

DOI: [10.32702/2307-2105-2018.11.55](https://doi.org/10.32702/2307-2105-2018.11.55)

УДК 336.7

З. А. Мацук,
к. е. н., доцент, доцент кафедри фінансів,
Івано-Франківський національний технічний університет нафти і газу, м. Івано-Франківськ

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ДОСЛІДЖЕННЯ МЕЖ ПРАВОВОГО РЕГЛАМЕНТУВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ НА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Z. A. Matsuk
PhD, Associate Professor, Department of Finance,
Ivano-Frankivsk national technical university of oil and gas, Ivano-Frankivsk

RESEARCH THEORETICAL ASPECTS OF THE LEGAL REGULATION FRAMEWORKS OF THE SECURITIES MARKET ACTIVITIES

У статті досліджується необхідність державного регулювання ринку цінних паперів. Запропоновано розглядати державне регулювання ринку цінних паперів у зовнішньому вимірі в системі державного регулювання економічних процесів та інших сфер діяльності суспільства та у внутрішньому вимірі у формі втручання держави у функціонування ринку цінних паперів, що ґрунтується на правовому регламентуванні діяльності його учасників. Розкрито зміст поняття «межа правового регламентування діяльності на ринку цінних паперів». З одного боку, це межа владного втручання держави, її органів у відносини між учасниками ринку цінних паперів, тоді як з іншого боку, це сукупність відносин на ринку цінних паперів, які регулюються правом та можуть бути регульовані правом (формалізовані у правовій нормі, сприйняті суспільством, контрольовані державою, забезпечені відповідним примусом). Це дало можливість виділити ті відносини, які недосяжні для державної влади, які неможливо регулювати правом, оскільки регламентуються соціальними нормами та визначаються рівнем культурного розвитку суспільства.

The necessity of the state regulation is studied by different authors and different pieces of evidence of their influence on the development of securities market are found. There is no unique evidence as results of many studied factors. This article tried to contribute also in this line bringing evidence for the case of Ukrainian Securities Market.

In the article author researched the necessity of securities market state regulation. For the research theoretical aspects of the legal regulation frameworks of the securities market activities, author used the methods of analysis and synthesis, graphics method of research. Also for formulation of conclusions the method of logical generalization was used.

Author proposed to consider the securities market state regulation in two detentions. The external dimension is characterized by the influence of the securities market, as one of the main components of the financial sector of the economy, on the economic development of the country. The effectiveness of the state regulation is in balancing of interests of all participants taking into account the state priorities. This approach allows us to examine the securities market state regulation in its internal dimension. It is connected with the state interference in the securities market operation and is based on the legal regulation of its participants' activities. The concept of

“legal framework” is dualistic and allows us to evolve two approaches to its meaning. The first one characterizes the maximum possible level of the legal regulation of securities market functioning. The second one characterizes the complex of securities market relations, which are regulated by law and can be regulated by law (formalized in the legal norm, perceived by society, controlled by the state, provided by appropriated coercion). It allowed highlighting the relations, which cannot be regulated by the state’s regulator using the law because they are regulated by the social norms, determined by the level of society cultural development.

Authors believed that this study can be viewed as a pioneering work in this case. Its evidence can be helpful for the next studies.

Ключові слова: інститут; інституція; правова межа; регулювання; ринок цінних паперів.

Keywords: institution; institute; regulation; legal framework; securities market.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок з практичними завданнями.

Однією з актуальних проблем розвитку ринку цінних паперів від початку його формування і дотепер залишається процес його регулювання. Паралельно з розвитком світової економіки вченими-економістами досліджувались як теорії вільного регулювання ринку, так і теорії державного втручання. Історичний екскурс свідчить про наявність постійних дискусій щодо місця та ролі держави в процесі регулювання ринкової економіки. Безумовно, це стосується і ринку цінних паперів, діяльність на якому має регулюватись державою. Проте на шляху до децентралізації влади та інтеграції національної фінансової системи у світовий фінансовий простір усе актуальнішими постають питання підвищення ролі процесу саморегулювання ринку та визначення правових меж державного втручання в його розвиток.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми, виділення не вирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується означена стаття.

Проблематика державного регулювання ринку цінних паперів посідає важливе місце в дослідженнях та публікаціях як українських так і іноземних вчених. Серед яких особливу увагу привертають наукові праці Д. Леонова, С. Львовичкіна та С. Хоружія [1], О. Лютого та О. Юрчука [2], О. Мозгового [3], В. Опаріна, В. Федосова [4] та інших, знайомство з якими дозволило оцінити теоретико-методологічні принципи формування системи державного регулювання ринку цінних паперів. Переважна більшість робіт науковців зорієнтована на дослідження загальних теоретичних засад державного регулювання ринку цінних паперів, проте малодослідженою та нерозв'язаною лишається проблема встановлення меж правового регламентування діяльності на ринку цінних паперів.

Постановка завдання.

Мета роботи – дослідження сутності державного регулювання ринку цінних паперів у його внутрішньому та зовнішньому вимірах та уточнення поняття «межа правового регламентування» діяльності на ринку цінних паперів.

Виклад основного матеріалу дослідження із обґрунтуванням одержаних наукових результатів.

Державне регулювання ринку цінних паперів може розглядатися у двох вимірах – зовнішньому і внутрішньому (рис. 1). Зовнішній вимір характеризується впливом ринку цінних паперів, як одного із головних складових фінансового сектору економіки, на економічний розвиток країни.

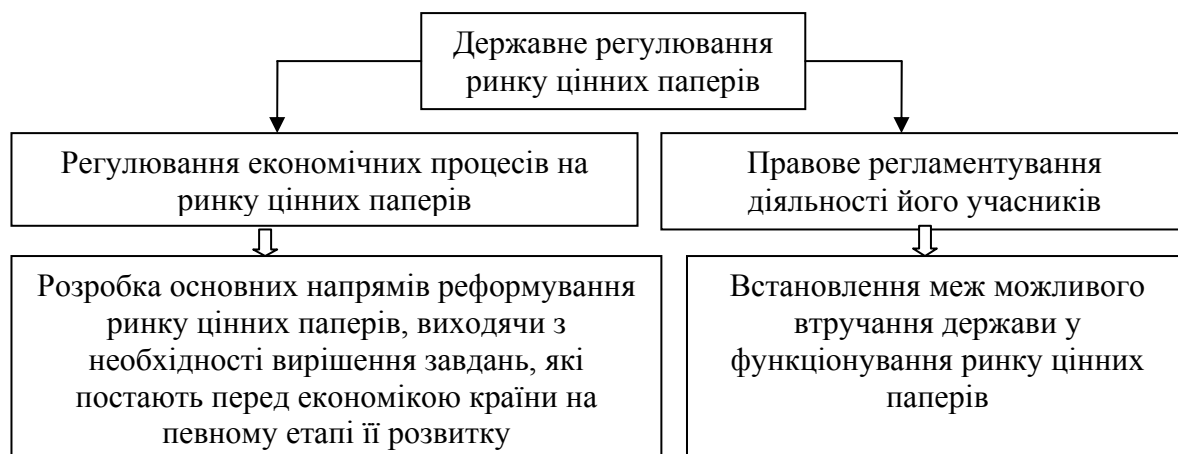


Рис. 1. Зміст державного регулювання ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

При цьому інструменти державного регулювання є одними з найбільш дієвих важелів впливу на розвиток економіки, за допомогою яких держава змінює структуру суспільного виробництва, впливає на

результати підприємницької діяльності, здійснює економічні реформи [5]. Власне, в даному вимірі більше йдеться про ринок цінних паперів в системі державного регулювання економічних процесів та інших сфер діяльності суспільства, а його ефективність відповідно до потреб економіки є однією з основних умов економічного зростання. Основна мета державного регулювання ринку цінних паперів у зовнішньому вимірі – це розробка та реалізація збалансованої інвестиційної політики, спрямована на підвищення рівня економічного розвитку країни; це способи впливу держави через ринок цінних паперів на її економічний розвиток, а саме: на сферу підприємництва, інфраструктуру ринку, суспільний добробут задля формування та забезпечення умов діяльності відповідно до національної економічної політики.

Держава, використовуючи інструменти впливу на ринок цінних паперів, вирішує поставлені завдання. Мета державного регулювання залежить від потреб розвитку ринку в певний історичний момент та пов'язана із пошуком компромісу між потребами економіки та можливостями безпосередньо ринку. При цьому потреби економіки та можливості ринку не можуть бути рівноважними, тому завжди виникає проблема скорочення потреб економіки чи розширення можливостей ринку, яка за допомогою механізму державного регулювання може бути розв'язана. Державне регулювання ринку цінних паперів не може бути ідеальним, оскільки ефективні моменти в одному, як правило, супроводжуються негативними результатами в іншому. За таким умов, в інтерпретації відомого італійського економіста Парето, оптимальне державне регулювання, яке виздається ідеалом ефективного використання інструментів, що забезпечують максимальний рівень задоволення усіх суб'єктів ринку, стає практично неможливим.

Не менш важливими є дослідження державного регулювання з метою захисту прав власності, забезпечення ефективної конкуренції на ринку, антимонопольні дії та контроль за об'єднанням (злиттям), нагляд з метою недопущення зловживань тощо. Оскільки кожен учасник ринку цінних паперів «...має власні інтереси, відмінні від інтересів контрагентів, важливо вивчати як суть цих інтересів, так і природу суперечності цих інтересів, шукати економічні механізми їх узгодження» [6] і на цій основі визначати можливості їх правового регламентування. Держава повинна сформулювати на ринку такий економічний порядок, який би обумовлював його розвиток та забезпечував індивідуальну відповідальність його учасників. При цьому принцип індивідуальності на ринку цінних паперів пов'язаний з принципом солідарності та субсидіарності [4]. Принцип солідарності означає, що усі суб'єкти ринку в процесі взаємодії перебувають у взаємній відповідальності між собою, та передбачає мирне врегулювання конфліктів інтересів. Принцип субсидіарності, з одного боку, дозволяє одержати право на самореалізацію на ринку цінних паперів, а з іншого – визначає необхідність та важливість формальних інститутів. Таким чином, державне регулювання ринку цінних паперів – це демократична форма регулювання, мета якої полягає в ефективній діяльності ринку за умов рівних можливостей усіх учасників, їх індивідуальної свободи та пріоритету права. Результативність державного регулювання проявляється в збалансуванні інтересів кожного учасника ринку цінних паперів з урахуванням державних інтересів та пріоритетів. Такий підхід дозволяє нам розглядати державне регулювання ринку цінних паперів у його внутрішньому вимірі, він пов'язаний із втручанням держави у функціонування ринку цінних паперів та ґрунтується на правовому регламентуванні діяльності його учасників.

Одним із найскладніших та найпоширеніших інструментів державного регулювання ринку цінних паперів є правове регламентування торгівлі фінансовими активами. Правове обрамлення діяльності на ринку цінних паперів «не завжди дозволяє одержати очікуваний результат, навіть якщо аналогічне нормативно-правове забезпечення успішно впроваджене і функціонує в інших країнах та залежить від того, наскільки впливовими є формальні та неформальні інститути, як економічні агенти реагують на зміни у формальних інститутах» [7].

Формальні правила – це правила, які створюють та підтримуються спеціально уповноваженими на це особами (державними чиновниками) [8]. Формальні правила ринку цінних паперів – це сукупність законодавчо закріплених правил, які дозволяють унормувати відносини між учасниками ринку цінних паперів під час торгівлі фінансовими активами – це нормативно-правова база торгівлі фінансовими активами: правила діяльності на ринку цінних паперів пов'язані з обігом прав власності та механізмом забезпечення дотримання цих правил тощо.

Формальні правила та неформальні норми в торгівлі фінансовими активами можна побачити в наступному:

- по-перше, торгівля фінансовими активами – це основна діяльність, яку здійснює економічний суб'єкт ринку цінних паперів, забезпечуючи таким чином реалізацію його функцій. Правила торгівлі фінансовими активами обов'язково обумовлюються наявністю відповідного законодавства, тоді як за їх навмисне невиконання передбачені відповідні санкції: це є проявом формальних інститутів;

- по-друге, високого рівня ефективності в процесі торгівлі фінансовими активами можна досягнути лише тоді, коли економічні агенти ринку цінних паперів реалізують власні фінансові інтереси виходячи з моральних принципів. Торгівля фінансовими активами, яка не суперечить моральним принципам, характеризує один із неформальних інститутів ринку цінних паперів.

Формальні та неформальні інститути ринку цінних паперів формуються в процесі еволюції торгівлі фінансовими активами. Неформальний інститут ринку цінних паперів формує норми, правила та стереотипи поведінки, що регулюють торговельні відносини економічних агентів, сформувались та реально діють на практиці [9]. Звичайно ж, наявність неформальних інститутів ринку цінних паперів не є ознакою неефективності торгівлі фінансовими активами, оскільки все залежить від того, які саме аспекти поведінки учасників ринку цінних паперів регулюють неформальні інститути. Якщо це позитивні торговельні традиції, норми торговельної діяльності, тоді такі неформальні інститути природним шляхом підтримують

функціонування формальних інститутів [7], у протилежному випадку це обумовлює наявність конфліктної ситуації на ринку цінних паперів між формальними правилами та неформальними нормами. Важливість неформальних норм можна зрозуміти, враховуючи той факт, що аналогічні за суттю та значенням формальні правила діють по-різному та в різних країнах дають різні результати.

Повертаємось до того, що основою державного регулювання ринку є правове регламентування відносин між його учасниками. Воно ставить фінансову діяльність суб'єктів ринку на стабільну правову основу та робить результативним сам процес державного регулювання. Правове регулювання ринку цінних паперів має свої межі та теоретично являє собою точку в межах діапазону, заданого двома крайностями. Поняття «правова межа» доволі дуалістичне, що дозволяє нам виділити два підходи до його розуміння [10].

Перший підхід передбачає виділення «верхньої» межі, яка характеризує максимально можливий рівень правового регламентування функціонування ринку цінних паперів, обмежений величиною наявних ресурсів влади та інформаційними можливостями у сфері моніторингу та контролю над ринком цінних паперів, та «нижньої» межі, яка характеризує максимально можливий рівень саморегулювання. Це дозволяє нам виділити межі правового регулювання ринку цінних паперів через повноваження держави, її органів та розглядати їх як межі владного втручання держави, її органів у відносини між учасниками ринку цінних паперів.

Відповідно до другого підходу сукупність відносин на ринку цінних паперів, які регулюються правом та можуть бути регульовані правом (формалізовані у правовій нормі, сприйняті суспільством, контрольовані державою, забезпечені відповідним примусом), і є тією межею, поза якою правове регламентування діяльності на ринку цінних паперів неможливе. Таким чином, межі правового регламентування функціонування ринку цінних паперів – це межі системи відносин, що піддаються правовому регламентуванню. Така система правових відносин між учасниками ринку цінних паперів охоплює також ті відносини, які можуть бути регламентовані правом, але така регламентація не потрібна з різних причин.

Вважаємо, що встановлення меж правового регламентування у такому розумінні матиме не тільки теоретичне значення, оскільки такий підхід є фактично рекомендацією законодавцю та основою для розуміння проблем нормотворчої практики, зокрема наскільки високим має бути рівень деталізації у регулюванні поведінки учасників ринку цінних паперів, а також яким чином визначити межу, за якою витрати ресурсів на правове регламентування функціонування ринку цінних паперів перевищують втрати від його відсутності.

Право досягає своїх цілей і дійсно регулює відносини на ринку цінних паперів «лише остільки, оскільки поведінка людей, що вимагається нормами права, об'єктивно можлива, відповідає сформованим економічним і політичним умовам» [11]. Межі правового регламентування залежать від стану економіки, політики, моралі, традицій, цивілізованості тощо, тобто сформованих суспільством факторів, що визначають етап його розвитку.

Даний підхід дозволяє нам виділити межу правового регламентування функціонування ринку цінних паперів. Все, що знаходиться поза межею, – це відносини, недосяжні для державної влади, які неможливо регулювати правом, оскільки регламентуються соціальними нормами, визначаються рівнем культурного розвитку суспільства, його мораллю, різного роду звичаями (національними, культурними, релігійними) (рис. 2).

Зовнішнє поле ринку цінних паперів включає сферу відносин між його учасниками, які не піддаються правовому регламентуванню через особливості цих відносин (їх неможливо формалізувати, контролювати та створити ефективні державні механізми примусу до їх виконання). Більша частина таких відносин має повторюваний характер, виражена у нормах моралі, звичаях, релігійних правилах тощо. З певним рівнем точності можна стверджувати, що ці норми формують умови діяльності на ринку цінних паперів, визначають стабільність та сталість його розвитку.

Внутрішнє поле ринку цінних паперів охоплює більш вузьке коло відносин учасників ринку цінних паперів – це сфера відносин, які потребують правового регламентування. Ринок цінних паперів залежно від потреб учасників ринку самостійно визначає, які відносини включити до сфери правового регулювання, тобто той перелік відносин, який обов'язково повинен бути регламентований правом, без якого не може існувати діяльність на ринку цінних паперів, неможливий нормальний, ефективний його розвиток.



Рис. 2. Сфера правового регламентування діяльності на ринку цінних паперів
Джерело: розроблено автором

В умовах стабільного розвитку ринку проблема правового регламентування відносин на ринку цінних паперів не є гострою, оскільки для усіх часів на ринку діє негласне правило – «договір дорожчий за гроші», проте в перехідній економіці за відсутності відповідних моральних підвалин ринку необхідно встановлювати жорстку відповідальність за виконання фінансових зобов'язань [4].

Таким чином, визначення меж правового регламентування функціонування ринку цінних паперів дозволяє нам виділити сферу відносин на ринку, які потребують правового регулювання, а їх порушення передбачає застосування суворих санкцій, адміністративного чи кримінального покарання. Відносини, виражені у нормах моралі, культурі поведінки, звичаях та релігійних правилах, перебувають поза межами правового регламентування, за порушення яких настає не суворе покарання, а несхвалення суспільства. Таким чином, внутрішнє поле функціонування ринку цінних паперів формується на основі «порядку, заснованого на законі» (legal order), тоді як зовнішнє поле характеризується «мимовільним порядком» (spontaneous order). «Порядок, заснований на законі» виникає, коли держава встановлює закони й карає тих, хто їх порушує. «Мимовільний порядок» встановлюється, коли учасники ринку цінних паперів формують стійкі моделі поведінки, дотримуються їх, оскільки ніхто з них не може «бути у вииграші», відхиляючись від цих моделей поведінки, навіть якщо немає ефективних правових механізмів стримування [12].

Висновки з даного дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямі.

Проведене автором дослідження дозволяє стверджувати, що держава, як суб'єкт регулювання, повинна правовими методами захистити інвесторів від можливості втрати коштів, зобов'язати емітентів виконувати свої зобов'язання, а фінансових посередників – максимально ефективно захистити інтереси обох сторін. Проте, що відбувається на практиці у сфері правового регламентування ринку цінних паперів в Україні стане наступним кроком авторського дослідження.

Література.

1. Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: монографія / [Леонов Д.А., Львовчкін С.В., Хоружий С.Г.] за наук. ред. В. М. Федосова. – К.: УІРФР, 2008. – 848 с.
2. Банківські інститути в умовах глобалізації ринку фінансових послуг: монографія / І.О. Лютий, О. М. Юрчук. – К.: Знання, 2011. – 357 с.
3. Мозговий О.М. Сучасна парадигма функціонування світового фінансового ринку / О. М. Мозговий, Д. Малащук // Міжнародна економічна політика. – Вип.1. – 2016. – С. 29-51.
4. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку: монографія / за наук. ред. В. Опаріна, В. Федосова. – К.: КНЕУ, 2016. – 695 с.
5. Барвінська Є. С. Особливості та перспективи сучасного етапу реформування податкової системи України [Електронний ресурс] / Є. С. Барвінська, Н. Я. Процак // Вісник Національного університету

«Львівська політехніка». – 2013. – Режим доступу до ресурсу: file:///C:/Users/Andry/Downloads/VNULPM_2013_769_50.pdf.

6. Базилевич В. Д. Сучасна парадигма страхування: суть та протиріччя // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка, серія «Економіка». – 2006. – №81-82. – С. 6-9.

7. Паєнтко Т.В. Інституціоналізація фіскального регулювання фінансових потоків: монографія / Т.В. Паєнтко. – К.: «ДКС центр», 2013. – С.124

8. Олейник А.Н. Институциональная экономика: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2002. – 294 с.

9. Податкова політика: теорія, методологія, інструментарій: навчальний посібник / за ред. д-ра екон. наук, проф. Іванова Ю. Б., д-ра екон. наук, проф. Майбурова І. А. – Х.: ВД «ІНЖЕК», 2010. – 492 с.

10. Мацук З. А. Фінансові послуги на ринку цінних паперів України: теорія та практика: монографія / З. А. Мацук. – Київ: КНЕУ, 2018. – 367 [1] с.

11. Алексеев С. С. Механизм правового регулирования в социалистическом государстве / С. С. Алексеев. – М. : Юрид. лит., 1966. – 188 с.

12. Одинцова М. И. Институциональная экономика: учеб. пособие для студ. вузов, обучающихся по направлению подгот. «Экономика» / М. И. Одинцова; Государственный ун-т «Высшая школа экономики». - М.: Издательский дом ГУ ВШЭ, 2008. – 397 с.

References.

1. Leonov, D.A. Liovochkin, S.V. and Horuzhy, S.G. (2008), *Rynok finansovykh posluh: paradyhma yevrointehratsiyi* [Financial services market: European integration paradigm], UIRFR, Kyiv, Ukraine.

2. Lyutyu, I.O. and Yurchuk, O. M. (2011), *Bankivski instytuty v umovakh hlobalizatsiyi rynku finansovykh posluh* [Banking institutes in the conditions of globalization of the financial services market], Znannya, Kyiv, Ukraine.

3. Moz'hovyy, O.M. and Malashchuk, D. (2016), “Modern paradigm of functioning of the world financial market”, *Mizhnarodna ekonomichna polityka*. vol.1, pp. 29-51.

4. Fedosov, V. and Oparin, V. (2016) *Finansova infrastruktura Ukrayiny: stan, problemy ta perspektyvy rozvytku* [Financial infrastructure of Ukraine: state, problems and prospects of development], KNEU, Kyiv, Ukraine.

5. Barvins'ka, YE. S. and Protsak, N. YA. (2013), “Features and Prospects of the Modern Stage of Reforming the Tax System of Ukraine”, *Visnyk Natsional'noho universytetu «L'vivs'ka politekhnikha»* [Online] / available at: file:///C:/Users/Andry/Downloads/VNULPM_2013_769_50.pdf. (Accessed 4 October 2018).

6. Bazylevych, V. D. (2006), “Contemporary paradigm of insurance: the essence and contradiction“, *Visnyk Kyivskoho natsional'noho universytetu imeni Tarasa Shevchenka, Seriya “Ekonomika”*, vol. 81-82, pp. 6-9.

7. Payentko, T.V. (2013), *Instytutsionalizatsiya fiskal'noho rehulyvannya finansovykh potokiv* [Institutionalization of fiscal regulation of financial flows], «DKS tsentr», Kyiv, Ukraine.

8. Oleynyk, A.N. (2002). *Ynstytutsyonal'naya ékonomyka* [Institutional Economics], YNFRA-M, Moscow, Russia.

9. Ivanova, YU. B. and Mayburova, I. A. (2010), *Podatkova polityka: teoriya, metodolohiya, instrumentariy* [Tax Policy: Theory, Methodology, Toolkit], VD «ІНЖЕК», Kharkiv, Ukraine.

10. Matsuk, Z. A. (2018), *Finansovi posluhy na rynku tsinnykh paperiv Ukrayiny: teoriya ta praktyka*: [Financial Services in the Ukrainian Securities Market: Theory and Practice], KNEU, Kyiv, Ukraine.

11. Alekseev, S. S. (1966), *Mekhanizm pravovoho rehulyrovannya v sotsyalystycheskom hosudarstve* [Mechanism of legal regulation in a socialist state], Yuryd. lit., Moscow, Russia.

12. Odyntsova, M. Y. (2008). *Ynstytutsyonal'naya ékonomyka* [Institutional Economics], Hosudarstvennyy un-t «Vysshaya shkola ékonomyky», Moscow, Russia.

Стаття надійшла до редакції 01.11.2018 р.