

УДК 336.76(477)

В. В. Нікончук

Національний університет ДПС України

ФОРМУВАННЯ ФОНДОВОГО РИНКУ: ЕКОНОМІЧНІ АСПЕКТИ ЕВОЛЮЦІЇ ТА ІНСТИТУЦІЙНОЇ ДИНАМІКИ

Досліджено процеси формування інституціональної теорії регулювання фондового ринку через основні складові його інституційного забезпечення. Указані недоліки, що призвели до недоінвестування економіки України та зробили фондовий ринок непривабливим поряд із глобальними та локальними ринками. Запропоновано шляхи удосконалення інституційного забезпечення фондового ринку України.

Ключові слова: фондовий ринок, інституції, інститут, інституційне забезпечення, інституційно-правове забезпечення, інституційно-організаційне забезпечення, етапи становлення фондового ринку.

Исследованы процессы формирования институциональной теории регулирования фондового рынка из основных составляющих его институционального обеспечения. Указанные недостатки, приведшие к недоинвестированию экономики Украины сделали фондовый рынок непривлекательным наряду с глобальными и локальными рынками. Предложены пути усовершенствования институционального обеспечения фондового рынка Украины.

Ключевые слова: фондовый рынок, институты, институт, институциональное обеспечение, институционально-правовое обеспечение, институционально-организационное обеспечение, этапы становления фондового рынка.

This article explores the processes of formation of the institutional theory of stock market regulation through the main components of its institutional support. These shortcomings have led to underinvestment in Ukraine's economy and made the stock market unattractive, along with global and local markets. The ways of improvement Institutional provision Stock Market Ukraine.

Key words: stock market, institution, institution, institutional capacity, institutional and legal framework, institutional and organizational support, stages of the stock market.

Світові глобалізаційні процеси призвели до значної трансформації економічної системи України, основними ознаками якої стали макроекономічна нестабільність та значні інституційні зміни.

Інституційна теорія стала актуальною в процесі глобалізації. Вона дає змогу проаналізувати, скомпонувати та узагальнити дані для того, щоб спрогнозувати подальші дії з подолання перешкод, трансформації економічної системи.

Засновником інституціоналізму прийнято вважати Т. Веблена (1857–1929). Він розглядав економічні явища з точки зору соціальних підходів, і намагався дати психологічне пояснення економічним процесам, ставлячи мету створити психологічну теорію економічного розвитку.

Вагоме значення для історії інституціоналізму мають праці нобелівського лауреата в області економіки професора Д. Норта. В наукових джерелах починаючи з 1997 року з'явилося поняття «інституційно-еволюційна теорія» основоположником якої він і став. Основною особливістю даної теорії вважається підвищена увага до проблем економічного розвитку.

Інституціоналізм виник у непростий для людства час – період між двома світовими війнами. Більшість парадигм та корінних теорій зазнали краху, виникла необхідність поглянути на все з іншої точки зору та знайти відповіді на велику кількість економічних явищ. Інституціоналізм почав формуватися в США, як течія, яка ставила перед собою мету пошуку нових методів економічної саморегуляції суспільства.

В економічній літературі зустрічається дві інституційні теорії, одна з них неoinституціоналізм – орієнтована на максимальне зближення з «неокласикою» і не

заперечує основні концепції, які формують так зване «тверде ядро» даної «дослідної програми» включаючи до себе ряд аксіом, які не підлягають сумнівам та не можуть бути фальсифіковані.

Інша називається «ною інституційною економічною теорією». Її представники вважають інституційний підхід принципово несумісним з елементами твердого ядра неокласики.

Однак останнім часом термін «неоінституціоналізм» частіше використовується для визначення всього спектра сучасних інституційних підходів. Неокласичний підхід став більш доповнювати, а не суперечити неоінституціоналізму. Що стосується «нової інституційної економічної теорії», то вона займає місце серед великої кількості підходів, якими керується неоінституціоналізм.

З часу виникнення інституціоналізм зазнав багато перетворень та поділився на різні течії. Однак, усіх вчених які досліджували дану економічну теорію об'єднував не лише предмет вивчення, а і метод аналізу. Узагальнюючи статистичні дані, вчені створювали інституційні парадигми, за допомогою яких прогнозували циклічний розвиток економік.

Вагоме значення для історії інституціоналізму мають праці нобелівського лауреата в області економіки професора Д. Норта. У наукових джерелах починаючи з 1997 року з'явилося поняття «інституційно-еволюційна теорія» основоположником якої він і став. Основною особливістю даної теорії вважається підвищена увага до проблем економічного розвитку.

Норт став першим вченим, який розділив і дав визначення поняттям «інституції», «інституціоналізм» та «інституційне забезпечення». Згідно із підходом Норта «інституції» – це будь-які види обмежень, а формою їх прояву є «інститути», які є суб'єктами «інституційного забезпечення».

Трансформаційні та глобалізаційні процеси поставили економіку України в досить складне становище. Макроекономічна нестабільність та значні інституційні зміни призвели до активних змін на фондовому ринку.

Необхідно поглянути на фундаментальні основи фондового ринку. Серед вітчизняних науковців існує багато його визначень. Однак майже у всіх фондовий ринок (ринок цінних паперів) характеризується або як система економічних відносин, або як технічна сукупність його інститутів.

У першому випадку, фондовий ринок визначається як «система економічних відносин між тими, хто випускає і продає цінні папери, і тими, хто їх купує і стає їх власником» [6] або характеризується як обмін, організований за законами товарного виробництва та обігу товару, в ролі якого виступають цінні папери.

У другому випадку під фондовим ринком розуміється система складових його інститутів: учасники обміну (емітенти та інвестори), посередники (брокери і дилери), інституційно організовані ринки (фондові біржі, позабіржові торговельні системи), ринкова інфраструктура (депозитарії, реєстратори, розрахунково-клірингові організації), механізм взаємодії між ними (технології ринку) і власне товар – коштовні папери у всій їх різноманітності.

Такий підхід, за нашим переконанням, відкриває можливість поєднувати в дослідженні, присвяченому його розвитку і регулюванню, два підходи. З одного боку – відтворювальний (або функціональний): попит на коштовні папери та їх пропозицію, зв'язок з економічними циклами, взаємодія з іншими формами руху позикового капіталу, дія економічних інтересів, пов'язаних із структурою власності і т. п.

Однак при дослідженні сутності даного визначення автори зустрілися із проблемою співвідношення понять «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів». М. Батунін проаналізував визначення «фонд» із морфологічної та економічної точки зору. Першочергово воно було еквівалентом поняттю «первинний капітал», тобто субстанція яка ще не приносила дохід, але вже була цінністю [1].

Слово «фонд» (франц. «Fond», від лат. «Funds») по-перше означає – запаси, ресурси, нагромадження, капітал; по-друге кошти чи матеріальні цінності, нагромаджені з певною метою (енциклопедія).

У даному сенсі необхідною умовою початку і розвитку діяльності підприємства, примноження капіталу являється створення фондів, які в подальшому можна буде використовувати на дані цілі. Інструментами реалізації виступають цінні папери.

М. Батунін зробив висновок, що поняття «ринок цінних паперів» безсумнівно є ширшим за поняття «фондовий ринок», виходячи з того, що не всі цінні папери виступають фондовими цінностями, а лише інвестиційні папери. Однак більшість вчених прирівнюють дані поняття та не заглиблюються до сутності їхніх відмінностей.

Загалом трансформаційні процеси є невід’ємними на фондовому ринку, що обумовлюється його безпосередньою залежністю від національної економіки. Фондовий ринок формується за рахунок коштів підприємств, організацій і населення й обслуговує обіг платіжних коштів, кредитів та цінних паперів.

У розвиненому конкурентному середовищі фондовий ринок створює гнучкий механізм мобілізації та перерозподілу вільних коштів для забезпечення фінансування витрат підприємств та організацій.

Становлення й розвиток фондового ринку України відбувалося в несприятливому соціально-економічному середовищі, застаріла технологічна база, залишена у спадок від Радянського Союзу, тотальне безробіття, величезний рівень інфляції, політична нестабільність не могли створити сприятливі умови для його існування.

Виділимо основні етапи створення та еволюції фондового ринку України, які надані в табл. 1.

Перший етап припадає на 1988–1991 рр. Його не можна назвати першим етапом створення фондового ринку України, однак він став початком зародження фондового ринку в СРСР та розпочав загальноорганізаційні дії задля його розвитку. 15 жовтня 1988 року Радою Міністрів СРСР прийнято постанову «Про випуск підприємствами й організаціями цінних паперів».

Основною метою її було бажання партійної еліти усталити пануюче становище й узаконити передачу майнових прав, що перебувають в їхньому керуванні, у спадщину.

До основних характеристик даного етапу можна віднести відсутність професіоналів і нерозуміння суті процесів, що мають відбуватися на фондовому ринку. А ні населення, а ні чиновниками, що керували даними процесами не мали чіткої картини організації діяльності фондового ринку. Цей період іншими словами можна назвати періодом «невизначеності та суцільного хаосу».

Починаючи з 1991-го та до 1995 року можна виділити перший етап становлення фондового ринку України. Саме в цей час починається процес роздержавлення власності, який став основним поштовхом для становлення та більш серйозного відношення до фондового ринку. Вагоме значення займає прийняття Законів України «Про цінні папери й фондову біржу» й «Про господарчі товариства».

Етапи розвитку фондового ринку України		
Періоди, рр.	Етапи	Особливості
1998–1990	Початковий	Прийнято постанову «Про випуск підприємствами й організаціями цінних паперів» 15 жовтня 1988 року Радою Міністрів СРСР
1991–1995	Перший – законотворчий	Прийняття перших українських законодавчих актів: Закону України «Про цінні папери й фондову біржу», «Про господарчі товариства»; з'явилися перші ліцензовані фінансові брокери; з'явилася Позабіржова фондова торговельна система та Державна комісія із цінних паперів і фондової біржі; виникнення й крах «фінансових пірамід»; початок випуску й обігу цінних паперів недержавними інститутами
1995–1999	Другий – приватизаційних сертифікатів	Прийняття Закону «Про участь Української фондової біржі в приватизаційних процесах» та «Про національну депозитарну систему й особливості електронного обігу цінних паперів в Україні»; утворення Державної комісії з цінних паперів і фондової біржі; створення Першої фондової торговельної системи; поява українських «блакитних фішок» і рейтингових таблиць
2000–перша половина 2008	Третій – розквіту	Публікація перших фондових індексів; формування ринку корпоративних облігацій й українських єврооблігацій; різке зростання капіталізації; завершення формування соціально-економічних інститутів ринку цінних паперів облігацій; зміна законодавчої бази, зокрема Закон «Про цінні папери й фондову біржу» 1991 року замінений Законом «Про цінні папери й фондовий ринок» 2006 року, Закон «Про господарчі товариства» доповнюється Законом «Про акціонерні товариства»
Друга половина 2008–2009	Четвертий – кризовий	Вартість фінансових активів впала до найнижчих значень; виведення інвесторами коштів із економіки; появи Української біржі; запровадження інтернет-трейдингу, сформовано «Концепцію розвитку ринку цінних паперів до 2010 року».
2010 – теперішній час	П'ятий – трансформаційний	Сформовано «Концепцію розвитку ринку цінних паперів до 2015 року», збільшення кількості інвесторів.

Перший етап характеризується тим, що єдиним – головним регулюючим органом із боку держави стало Міністерство фінансів. Воно і було основним «творцем» фондового ринку, займалося нормативно-правовим забезпеченням, реєстрацією і обліком випусків цінних паперів та ін. Однак з початком приватизаційних процесів, які розпочалися в Україні Міністерство фінансів змушене було передати частину своїх повноважень на фондовий ринок Фонду державного майна та Антимонопольному комітету.

З 12 червня 1995 р. до 1999 р. розпочався другий етап становлення фондового ринку із прийняттям Указу Президента №446/95 «Про державну комісію з цінних паперів та фондового ринку». Відповідно до цього Указу в Україні з метою забезпечення реалізації єдиної державної політики щодо цінних паперів і функціонування фондового ринку, координацію діяльності міністерств та інших органів державної виконавчої влади створено Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку.

Однак, законодавчо не підтверджено який же орган має право регулювати діяльність фондового ринку. Прийняття закону України «Про державне регулювання фондового ринку» виділило його основного регулятора – Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку, всі інші органи мали право контролювати діяльність лише в межах своїх повноважень.

Необхідно звернути увагу на одну з найбільших особливостей – в кінці 1995 року сформовано Асоціацію професійних учасників фондового ринку України «Позабіржеву Фондову Торгівельну Систему», скорочено ПФТС. У вересні 1998 року прийнято сучасну назву Асоціації – «Перша фондова торгівельна система».

Третій етап розпочався у 2000 році та продовжувався до середини 2008 р. Даний етап характеризувався розробкою системи інформаційного забезпечення по обігу цінних паперів, випущених у бездокументарній формі та програмного забезпечення по веденню реєстрів державних прав, публікацією перших фондових індексів; формуванням ринку корпоративних облігацій й українських єврооблігацій; виникненням ринку похідних цінних паперів; різким зростанням капіталізації; завершенням формування соціально-економічних інститутів ринку цінних паперів.

Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку значну увагу почала приділяти проблемам розкриття інформації підприємствами-емітентами цінних паперів та розбудові інформаційно-прозорого національного ринку цінних паперів. Саме в цей час розроблено та прийнято «Положення про надання регулярної інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами-емітентами облігацій», затверджене рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 17 січня 2000 р. №3 та зареєстроване в Міністерстві юстиції України № 63/4284 від 3 лютого 2000 р.

Принципово новим підходом стало використання диференційованого підходу до емітентів з метою отримання від них інформації (залежно від розміру активів емітента). Упровадження Положення дозволило здійснювати збір, обробку та оприлюднення інформації з використанням сучасних інформаційних технологій.

З метою вдосконалення порядку надання особливої інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами-емітентами облігацій Комісією було прийнято Положення про порядок надання особливої інформації відкритими акціонерними товариствами та підприємствами-емітентами облігацій (рішення №5 від 10 лютого 2000 р., зареєстровано в Міністерстві юстиції України № 108/4329 від 28 лютого 2000 р.). Уперше визначено детальний перелік особливої інформації, яку необхідно згідно з Законом України «Про цінні папери і фондову біржу» надавати до Комісії та інформувати громадськість.

Четвертий етап розпочався в 2008 р. і став одним із найважчих в історії існування фондового ринку. Він викрив усі недоліки та слабкі місця фондового ринку. Виникнення фінансової та економічної кризи в Україні стало очевидним восени 2008 р. після погіршення ряду економічних показників та повідомлень про фінансові проблеми ряду провідних комерційних банків країни.

Так, ЗМІ повідомляли про істотне скорочення попиту на залізо і сталь, що призвело до зменшення обсягів експорту та надходження валюти до Української економіки. Восени і на початку зими ціни на нерухомість впали на 25 %, було призупинено понад 80 % будівельних проєктів. За оцінкою МВФ, обчислений у доларах США ВВП України за 2009 р. скоротився на 35.6 % (179.6 млрд. дол. 2008-го проти 115.7 млрд. дол. 2009-го).

Фондовий ринок є найчутливішим індикатором кризових явищ у фінансовому секторі. Криза 2008 року це чітко підтвердила: більшість ринків відреагувала падінням фондових індексів та значними змінами обмінних курсів основних валют. Недосконалість законодавчих актів, політична криза в країні лише підсилили проникнення економічної кризи та занепад фондового ринку.

Поступово економіка стала адаптуватися та стабілізуватися але лише в 2010 році можна констатувати факт повного виходу із кризової ситуації. Нова влада розпочала формування нової економічної політики, яка розглядає фондовий ринок як один із ключових елементів стабільної економічної системи.

Основними характеристиками даного періоду є: превалювання неорганізованого ринку над організованим; наявність кількох торгових площадок, на яких здійснюються торги цінними паперами; низька ліквідність фондового ринку; обмежена кількість інструментів фондового ринку; учасники фондового ринку маніпулюють цінами; застаріла законодавча база; низький рівень кваліфікованих кадрів; відсутність якісної та перевіреної інформації на ринку.

Висновки. У перші роки свого створення фондовий ринок був безсумнівно привабливішим для інвесторів, так як швидко розвивався та був легкодоступним. Однак глобалізаційні процеси винесли основні його недоліки та причини їх виникнення на поверхню, а саме: бажання влади за короткий проміжок часу побудувати розвинений ринок, який має необхідні інститути та інструменти, призвело до постійних пошуків нових фінансових інструментів та зробило його спекулятивним; відсутність зв'язку між розвитком економіки та динамікою фондових індексів, що призвело до фальсифікації оцінки та прогнозування ефективності інвестицій; відсутність ієрархічної структури органів інституційного забезпечення фондового ринку, призводить до виникнення суперечностей в його регулюванні; відсутність міцного законодавчого підґрунтя, призвело до постійного внесення великої кількості поправок, що вносить дисбаланс між його суб'єктами; відсутність інформаційного простору та законодавчих актів в його регулюванні призвело до його закритості та низької кількості економічно активного населення.

Вище вказані недоліки призвели до недоінвестування економіки України та зробили фондовий ринок непривабливим поряд із глобальними та локальними ринками.

Дана періодизація фондового ринку проведена на основі аналізу кон'юнктурної ситуації, відповідно до якої визначені еволюційні границі п'яти етапів становлення й розвитку українського ринку цінних паперів.

Бібліографічні посилання

1. **Батунін М. К.** Співвідношення фондового ринку та ринку цінних паперів / М. К. Батунін // Господарське право. – 2006. – № 5. – С. 109–112.
2. **Бившев Р. А.** Етапи становлення та розвитку фондового ринку / Р. А. Бившев, О. О. Волошина. – М., 2008. – 156 с.
3. **Норт Д.** Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Д. Норт. – К., 2000. – 198 с.
4. **Разумова В. В.** Неоинституциональная экономическая теория: учеб. пособ. / В. В. Разумова. – М., 2005. – 338 с.
5. **Шапран В.** Інформаційна концепція розвитку фондового ринку: чи підтримують її в Україні? / В. Шапран // Цінні папери України. – 2002. – № 11. – С. 8.
6. Экономическая теория (политэкономия): учебник / под общ. ред. В. И. Видяпина, Г. П. Журавлевой. – М., 1997. – 443 с.

Надійшла до редколегії 22.01.2012