

# СКЛАДОВІ СИСТЕМИ УПРАВЛІННЯ ОБІГОМ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

**Сергій Хоружий**  
к. е. н., викладач  
Українського  
інституту розвитку  
фондового ринку

*Сучасна ринкова економіка - це складна система господарювання, в якій тісно взаємодіють ринкові закономірності та чисельні регулюючі і контролюючі інститути, діяльність яких має бути спрямована на досягнення ефективного управління економічними процесами та запобігання кризовим явищам. Всі вони взаємодіють як частини єдиної системи, оскільки пов'язані між собою в становленні та розвитку.*

Розглядаючи проблематику взаємодії складових системи обігу цінних паперів, не можна оминати проблему управління означеною системою в якості одного з дієвих механізмів динамічного взаємозв'язку між ними. Поняття «управління» визначається, як «функція організованих систем різної природи (біологічних, соціальних, технічних), що забезпечує збереження їх певної структури, підтримку режиму діяльності» [1, 624].

Аналіз системи управління обігом цінних паперів на основі системного підходу дозволяє визначити дві сторони її існування: зовнішню та внутрішню. Внутрішня сторона обумовлена взаємодією структурних і функціональних компонентів, що утворюють цілісну динамічну систему. Зовнішня сторона відповідає за функціонування в якості складової загальної системи управління економікою, яка формується за допомогою сукупності спеціальних правових, адміністративних, економічних та соціально-психологічних методів, а також певних інструментів стимулювання і обмеження [2].

Сучасна теорія оптимального управління складними системами, до яких ми відносимо і систему управління обігом цінних паперів, передбачає забезпечення виконання трьох основних функцій:

- оцінки стану системи та формування необхідних параметрів системи (регулювання);
- формування сигналу зворотного зв'язку (нагляд і контроль). При цьому під наглядом розуміється отримання інформації про загальний стан сис-

теми, а під контролем - отримання і перевірка додержання ключових параметрів системи;

- вжиття заходів, що впливають на корегування стану системи для досягнення необхідних параметрів системи (вжиття заходів впливу) [3].

Часові періоди управління об'єктами системи управління розглядаються як «входження» об'єкта у сферу управління, управління об'єктом та «вихід» об'єкта з сфери управління. У динамічній системі три чинники ускладнюють процес управління: велика кількість об'єктів управління та параметрів вимірювання їхнього стану; неточність у вимірюванні параметрів системи; складність розрахунку адекватних управляючих заходів для коректування, враховуючи динамічність параметрів системи.

Важливою характеристикою системи управління є її стійкість, тобто недопущення перевищення встановлених меж характерних параметрів об'єкта. Отже, стійкість, швидкість і точність розглядаються як основні цілі при формуванні ефективної системи управління. Проте, збільшення швидкості управління понад певну межу може викликати зниження точності і навіть привести до нестійкості системи управління. Саме тому досягнення якнайкращого співвідношення між цими характеристиками є найважливішим завданням формування системи управління будь якою складною системою.

Аналіз наукової літератури з обраної проблематики свідчить, що існують різні підходи до визначення поняття регулювання процесів на ринку цінних

паперів. Словникове визначення поняття «регулювання (від латинського слова - «regulo» - норма, правило) розглядається як процес, що забезпечує підтримку сталості або зміну у необхідному напрямку деякої величини [4]. У той же час, правове регулювання визначається, як процес впливу держави на суспільні відносини за допомогою встановлення правових норм. Об'єктом правового регулювання є певна форма суспільних відносин, яка закріплюється відповідною групою правових норм.

Теорія державного регулювання економіки проголошує необхідність системного підходу до вибору засобів та методів впливу держави на суб'єктів економічних відносин. У науковій літературі державне регулювання економічними процесами визначається як система типових заходів законодавчого, виконавчого та судового характеру, за допомогою яких держава впливає на розвиток економіки країни і забезпечує реалізацію та вирішення складних соціально-економічних проблем розвитку національної економіки і всього суспільства загалом [5], або як об'єднання в єдину систему певних методів і прийомів, що дозволяють упорядкувати діяльність усіх його учасників і операцій між ними шляхом встановлення державою певних вимог та правил задля підтримки рівноваги взаємних інтересів всіх учасників» [2].

У процесі формування наукових підходів державного управління ринком цінних паперів, певні дослідники не визначають різниці між поняттями «регулювання» і «управління» [6; 7; 8; 9]. На нашу думку, доцільно погодитись із авторами посібника «Державне регулювання економіки» [10], які зазначають, що регулювання є однією з

функцій управління. Розширюючи понятійний апарат, вітчизняні науковці використовують такі поняття як «правове регулювання» [11] та «державне регламентування» [12]. Ми погоджуємося із думкою дослідників, що регулювання є однією з функцій управління системою і передбачає впорядкування діяльності всіх учасників такої системи та операцій між ними [13]. Саме оцінку стану системи та формування необхідних параметрів і вимог до системи доцільно розглядати як регулювання, що є однією із функцій системи управління.

На основі наукових досліджень теорії оптимального управління складними системами та теорії державного регулювання економіки ми вважаємо, що управління обігом цінних паперів доцільно розглядати як виконання трьох взаємопов'язаних функцій (рис.1):

- регулювання шляхом встановлення та удосконалення норм і правил щодо здійснення діяльності;
- здійснення нагляду та контролю за дотриманням встановлених норм і правил;
- вжиття заходів впливу до порушників встановлених норм і правил.

Реалізація кожної наведеної вище функції щодо управління діяльністю на ринку цінних паперів залежить від виконання інших функцій, і передбачає, що такий взаємозв'язок між виконанням функцій є динамічним, здатним до удосконалення і до швидкого реагування на зміни і загрози, що відбуваються із об'єктом управління - ринком цінних паперів.

У наукових дослідження визначаються рівні управління ринком цінних паперів - міжнародне, державне та внутрішнє управління [13]. Крім рівнів,

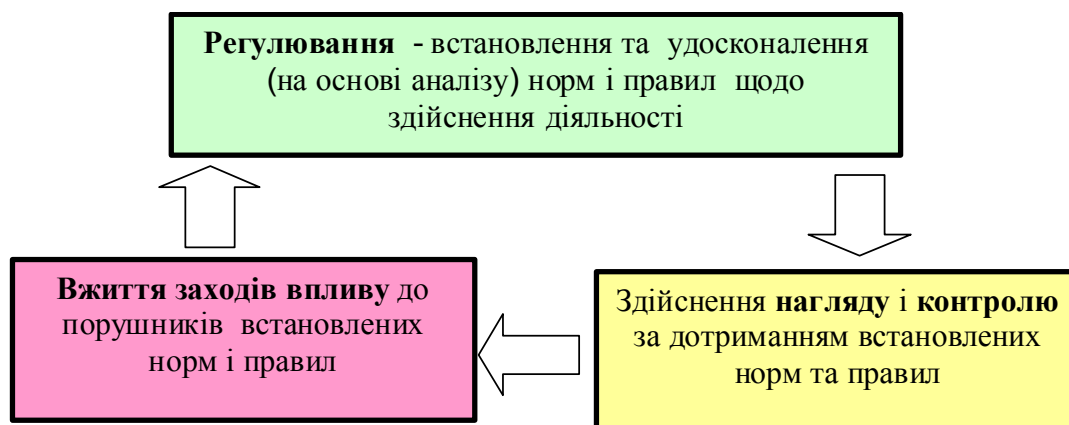


Рис.1. Система управління обігом цінних паперів

дослідники виділяють як складові системи управління відповідні форми регулювання фінансового ринку, до яких віднесені непряме (економічне) регулювання і пряме (правове), що складається із нормативного (законодавчого) забезпечення і інституціонального (адміністративного) забезпечення правового регулювання.

Правові методи реалізуються нормами права. Адміністративні методи регламентують правила взаємодії учасників ринку цінних паперів, процедури вирішення суперечок тощо. Економічні методи реалізуються за допомогою формування фіскальної політики, дотацій і преференцій. Соціально-психологічні методи орієнтовані на формування і розвиток тієї чи іншої ідеології, виховання відповідного типу менталітету громадян і суспільства в цілому за допомогою організаційно оформлених інститутів.

На перших етапах становлення ринку цінних паперів у різних країнах виникає через заінтересованість у його діяльності з боку основних учасників - емітентів, інвесторів та професійних учасників, які фактично і створюють біржову торгівлю цінними паперами через самоуправління. Самоуправління ми розглядаємо як взаємодію учасників ринку цінних паперів з метою встановлення стандартизованих норм і правил ведення бізнесу, спрямованих на досягнення ефективності і безпечності своєї діяльності, упорядкування взаємодії учасників між собою та із суб'єктами інфраструктури, а також забезпечення контролю за дотриманням учасниками встановлених правил.

Для забезпечення своїх потреб під час пошуку і розподілу капіталу учасники ринку заінтересовані в ефективності і надійності такого ринку. Через механізми самоуправління учасники біржового ринку встановлюють та забезпечують дотримання таких норм і правил, які здатні забезпечити стабільність, відкритість, інформаційну адекватність та ефективність роботи біржового ринку як відповідь на об'єктивні потреби суб'єктів економічних відносин у діяльності стандартизованого, уніфікованого капіталомісткого ринку.

Створення учасниками правил діяльності торгової і післяторгової систем

спрямовано на забезпечення такими учасниками своєї діяльності, зниження ризиків і транзакційних витрат. Вирішуючи проблему ефективності і безпечності власної діяльності через встановлення стандартизованих і уніфікованих правил функціонування біржового ринку, учасники ринку сприяють задоволенню інтересів потенційних інвесторів і емітентів, тим самим сприяючи розширенню власного бізнесу. Ефективно функціонуючі біржові ринки приваблюють все більше коло інвесторів та емітентів, що значно розширює територію їх діяльності та, в кінцевому рахунку, веде до зростання ефективності визначення біржової ціни на цінні папери. Прагнення учасників ринку до ефективної мобілізації і розміщення фінансових ресурсів породжує намагання біржового ринку задовольнити такий економічний інтерес за рахунок подальшого укрупнення, що викликає інтеграційні процеси між такими ринками як в межах держави, так і між біржами різних держав. Такі об'єднувальні процеси призводять до необхідності уніфікувати на міжнародному рівні норми та правила біржової торгівлі для того, щоб і емітенти і інвестори не відчували різниці при діяльності на різних ринках. Це призводить до формування потужних фінансових центрів, здатних задовольнити економічні інтереси інвесторів і емітентів у міжнародному масштабі.

Намагання залучити все більше капіталу призводить до зростання долі ринку цінних паперів як у різних сферах економіки так і за обсягами залученого капіталу не тільки від крупних інституційних інвесторів, а й залучення коштів невеликих інвесторів - домогосподарств, установ і підприємств.

Зазначені вище економічні процеси призводять до сек'ютеризації економіки та зростання за обсягами ринку цінних паперів, який починає охоплювати все більше секторів національної економіки та відбувається проникнення цінних паперів через емісійну діяльність суб'єктів господарювання та ринкове залучення капіталу.

У разі, коли відбувається глибоке проникнення цінних паперів у національну економіку, вона стає залежною від ефективності функціонування такого ринку. Коли такий ринок стає сис-

темоутворюючим та на ньому будуються економічні процеси місцевих регіональних економік, держави не будуть ризикувати неефективністю та непрозорістю таких ринків, оскільки стабільність економіки та стабільність інвестиційних процесів стає залежною від ефективності ринку цінних паперів. Цей процес призводить до того, що ринок цінних паперів стає впливовим чинником економічної безпеки держави та функціонування національної економіки країни у цілому.

Зазначені вище економічні процеси обумовлюють необхідність залучення держави до процесу обігу цінних паперів. Саме залучення держави забезпечить стабільність системи та стане запобіжним чинником конфлікту інтересів між учасниками ринку, який об'єктивно може виникнути.

Забезпечуючи сталість економічного розвитку та безперервність відтворення виробництва, держава в змозі забезпечити стабільність та порядок у сфері обігу цінних паперів, запровадивши відповідне управління. Таким чином, виходячи із об'єктивних причин, поряд із самоуправлінням держава запроваджує відповідне державне управління через механізми регулювання, нагляду і контролю за розміщенням і обігом цінних паперів.

Держава має суттєві важелі щодо управління ринком цінних паперів [2; 10], такі як:

- оподаткування учасників ринку цінних паперів;
- державна боргова політика;
- державне регулювання діяльності учасників ринку цінних паперів, контроль за їх діяльністю та застосування заходів впливу, у разі порушення встановлених вимог до діяльності на ринку цінних паперів.

Державне управління ринком цінних паперів забезпечується прямим та опосередкованими впливом на ринок. Прямий вплив реалізується встановленням законодавчих норм - власне регулюванням, контролем за їх дотриманням та застосуванням заходів впливу. Опосередкований вплив держави реалізується макроекономічною, податковою і приватизаційною політикою, а також державною борговою політикою. Держава виконуючи функції макроекономічного управління, і використовуючи

інструменти ринку цінних паперів під час реалізації грошової політики виступає емітентом державних цінних паперів та інвестором через інвестиції у цінні папери підприємств. Загальними засобами впливу держави на діяльність суб'єктів господарювання є державне замовлення, державне завдання, ліцензування, патентування, квотування, сертифікація, стандартизація, застосування нормативів та лімітів, регулювання цін і тарифів, надання інвестиційних, податкових та інших пільг, надання дотацій, компенсацій, цільових інновацій та субсидій тощо.

Для сучасних умов характерним є взаємозв'язок між ринковими методами управління з державними. Зростання економічної ролі держави, її втручання в процес суспільного виробництва модифікували традиційний механізм самоуправління економіки. Дж. Кейнс обґрунтував положення про те, що вирішальну роль у запобіганні криз відіграє держава, яка повинна мати достатньо важелів для активного впливу на економіку [14].

Для розуміння необхідності розвитку державного управління обігом цінних паперів, на наш погляд, суттєвою є думка авторів підручника «Міжнародна інвестиційна діяльність» про те, що сучасні світові фінансові кризи наочно показали, яка велика руйнівна сила закладена в приватному фінансовому капіталі, що непомірно зріс і вільно пересувається в пошуках прибутку в глобальному просторі, знекровлюючи реальний сектор, цей капітал загрожує дестабілізацією, а то й катастрофою всій чи майже всій економіці планети [2]. Державне управління обігом цінних паперів зумовлене саме необхідністю захисту суспільних інтересів, створення та розвитку відкритого й упорядкованого ринку цінних паперів, формування надійної системи захисту прав та інтересів усіх його учасників.

Однак, світові економічні кризи, що відбуваються у теперішній час, переконливо демонструють, що проста заміна ринкового самоуправління макроекономіки державним управлінням не здатна позбавити суспільство від кризових потрясінь. Ф.Хайєк вважав, що одержавлення економіки підриває ринкову конкуренцію і веде, в кінцевому

рахунку, до встановлення тоталітарного ладу. Виконувати свої власні завдання держава зможе лише відмовившись від виконання того, що набагато краще робить ринок [15].

Необхідність одночасного і взаємопов'язаного використання ринкового і державного управління економічними процесами, заснованого на стійкості державного управління доводив П. Самуельсон. Таке поєднання дозволяє краще задовольняти як загальнонаціональні потреби, так і потреби окремих осіб завдяки гнучкості ринкового самоуправління.

Самоуправління, як елемент децентралізованого управління економічними процесами, є невід'ємною частиною економічного життя розвинених країн. Як правило, високий рівень розвитку держави супроводжується розвитком повноцінного громадянського суспільства, внаслідок чого акти громадських організацій займають самостійне місце в правовому просторі разом з актами органів державної влади [16]. Держава, що обрала шлях динамічного розвитку, не може витратити ресурси на мікроуправління економічними відносинами і відмовляється від прямої безпосередньої участі в економічному житті підприємств, регулюючи їхню діяльність на макрорівні і контролюючи додержання ними встановлених норм. Саме децентралізація із застосуванням професійного самоуправління дозволяє досягти відповідності між заходами влади і потребами ринку.

Для системи управління складними економічними процесами характерними є дві граничні моделі: або превалююча роль держави в управлінні економікою, як, наприклад, у планово-соціалістичній економіці; або всі економічні процеси управляються на засадах вільної конкуренції при «загальному спостереженні» з боку держави, що спостерігалось на початковому етапі капіталізму.

Історичний досвід засвідчує, що в сьогоденних умовах зазначені вище граничні моделі не можуть забезпечити сталі економічне зростання. Міжнародна практика показує, що ефективне управління економічними процесами в країні залежить від визначення «золотої середини» у співвідношенні

між державним управлінням і самоуправлінням.

Головною метою державного управління є забезпечення безперервності процесу відтворення національного господарства та досягнення економічної ефективності на макрорівні. Вплив держави відбувається прямим втручанням в діяльність господарських суб'єктів або через опосередковане управління. Виконуючи функції централізованого управління, держава надає своїм заходам загального характеру, які можуть або стимулювати господарську діяльність, або гальмувати її. У той же час, «надмірні» зусилля держави щодо управління економічної діяльності можуть виявитися марними.

У відкритій економіці державне управління не повинно мати «тиранічний» характер, оскільки учасники ринку, що надмірно зарегульований, змушені будуть шукати інші, більш ліберальні ринки, на яких менші витрати на «задоволення» всіх вимог державного управління. Саме тому частину регулюючих та наглядових функцій держави вважають за доцільне передавати самим учасникам ринку, розподіляючи при цьому не тільки права, а й відповідні обов'язки. Приймаючи правила і норми ведення відповідного бізнесу, учасники ринку приймають на себе відповідальність за додержання таких норм, і, фактично, стають частиною системи управління.

В сьогоденних умовах, на нашу думку, для підтримання своєї ефективності ринкова економіка має оптимально поєднати ринкові засади із цілеспрямованою політикою державного управління економічними процесами. В багатьох країнах світу багаторічна практика впровадження такої економічної політики дала можливість виробити певні методи і важелі формування ефективної системи управління економічними процесами та запровадження дієвої системи управління ринком цінних паперів.

Базові засади управління складними системами, на нашу думку, доцільно застосовувати за аналогією до системи управління обігом цінних паперів, яка характеризується процесами взаємодії основних учасників - емітентів, інвесторів, торговців цінними паперами як між собою, так і з учасниками

обслуговуючої інфраструктури (торгової і післяторгової системи) щодо цінних паперів. Це передбачає необхідність виокремлення складових системи управління обігом цінних паперів, а саме підсистеми управління торговою системою і підсистеми управління післяторговою системою.

Ефективність і раціональність функціонування національних економічних систем залежить саме від поділу функцій між державою і суб'єктами господарювання. Державне управління має доповнювати ринкові механізми самоуправління та самозростання, а не підміняти їх. В сукупності державне управління і ринкові механізми самоуправління становлять єдину систему управління економічними процесами. Це передбачає необхідність виокремлення складових системи управління обігом цінних паперів, а саме підсистеми державного управління і підсистеми самоуправління. Зазначені підсистеми повинні забезпечити дієву взаємодію між собою у процесі управління діяльністю торгової та післяторгової систем.

Система управління обігом цінних паперів формується на міжнародному (наднаціональному) і національному рівнях. На міжнародному рівні управління забезпечується прийняттям публічних міжнародно-правових договорів, укладених на добровільних засадах та забезпечення контролю за їх дотриманням. На національному рівні управління забезпечується формуванням державно-правового і інституційно-правового регулювання, які мають бути адекватними нормам міжнародного рівня, та забезпечення контролю за їх дотриманням. Держава реалізує свої повноваження щодо управління обігом цінних паперів через діяльність відповідних державних органів, які ухвалюють обов'язкові до виконання нормативні акти. Самоуправління здійснюється через відповідні організації, які реалізують свої повноваження, надані нормативно-правовими актами чи відповідними державними органами.

Спираючись на дослідження українських і іноземних науковців, результати проведених нами досліджень, дозволили констатувати, що система управління обігом цінних паперів формується на міжнародному і національному рівнях. На національному рівні

система управління обігом цінних паперів включає державне управління і самоуправління як торгової так і післяторгової систем.

Зазначена вище класифікація складових системи управління обігом цінних паперів дозволяє нам визначити компонентну структуру означеної системи, яка включає сукупність скоординованих на міжнародному і національному рівнях нормативно-правових вимог, встановлених державою в процесі державного регулювання, та правил, встановлених учасниками ринку у процесі самоуправління, щодо упорядкування взаємодії учасників біржової торгівлі цінними паперами між собою та з учасниками торгової і післяторгової інфраструктури, а також включає необхідну систему нагляду і контролю за дотриманням учасниками встановлених норм та застосування заходів впливу у разі порушення таких норм.

Систему управління обігом цінних паперів схематично можливо представити як систему, що забезпечується взаємодією міжнародної і національної систем управління обігом цінних паперів (рис. 2). У свою чергу, національна система управління обігом цінних паперів складається із двох взаємопов'язаних і взаємозалежних підсистем управління торговою і післяторговою діяльністю, функціонування яких забезпечується як державним управлінням, так і самоуправлінням. Найбільш ефективними, на наш погляд, можливо вважати сектори (на рис. 1.2. сектори 1, 2, 3), які визначають адекватність норм і вимог різних систем управління, що забезпечують ефективну взаємодію між складовими такої системи, а саме сектор 1 - часткова адекватність, сектор 2 - добра адекватність, сектор 3 - повна адекватність.

Стабільність та ефективність ринку цінних паперів залежить від рівня взаємодії між компонентами означеної системи, який обумовлює дієвість національного управління обігом цінних паперів. Аналіз компонентної структури системи управління обігом цінних паперів дозволив констатувати необхідність одночасного і взаємопов'язаного використання ринкового самоуправління, заснованого на прагненні до розширення власного бізнесу та забезпеченні ефективності й стабільності власної діяльності, а також державно-



Рис. 2. Компонентна структура системи управління обігом цінних паперів

го управління, заснованого на стійкості державного управління та на необхідності забезпечення надійності обігу цінних паперів і стабільності функціонування емітентів.

Особливістю України є збіг у часі становлення ринку цінних паперів та інститутів державного управління. За цих умов існує загроза деформації систем управління. Саме тому час вимагає такого удосконалення системи управління, яке забезпечить ефективне впровадження державної економічної політики у поєднанні з ринковим самоуправлінням. Це завдання вимагатиме обґрунтованого розподілу функцій між централізованим державним і ринковим управлінням, визначення пріоритетів і економічних умов для їхньої сприятливої взаємодії.

Для стійкого економічного зростання, технічного прогресу і підвищення добробуту суспільства формування ефективного ринку цінних паперів можливе за умови тісної взаємодії між державою та учасниками ринку цінних паперів, спрямованої на створення розвиненого ринку цінних паперів із сучасною інфраструктурою. Завдяки роботі лише державних органів без постійної економічної заінтересованості

суб'єктів господарювання, важко створити високоліквідні, прозорі та ефективні ринки цінних паперів.

### ВИСНОВОК

Дослідження наукових основ з проблеми управління обігом цінних паперів дозволили констатувати, що для формування стабільного, відкритого та ефективного ринку цінних паперів, компонентна структура її системи управління має включати сукупність скоординованих на міжнародному і національному рівнях нормативно-правових вимог, встановлених державою в процесі державного регулювання, та правил, встановлених учасниками ринку у процесі самоуправління, щодо упорядкування взаємодії учасників біржової торгівлі цінними паперами між собою, а також з учасниками торгової і післяторгової інфраструктури. Формування дієвої системи управління обігом цінних паперів передбачає ефективну взаємодію державного управління із самоуправлінням та координацію зусиль національних наглядових органів із компетентними органами інших країн щодо встановлення адекватних норм, а також щодо нагляду і контролю за встановленими нормами.

## ЛІТЕРАТУРА

1. Большая советская энциклопедия/ Гл. ред. А.М. Прохоров, 3-е изд. Т. 27: - М., «Сов. энциклопедия», 1977. -624 с.
2. Міжнародна інвестиційна діяльність. Підручник / Лук'яненко Д.Г., Губський Б.В., Мозговий О.М. та ін. - К.: КНЕУ, 2002. - 387 с.
3. *Первозванский Л.А.* Курс теории автоматического управления //Учеб. пособ. - М.: Наука. 1986. С.616.
4. *Ожегов, С.И., Шведова, Н.Ю.* Толковый словарь русского языка. - 3 изд., стер. - Москва: Азъ, 1996. - 907 с.
5. *Дідківська Л.І., Головка Л.С.* Державне регулювання економіки: навч. посібник. - К.: Знання-Прес, 2000. - 214 с.
6. *Демин А.А.* Государственно-монополистический капитализм: проблемы, тенденции, противоречия. - Л., 1983. - 115 с.
7. *Карсекін В., Сипливий Ю.* Удосконалення організаційно-економічного механізму державного регулювання діяльності підприємств сфери послуг / *Економіка України.* - 1996. - № 8. - С. 67-72.
8. *Лившиц А.Я. Никулина И.Н., Груздева О.А.* и др. Введение в рыночную экономику. - М.: Высшая школа, 1994. - 408 с.
9. *Михасюк І., Мельник А., Крупка М., Залого З.* Державне регулювання економіки / За ред. д-ра екон. наук, проф., акад. АН Вищої школи України Михасюка І.Р. / Львівський національний університет ім. І.Франка, Львів: «Українські технології», 1999. - 640 с.
10. Державне регулювання економіки: Навч. посібник / С. М. Чистов, А. Є. Никифоров, Т. Ф. Куценко та ін.- К.: КНЕУ, 2000. - 316 с.
11. *Берлач А. І.* та ін. Організаційно-правові основи біржової діяльності: Навч. посібник/А. І. Берлач, Н. А. Берлач, Ю. В. Ілларіонов.- К.: Фенікс, 2000. - 336 с.
12. *Мозговий О.М.* Фондовий ринок: Навч. посібник. - К.: КНЕУ, 1999.- 316 с.
13. *Ромашко О.Ю.* Регулювання міжнародних фондових ринків: Навч. посібник. - К.: КНЕУ, 2000. - 240 с.
14. *Кейнс, Дж. М.* Общая теория занятости, процента и денег: пер. с англ. / Дж. М. Кейнс; ред. Л. П. Кураков. - М.: Гелиос АРВ, 1999. - 352 с.
15. *Хайек Ф.А.* фон, Дорога к рабству: Пер. с англ. / Предисл. Н.Я. Петракова. -- М.: «Экономика», 1992. -- 176 с. / [Електронний ресурс] // Режим доступу до матеріалів: [http://libertarium.ru/l\\_lib\\_road\\_iv](http://libertarium.ru/l_lib_road_iv).
16. *Зенькович Е.В.* Рынок ценных бумаг: административно-правовое регулирование / научный редактор академик РАЕН, заслуженный деятель науки РФ, доктор юридических наук, профессор Л.Л. Попов. - М.: Волтерс Клувер, 2007. -312 с.