише забезпечення його стабільності, на наш погляд, є актуальним але обмеженим в часовому вимірі чинником. Така мета може бути безпосередньо актуальною лише в певний період, наприклад, період кризи.

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 інфраструктурно основою для яких він одночасно являється, 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.

Саме тому, на нашу думку, розвиток інвестиційних процесів для розбудови соціально-економічної бази українського суспільства можна визначити в якості основної, глобальної мети державного регулювання фондового ринку України.

Державне регулювання фондового ринку України реалізується в діяльності регулюючих **суб'єктів**. Поняття регулюючого суб'єкта, на наш погляд, найбільш повно виразив 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 й значні можливості домогатися їхньої реалізації через державну економічну політику. Здійсненню цілей, переслідуваних носіями економічних інтересів, служать і політичні партії»<sup>3</sup>.

Беручи до уваги в цілому таку точку зору на характеристику суб'єктів державного регулювання, відзначимо 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 безпосереднім регулюючим суб'єктом, по-третє, в сфері ринку цінних паперів діють саморе-

гульні 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. Саморегульвні 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 складають (відзначимо, що, на нашу думку, найбільш змістовний аналіз регулюючих суб'єктів як носіїв, виразників та виконавців економічних інтересів здійснено колективом авторів під керівництвом І. Михасюка<sup>4</sup>). Науково коректним буде також відзначити регулятивну роль *судових органів*, які здійснюють 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 безсередніми 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 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 належать 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. При дослідженні системи державних органів через 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 роль відіграє Президент України, який відповідно до Конституції України поряд 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 створено спеціальний державний орган – Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, що є спеціальним органом державного регулювання ринку цінних паперів в Україні.

Кабінет Міністрів України, як вищий орган в системі органів виконавчої влади, серед інших має повноваження по забезпеченню економічної самостійності України, здійсненню внутрішньої і зовнішньої політики держави, виконанню 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 випливають 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.

Таким чином, проведений короткий огляд сукупності суб'єктів державного регулювання фондового ринку України надає підстави говорити про наявність повноцінної функціональної системи державних органів, що забезпечують комплексну реалізацію політики держави в цій сфері суспільних відносин.

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

**Об'єктом** державного регулювання фондового ринку є сам ринок з його інфраструктурою, а безпосередніми об'єктами є діяльність окремих учасників ринку – емітентів, інвесторів, саморегульованих організацій та професійних учасників. Відзначимо, що саме з питання об'єктів державного регулювання йдуть 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 й матеріальної бази територій, формування ринкової інфраструктури та інші<sup>5</sup>.

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

По-перше, вибір регульованого об'єкта, дійсно, визначається, насамперед, цільовою функцією, або інакше – соціально-економічним інтересом суб'єкта державного регулювання. З цієї позиції варто виділяти 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 світової. 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 повинно гарантувати перш за все неупрежденний підхід та забезпечення рівних прав щодо всіх учасників фондового ринку.

Виділяючи постійні об'єкти державного впливу на фондовий ринок, насамперед, необхідно відзначити наступні: секторну, галузеву й регіональну структуру ринку; умови нагромадження 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.

Перейдемо до розгляду такого поняття, як модель державного регулювання фондового ринку України. Одним з найбільш змістовних термінів теорії державного регулювання економіки та популярних в науковому вжитку є «**модель**». Філософський зміст моделі полягає в тому, що це є деякий спеціально створений зразок (об'єкт або змодельоване явище), що включає всі (усвідомлені й бажані) характеристики досліджуваного об'єкта або явища<sup>6</sup>. Між моделлю й досліджуваним об'єктом (явищем) повинно існувати певна схожість, що проявляється 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 явища, але в її суті переважає статичний момент, вона мов би є «відбитком», «макетом», «фотокопією» явища.

Відзначимо, що поняття «модель» необхідно розглядати в економіко-правовому аспектах. 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, про 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. Відзначимо, що істотну роль при цьому грає мета, або як зазначає Л.І. Дмитриченко «цільова функція»<sup>7</sup> 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.

Відповідно, в якості висновку маємо підстави стверджувати, що національна модель державного регулювання фондового ринку - це складна багатофакторна динамічна система взаємозв'язаних та взаємодіючих елементів, що утворюють єдине ціле. До цієї системи входять такі головні елементи, як цільова направленість системи, її суб'єкти, об'єкти, методи, засоби, форми регулювання, принципи побудови, функціонування та механізми взаємодії. При цьому, якщо цільова направленість, 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.

**1. Мозговий О.М.** Формування системи регулювання фондового ринку України (методологія і організація): Дис. ... доктора екон. наук. - К., 1999; **Шкодін І.В.** Формування національної моделі фондового ринку в перехідній економіці інверсійного типу: Дис. ... канд. екон. наук. - Х., 2000; **Андрущенко І.Г.** Державний контроль діяльності учасників фондового ринку України (організаційно-правовий аспект): Дис. ... канд. юрид. наук. - К., 2004; **Баторшина А.Ф.** Формування моделі ринку цінних паперів в трансформаційних економіках: Дис. ... канд. екон. наук. - К., 2007. **2. Никитинский В.Н.** Механизм государственного регулирования российского рынка ценных бумаг в целях развития реального сектора экономики: Дис. ... канд. екон. наук. - М., 1998. - С. 93. **3. Ходов Л.** Экономические интересы и государственное регулирование экономики: прямая и обратная связь // Российский экономический журнал. - 2005. - № 1. - С. 62-69. **4. Михасюк І., Мельник А., Крупка М., Залога З.** Державне регулювання економіки: Підручник / За ред. І.Р. Михасюка. - К.: Атіка, Ельга-Н, 2000. - С. 20. **5. Панасюк Б.** Государственное регулирование экономики // Экономика Украины. - 2004. - № 1. - С. 19-30. **6. Большой Российский энциклопедический словарь.** - М.: Большая Российская энциклопедия, 2008. - С. 870. **7. Дмитриченко Л.И.** Государственное регулирование экономики (социально-экономический аспект): Дис... доктора екон. наук. - Донецк, 2002. - С. 71.