

ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД ФІНАНСОВО-ПРАВОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ДІЯЛЬНОСТІ ПРОФЕСІЙНИХ УЧАСНИКІВ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Національна академія внутрішніх справ
пл. Солом'янська, 1, 03035, Київ, Україна
E-mail: kuznetsova.evgenyia@gmail.com

Мета: дослідити організаційно-господарські аспекти функціонування фондових бірж в економічно розвинених країнах Європи та регулюючого впливу законодавства цих країн на формування сучасних торговельно-біржових відносин, виявлення тих практик і закономірностей, що можуть бути запозичені для покращення ефективності біржової справи в Україні. **Методи дослідження:** для досягнення визначеної мети були використані методи документального аналізу і синтезу; порівняння; узагальнення та абстрагування; пізнавально-аналітичний метод; системний підхід. **Результати:** визначено світові моделі організації фінансового ринку, подано їх коротку характеристику. **Обговорення:** проаналізовано досвід організації фондових бірж у США, Німеччині, Франції та Польщі. З'ясовано основні характерні особливості розвитку біржової торгівлі в цих країнах, а саме: структуру органів державного регулювання, діяльність саморегулювальних організацій, депозитарно-клірингову систему, систему зарахування взаємних вимог та зобов'язань, значення та структуру професійних учасників фондової біржі

Ключові слова: біржа; фондова біржа; біржова діяльність; фондовий ринок; регулювання діяльності фондових бірж.

Постановка проблеми та її актуальність. Прискорені глобалізаційні процеси, які відбуваються в сферах світової торгівлі, інвестицій, валютно-кредитних відносин, спричиняють появу нових викликів та змінюють економічну політику держав. Для ефективного функціонування держави необхідний безперервний процес мобілізації, розподілу та перерозподілу фінансових ресурсів між її галузями. В таких умовах ключовим елементом ефективного функціонування кожної національної економіки виступає розвинений ринок цінних паперів. Саме ринок цінних паперів із відповідною йому системою інститутів являє собою сферу відносин, у якій формуються основні джерела економічного зростання, а також концентруються і розподіляються інвестиційні ресурси. Необхідність інтеграції України до світової спільноти зумовлюють об'єктивну потребу всебічного вивчення досвіду становлення, розвитку, регулювання ринку цінних паперів у провідних країнах світу та його

трансформації із урахуванням національних особливостей.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Закордонний досвід становлення, організації та розвитку біржового фондового ринку досліджували такі вчені, як Р.М. Безус, Б.М. Бітюк, В.С. Гниляк, Ю.Я. Гула, С.О. Захаріна, Л.М. Савченко, М.Д. Солодкий, О.Р. Циганов, В.О. Шапран, О.М. Шевченко та інші, що свідчить про актуальність обраної проблематики. Однак більшість досліджень були присвячені аналізу досвіду США, тоді як європейський досвід є більш близьким Україні через спільні особливості історичного розвитку, структури суспільства та економічної системи.

Метою статті є аналіз світового досвіду формування та регулювання ринку цінних паперів в розвинутих країнах світу для визначення основних моделей його організації, обґрунтування основних чинників впливу на тенденції розвитку біржової торгівлі, оцінка можливостей вико-

ристання зарубіжного досвіду біржової торгівлі в Україні.

Виклад основного матеріалу. Фінансовий ринок посідає важливе місце в розвитку національної економіки, оскільки за його допомогою відбуваються процеси акумулювання та трансформації тимчасово вільних коштів від одних економічних суб'єктів до інших, активізується розподіл фінансових ресурсів між різними сферами економіки, в результаті чого забезпечується макроекономічна стабілізація.

Нині існує дві основні моделі фінансового ринку: 1) банкоцентрична – орієнтована на банки і притаманна країнам континентальної Європи та Японії; 2) фондова – орієнтована на фондовій біржі і притаманна Сполученим Штатам Америки, Англії та Австралії [3, с. 117].

Банкоцентрична модель фінансового ринку передбачає необхідність існування фондової біржі, але основним фінансовим посередником інвестиційної діяльності є банки, які можуть поєднувати звичайні банківські операції з операціями на фондовій біржі. Фондова модель фінансового ринку передбачає необхідність існування фондової біржі як основного фінансового посередника між кредиторами та позичальниками. Традиційним банкам забороняється проведення інвестиційної діяльності, цю діяльність проводять спеціалізовані інвестиційні банки. Отже, за фондової моделі фінансового ринку визначне місце належить фондовій біржі. В той же час, банкоцентрична модель також передбачає необхідність існування фондової біржі як важливого елемента банківської взаємодії, але в значно меншій мірі. Зазначимо, що на початку 80-х рр. ХХ ст. спостерігалася тенденція до об'єднання обох моделей фінансового ринку, що зумовлено глобалізацією світових економічних процесів та зростанням конкуренції між ринками капіталу різних країн.

Так, у країнах континентальної Європи значення і обсяги фондового ринку безперервно зростають. США, навпаки, вживають заходи щодо розширення банківського сектора [5, с. 9]. В результаті цього виникла нова змішана модель організації фінансового ринку. Зважаючи на проголошення Україною курсу на європейську інтеграцію, вітчизняний фінансовий ринок та

його інфраструктура не можуть розвиватися ізольовано від європейського досвіду і світових тенденцій трансформації ринків капіталу. Однак фондовий ринок Європейського Союзу (ЄС) розвивався у кожній окремій країні за власними законами та правилами, які відрізнялися між собою. Це перешкоджало формуванню економічного простору для створення єдиного фондового ринку ЄС. Тому, згідно з правилами Європейського Союзу щодо забезпечення фінансового ринку, у його країнах прийнятним є принцип превалювання національного законодавства. Виходячи з цього, розвиток фондового ринку України повинен орієнтуватися на досвід європейських країн із врахуванням національних особливостей та власного законодавства.

Водночас досвід організації фондової біржі в США також є надзвичайно важливим. Це пояснюється тим, що фондовий ринок Америки – наймасштабніший у світі, його частка у світовій капіталізації коливається від третини до половини сукупної курсової вартості цінних паперів [7, с. 43]. Для України досвід США щодо організації біржової торгівлі є можливим для запозичення, оскільки він визначає значення жорсткого державного регулювання у створенні ліквідного та прозорого фондового ринку.

Після економічної кризи 30-х рр. ХХ ст. у США було сформовано дворівневу систему регулювання фондового ринку. Перший рівень – це органи державного регулювання (Комісія з цінних паперів і бірж та спеціальні органи регулювання у штатах). Другий рівень – саморегульовані організації професійних учасників ринку цінних паперів, тобто фондові біржі. Така система регулювання фондового ринку стала прикладом для усіх країн світу.

Створення спеціального органу контролю державного регулювання діяльності фондової біржі в США на першому рівні системи регулювання – Комісії з цінних паперів та бірж (Securities and Exchange Commission (SEC) – узаконювало діяльність учасників біржової торгівлі. Керівництву SEC підпорядковувався весь фондовий ринок США. Водночас із метою врегулювання угод, що укладаються на фондових біржах, а також забезпечення прозорості розрахунків між учасниками цих угод законодавство

США утворило розмежовану депозитарно-клірингову систему обліку прав власності, яка передбачає існування значної кількості реєстраторів та депозитаріїв [9, с. 73].

Загалом, організація фондової біржі США до 1999 р. характеризувалася тим, що на ній функціонували професійні учасники, які мали обмеження на суміщення діяльності. Це означає, що нове законодавство в сфері регулювання фондового ринку надавало право банкам здійснювати лише діяльність на ринку державних цінних паперів, гарантувати розміщення муніципальних облігацій, забезпечених безумовною гарантією місцевої влади, та укладати угоди з ними. Натомість на фондовому ринку активно функціонували спеціалізовані інвестиційні банки.

Нинішній етап економічного розвитку фондових бірж США характеризується тенденцією до пом'якшення державного регулювання ринку цінних паперів. На зміну фондовій моделі приходить змішана. Ця трансформація найяскравіше виражена у зміні банківського законодавства. Так, у 1999 р. було прийнято ряд поправок до Закону «Про банки», що пом'якшувало обмеження щодо здійснення операцій комерційних банків на фондовому ринку. Зокрема, банкам дозволялося вкладати кошти в ЦП фінансових компаній, а також здійснювати андерайтинг та гарантувати випуск ЦП. Тобто американські банки реформувалися в універсальні фінансові установи. Одночасно спостерігається централізація депозитарно-клірингової діяльності, що також свідчить про зміну моделі організації фінансового ринку.

Використовуючи досвід США в Україні, варто врахувати важливість державного регулювання, оскільки нині вітчизняний ринок є мало-регульованим. Надзвичайно велика кількість законодавчих норм, що регламентують роботу фондових бірж (близько 100 законодавчих актів), не вирішує проблем щодо прозорості та ефективності біржових операцій. Головна проблема вітчизняного ринку цінних паперів полягає у відсутності єдиного органу його регулювання. Так, регулятивні функції розподілені між різними міністерствами і відомствами. Тому, подібно до організації Комісії з цінних паперів і бірж у США, українським законодавством пот-

рібно передбачити створення єдиного органу державного регулювання фондового ринку.

Банкоцентрична модель організації фінансового ринку найбільш чітко виражена у побудові фондового ринку Федеральної Республіки Німеччина (ФРН), оскільки особливістю її фінансової системи є абсолютне домінування банків в активах країни. Для України досвід ФРН є надзвичайно важливим, оскільки в нас склалася подібна ситуація домінування світового досвіду організації фондової біржі банківських установ у фінансовій системі. Аналіз досвіду німецького фондового ринку дозволить врахувати позитивні сторони для активізації біржової торгівлі в Україні.

Отже, регулювання фондового ринку ФРН децентралізоване. У квітні 2002 р. в Німеччині був створений єдиний орган регулювання діяльності банків, страхових компаній та ринків ЦП – Федеральна служба з регулювання фінансових ринків (BaFin). Створення такого наглядового органу обумовлювалося стрімким розвитком фондового ринку та розширенням діяльності фінансових інститутів на ньому. BaFin була наділена значними повноваженнями з моніторингу ринку.

У ФРН нині існує вісім фондових бірж: у Франкфурті, Дюссельдорфі, Мюнхені, Гамбурзі, Берліні, Штутгарті, Ганновері та Бремені. Найбільшою фондовою біржею ФРН є біржа в Франкфурті (Німецька фондова біржа), яка обслуговує 86% всього німецького біржового обігу ЦП. В сучасному вигляді Німецька фондова біржа існує з 01 січня 1993 р. Її організаційна структура є особливою та не подібною ні на одну біржу світу. Це пояснюється тим, що за формою організації вона створена як суспільна установа. Біржа є акціонерним товариством, 81% акцій якого (до 2001 р.) належало банківським установам, 10% – регіональним біржам і 9% – маклерам. У 2001 р. акціонери Німецької фондової біржі прийняли рішення про її перетворення в акціонерне товариство з публічним продажем акцій. Нині за капіталізацією (майже 5 млрд. євро в 2019 р.) вона належить до двадцяти найбільших німецьких компаній [8, с. 119].

У ФРН всі угоди з ЦП реалізуються через депозитарно-клірингову систему – Clearstream

Vancing, єдиним власником якого є Німецька фондова біржа. Система виконання усіх угод на німецьких біржах повністю комп'ютеризована. Усі ЦП, з якими укладаються угоди (за винятком іменних акцій, акцій неофіційного ринку та окремих облігацій), зберігаються у центральному депозитарії. Значна частина усіх випусків оформлена глобальним сертифікатом, тобто нині значна частка німецьких акцій є безготівковими. Поставка ЦП здійснюється шляхом записів на рахунках депо. Діяльність фондових бірж Німеччини є помірно динамічною. Так, показник абсолютної капіталізації фондових бірж країни відповідає доволі високому рівневі. Впродовж 2000–2005 рр. спостерігалася стабільна ситуація на фондовому ринку ФРН, адже сума залучених біржами коштів була майже незмінна. Однак, починаючи із 2005 до 2007 рр., спостерігається значне підвищення ефективності біржової торгівлі. Сума залучених біржею коштів підвищилася на 71,7% (із 1221 млрд. дол. США у 2005 р. до 2096,64 млрд. дол. США у 2007 р.). Однак світова економічна криза спричинила спад біржової торгівлі у 2008 р. на 45%, що повернуло фондовий ринок Німеччини на п'ять років назад. Загалом, організація фондової біржі Німеччини ґрунтується на помірно-державному контролі, в основу якого закладено принцип регулювання. Важливу роль на фондовій біржі виконують банки, як посередники біржової торгівлі [10, с. 122].

Нині існує значна кількість фінансових систем, в основі організації яких закладено змішану модель фінансового ринку. Так, прикладом змішаної моделі організації фінансового ринку є біржова система Франції. Система організації біржової торгівлі Франції ґрунтується на значній кількості нормативно-правових актів, які впроваджувалися на різних етапах розвитку фондових бірж країни. Тому, на відміну від законодавчої системи США та ФРН, у Франції важко виокремити окремі елементи законодавчого регулювання. Основними законами, які регулюють сучасний фондовий ринок Франції є Закон про реформу біржового ринку та Закон про модернізацію на ринку фінансових послуг, які були прийняті у 1980-х рр. Ці закони дозволили

реформувати фондовий ринок країни згідно з директивами Європейського Союзу.

З цього часу банки отримали право прямого допуску до операцій з ЦП на фондовій біржі. Відповідно до нового законодавства була сформована сучасна система зарахування взаємних вимог і зобов'язань. У 1983 р. всі ЦП країни було переведено у бездокументарну форму через записи на рахунках в електронних депозитаріях уповноважених фінансових установ, які мають відкриті рахунки в Центральному депозитарії Франції, власником якого є банки та компанії з цінних паперів. Кінцеве врегулювання операцій з ЦП здійснюється шляхом записів у Центральному депозитарії та перерахунком коштів на рахунках у Банку Франції.

Аналіз світового досвіду організації фондової біржі Французька національна біржова система є централізованою. Головним організатором торгівлі в країні є Паризька фондова біржа. На ній здійснюється електронна торгівля ЦП. Інші шість фондових бірж – у Ліоні, Бордо, Марселі, Ліллі, Нанті та Нанці – регіональні. Регіональні біржі працюють з емітентами (отримання проспектів емісії, перевірка відповідності вимог лістингу, корпоративні дії: спліти, виплата дивідендів тощо). Загалом, французькі фондові біржі є публічними компаніями. Їх акції належать банкам, страховим компаніям та іншим вітчизняним та іноземним фінансовим установам. Динаміка біржової торгівлі Франції свідчить про значний потенціал економічного зростання фондового ринку в країні [4, с. 120].

Отже, фондовий ринок Франції ґрунтується на загальних положеннях, властивих для Європейського співтовариства. Відповідно до цих положень створено перспективну та добре розвинену біржову торгівлю. Головною перешкодою розвитку фондових бірж у Франції стала масштабна економічна криза 2008 р., яка спричинила скорочення фінансових активів на біржі майже наполовину. Проте французький фондовий ринок має значний потенціал розвитку у майбутньому, про що говорить докризове зростання біржового індексу. Серед країн – членів ЄС розвиток біржової торгівлі Франції є не менш важливим для України.

Однак досвід Польщі – це першочерговий приклад, оскільки спільною умовою виникнення фондових бірж як у Польщі, так і в Україні послужив розпад соціалістичної системи (90-ті рр.). За відносно короткий час, на відміну від розвинених країн, тут потрібно було приватизувати тисячі підприємств, провести радикальне реформування економіки та її ринкову трансформацію. В усьому іншому – масштаби, режими функціонування та темпи розвитку фондових бірж у Польщі та Україні мали розбіжності. Розвиток фондового ринку в Польщі започатковано ще з 1817 р. Однак, після Другої світової війни та запровадження соціалістичної системи господарювання діяльність фондових бірж припинилася. Єдиним джерелом фінансування промислового сектора став банківський кредит, який надавався на підставі рішень, прийнятих центральними плановими органами. Однак у 1991 р. діяльність біржової торгівлі в Польщі було відновлено. Зокрема, приватизація підприємств окремих галузей супроводжувалася публічним первинним розміщенням акцій на фондовій біржі. Водночас було створено спеціальний наглядовий орган – Комісію з цінних паперів і бірж [5, с. 43]. Характерною особливістю розвитку фондових бірж Польщі є використання налагодженої системи розвитку фондових бірж, заснованої на англосаксонській моделі (зокрема на основі біржі цінних паперів у Франції). Ця модель передбачає функціонування фондових бірж в умовах помірного державного регулювання та залучення банків до організації біржової торгівлі. Важливим чинником успішної роботи фондового ринку Польщі є належне його нормативно-правове забезпечення, прийняте у відповідності до нормативів ЄС. Завдяки цьому біржовий ринок Польщі динамічно розвивається. Його основним показником є Біржа цінних паперів у Варшаві (БЦПВ), яка була заснована 16 квітня 1991 р.

Висновки. Аналіз світового досвіду організації фондової біржі на прикладі США, Німеччини, Франції та Польщі дозволяє стверджувати, що кожна країна має власний шлях розвитку фондового ринку. Спільним для усіх країн є те, що в основі підвищення ефективності діяльності їх фондових бірж закладено принцип превалю-

вання національного законодавства, яке враховує національні особливості населення країни. Спільним невід'ємним елементом для успішної біржової торгівлі усіх країн є правильний вибір стратегії економічного зростання і чітке дотримання цієї стратегії. Саме тому нинішній стан розвитку фондових бірж України потребує у першу чергу єдиної національної програми економічного зростання. Ця програма повинна враховувати досвід інших країн, однак пріоритетним у ній має залишатися національний інтерес.

Література

1. Гула Ю.Я. Міжнародний досвід регулювання біржової діяльності та шляхи його використання в українській економіці. Сучасні тенденції фінансового ринку. 2011. URL: <http://libfor.com/index.php?newsid=89>.
2. Іванова К.В. Регулювання фондового ринку на прикладі країн із розвинутою економікою. *Актуальні проблеми економіки*. 2008. № 11. С. 36.
3. Кондрашихін А.Б. Фінансові аспекти відносин учасників ринку цінних паперів. *Фінанси України*. 2003. № 12. С. 117.
4. Лизун М.В., Лизун А.В. Особливості розвитку ринку цінних паперів в Україні та світі. *Вісник Тернопільського національного економічного університету*. 2018. С. 120–122.
5. Мезенцева О.О. Міжнародні моделі державного регулювання ринку цінних паперів. URL: http://www.rusnauka.com/ONG/Economics/15_mezenceva%20o.o.doc.htm.
6. Савченко Л.М. Розвиток фондових ринків країн Європи. *Цінні папери України*. 2011. № 18. С. 33.
7. Сохацька О.М. Міжнародні ф'ючерсні ринки: теоретико-методологічні аспекти: монографія. Тернопіль: Карт-Бланш, 2002. 454 с.
8. Циганов О.Р. Закордонний досвід державного регулювання діяльності товарних бірж та напрями його використання в Україні. *Менеджер*. 2004. № 4(30). С. 119.
9. Шевченко О.М. Аналіз тенденцій розвитку фондових бірж у світі та Україні. Економічна теорія та історія економічної думки. *Економіка і регіон*. 2011. № 4 (31). С. 73–76.

10. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: навч. посіб. Київ: Знання-Прес, 2002. 535 с. (Вища освіта XXI ст.).

References

1. Gula Ju. Ja. Mizhnarodnyj dosvid reguljuvannja birzhovoi' dijaj'nosti ta shljahy jogo vykorystannja v ukrai'ns'kij ekonomici. Suchasni tendencii' finansovogo rynku. 2011. URL: <http://libfor.com/index.php?newsid=89>.

2. Ivanova K.V. Reguljuvannja fondovogo rynku na prykladi krai'n iz rozvynenoju ekonomikoju. *Aktual'ni problemy ekonomiky*. 2008. № 11. S. 36.

3. Kondrashyhin A.B. Finansovi aspekty vidnosyn uchasnykiv rynku cinnyh paperiv. *Finansy Ukrainy*. 2003. № 12. S. 117.

4. Lyzun M.V., Lyzun A.V. Osoblyvosti rozvytku rynku cinnyh paperiv v Ukraini ta sviti. *Visnyk Ternopil's'kogo nacional'nogo ekonomichnogo universytetu*. 2018. S. 120–122.

5. Mezenceva O.O. Mizhnarodni modeli derzhavnogo reguljuvannja rynku cinnyh paperiv. URL: http://www.rusnauka.com/ONG/Economics/15_mezenceva%20o.o..doc.htm.

6. Savchenko L.M. Rozvytok fondovyh rynkiv krai'n Jevropy. *Cinni papery Ukrainy*. 2011. № 18. S. 33.

7. Sohac'ka O.M. Mizhnarodni f'juchersni rynky: teoretyko-metodologichni aspekty: monografija. Ternopil': Kart-Blansh, 2002. 454 s.

8. Cyganov O.R. Zakordonnyj dosvid derzhavnogo reguljuvannja dijaj'nosti tovarnyh birzh ta naprjamy jogo vykorystannja v Ukraini. *Menedzher*. 2004. № 4(30). S. 119.

9. Shevchenko O.M. Analiz tendencij rozvytku fondovyh birzh u sviti ta Ukraini. *Ekonomichna teorija ta istorija ekonomichnoi' dumky. Ekonomika i region*. 2011. № 4 (31). S. 73–76.

10. Shelud'ko V.M. Finansovyj rynek: navch. posib. Kyi'v: Znannja-Pris, 2002. 535 s. (Vyshha osvita XXI st.).

FOREIGN EXPERIENCE OF FINANCIAL AND LEGAL REGULATION OF ACTIVITIES OF PROFESSIONAL PARTICIPANTS IN THE SECURITIES MARKET

National Academy of Internal Affairs
Solomianska Square, 1, 03035, Kyiv, Ukraine
E-mail: kuznetsova.evgenyia@gmail.com

Purpose: to study the organizational and economic aspects of stock exchanges in economically developed European countries and the regulatory impact of the legislation of these countries on the formation of modern trade relations, identifying practices and patterns that can be borrowed to improve the efficiency of exchange in Ukraine. **Methods:** methods of documentary analysis and synthesis were used; comparison; generalizations and abstractions; cognitive-analytical method; system approach. **Results:** the world models of the organization of the financial market are defined, their short characteristic is given. **Discussion:** the experience of organizing stock exchanges in the USA, Germany, France and Poland is analyzed. The main characteristics of the development of exchange trade in these countries, namely: the structure of state regulators, the activities of self-regulatory organizations, depository and clearing system, the system of crediting mutual claims and obligations, the importance and structure of professional participants. It is further noted that European stock exchanges tend to combine both management and resource potentials, and the regulation of their activities is characterized by a certain unification of European legislation and its liberalization, which is expressed in the gradual granting of stock market entities an increasing amount of self-regulatory powers and self-control. This approach has a generally positive impact on the growth of EU stock exchanges, increasing the level of quotations of their indices on the international stock market, maintaining the credibility as of reliable and safe sources of investment.

Analysis of the world experience of stock exchange organization on the example of the USA, Germany, France and Poland allows us to state that each country has its own way of developing the stock market. What all countries have in common is that the principle of the prevalence of national legislation, which takes into account the national characteristics of the country's population, is the basis for improving the efficiency of their stock exchanges. A common integral part of successful stock trading in all countries is the right choice of economic growth strategy and strict adherence to this strategy. That is why the current state of development of stock exchanges in Ukraine requires, first of all, a single national program of economic growth. This program should take into account the experience of other countries, but the national interest should remain a priority.

Keywords: stock exchange; Stock Exchange; exchange activity; Stock Market; regulation of stock exchanges.