

УДК 336.761

Баула О.В. к.е.н., доцент кафедри
економічної теорії та міжнародної економіки
Никитюк Т.Л. к.е.н., доцент кафедри
економічної теорії та міжнародної економіки
Луцький національний технічний університет

УДОСКОНАЛЕННЯ МОДЕЛІ ІНСТИТУЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ УКРАЇНИ

У статті проаналізовано базові моделі щодо функціонування ринку цінних паперів (англо-американська та японо-німецька); розглянуті підходи до визначення моделі українського ринку цінних паперів; визначено його універсальні та специфічні риси; запропоновано модель інституційного забезпечення вітчизняного ринку цінних паперів як відкритої системи, а також напрями підвищення його ефективності зважаючи на прагнення України до інтеграції у єдине світове фінансове середовище.

Ключові слова: ринок цінних паперів, модель інституційного забезпечення ринку цінних паперів, емітенти, інвестори, професійні учасники, державне регулювання ринку цінних паперів.

Baula O.V., Nykytyuk T.L.

IMPROVEMENT OF MODEL OF INSTITUTIONAL PROVIDING OF MARKET SECURITIES OF UKRAINE

The paper analyzes the basic model on the securities market (Anglo-American and Japanese-German); the approaches to the definition of models Ukrainian securities market; defined by its universal and specific features; The model of institutional support domestic stock market as an open system, as well as directions to increase its effectiveness despite the desire of Ukraine to integrate into a single global financial environment.

Keywords: market of equities, model of the institutional providing of market of equities, issuers, investors, professional participants, government control of market of equities.

Баула Е.В., Никитюк Т.Л.

УСОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МОДЕЛИ ИНСТИТУЦИОННОГО ОБЕСПЕЧЕНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ УКРАИНЫ

В статье проанализированы базовые модели по функционирования рынка ценных бумаг (англо-американская и японо-немецкий); рассмотрены подходы к определению модели украинского рынка ценных бумаг; определены его универсальные и специфические черты; предложена модель институционального обеспечения отечественного рынка ценных бумаг как открытой системы, а также направления повышения его эффективности учитывая стремление Украины к интеграции в единую мировую финансовую среду.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, модель институционального обеспечения рынка ценных бумаг, эмитенты, инвесторы, профессиональные участники, государственное регулирование рынка ценных бумаг.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок з важливими науковими і практичними завданнями. Процес приведення у відповідність світовим стандартам ринкового середовища в Україні передбачає забезпечення його усіма інститутами та складовими без яких функціонування економіки сучасного типу неможливе. Перехід України до цивілізованих ринкових відносин повинен здійснюватися шляхом модернізації засобів управління, розвитку процесів акціонування підприємств, біржової системи та інших елементів ринкової інфраструктури. Але основою становлення ефективної економіки з ринковими відносинами є розвиток і процвітання виробничої сфери. Імпульсом для виведення економічної системи України з кризового стану можуть бути лише інвестиції у

промисловість та інші галузі виробництва. Одним з шляхів їх отримання може бути фінансовий ринок, зокрема, ефективне функціонування інститутів ринку цінних паперів. При гармонійному розвитку, сформованих інститутах, налагодженому правовому забезпеченні механізмів захисту інтересів усіх його учасників – інвесторів, емітентів, посередників – він є потужним прискорювачем економічного розвитку будь-якої країни. Ринок цінних паперів сприяє адекватнішому реагуванню фінансової системи на кон'юнктурні коливання потоків капіталів і забезпечує перерозподіл останніх у галузі з вищою прибутковістю; акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу й соціальну сферу; структурній перебудові економіки; позитивній динаміці соціальної структури суспільства; підвищенню достатку домогосподарств шляхом можливості володіння і вільного розпорядження цінними паперами, що допомагають заощадження споживачів перевести із стану незадоволеного поточного попиту в стан, що забезпечує їх збереження і примноження. Недооцінка місця та ролі ринку цінних паперів в економіці України, або ж навпаки, завищення його реальних можливостей, можуть призвести до стратегічних прорахунків у здійсненні політики ринкової трансформації української економіки. Обрана модель ринку цінних паперів є важливим чинником впливу на його ефективність. Саме дані чинники актуалізують обрану тему для дослідження.

Аналіз останніх досліджень, у яких започатковано вирішення проблеми. Різноманітні аспекти інституційного забезпечення вітчизняного ринку цінних паперів та формування ефективнішої моделі його функціонування досліджувалися З.Ватаманюком, С.Давимукою, А.Загороднім, В.Загорським, А.Задосю, В.Колесником, А.Кондрашихіним, Ю.Кравченко, О.Мендрулом, О.Мозговим, В.Оскольським, О.Охріменко, Л. Таміліною та ін. Однак, окремі інституційні аспекти моделі національного ринку цінних паперів розглянуті недостатньо. Розвиток економіки України зумовив зосередження уваги у цьому дослідженні на проблемах вибору оптимальної моделі для ринку цінних паперів України. Об'єктивна доцільність подальшого дослідження цих проблем пов'язана з потребою формування інвестиційного потенціалу України з врахуванням досвіду світових господарських систем.

Цілі статті. Метою нашого дослідження є: визначити та проаналізувати базові моделі щодо функціонування ринку цінних паперів (англо-американська та японо-німецька); розглянути підходи до визначення моделі українського ринку цінних паперів; узагальнити риси ринку цінних паперів України; сформувати модель інституційного забезпечення вітчизняного ринку цінних паперів, а також запропонувати альтернативні напрями підвищення його ефективності.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. У загальному розумінні, інститути - це сукупність створених людьми формальних та неформальних правил, які встановлюють межі діяльності економічних суб'єктів [6, с.14].

Інституційні чинники приймаються до уваги при аналізі зростання як розвинутих економік, так і економік, що розвиваються, однак, для економік, що знаходяться в процесі радикальної модифікації (наприклад, вітчизняна економіка), яка полягає в побудові нової соціально-економічної форми її організації, інститути відносяться до категорії першочергових детермінантів [5]. Інституційні чинники здатні позитивно або негативно впливати на економічний процес, стимулюючи або стримуючи тим самим зростання економіки. Останнє обумовлено призначенням інститутів організовувати взаємовідносини між людьми, визначати розмір трансакційних та трансформаційних витрат в кожний певний момент часу. Ринок цінних паперів у ефективних світових господарських системах є основою даного процесу. Механізм цього взаємозв'язку відображено на рис. 1. Усі зазначені на

рисунку чинники є породженням діючих в межах певного суспільства інститутів. Акцент, однак робиться, перш за все, на формальних інститутах, які в своїй сукупності утворюють складну нормативну структуру, що визначає потенціальний набір стратегій поведінки економічних суб'єктів, а, отже, й потенціал розвитку національної економіки загалом.

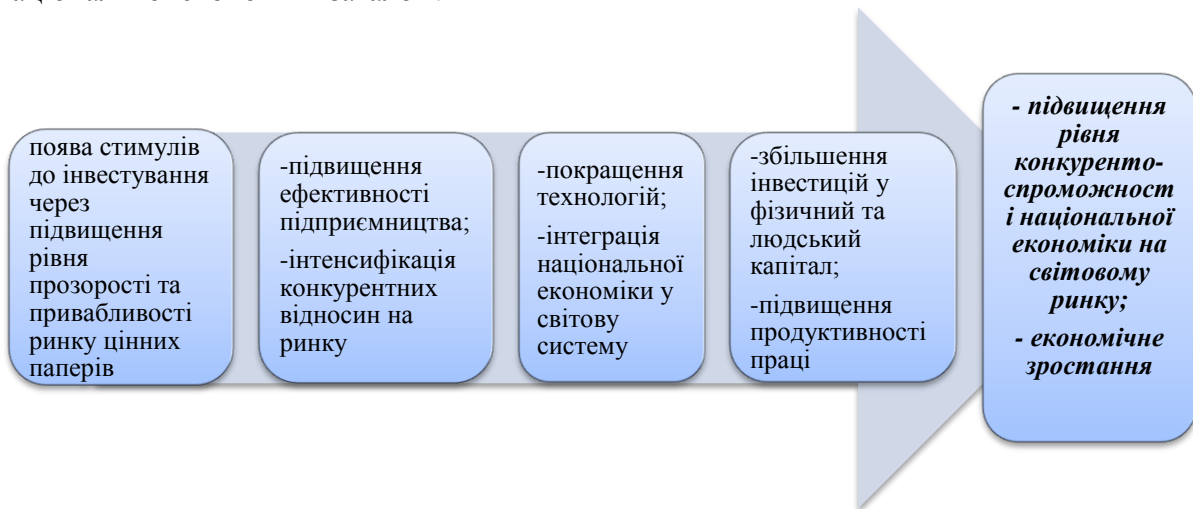


Рис.1 Механізм взаємозв'язку інституційних детермінант економічного зростання країни

Джерело: складено на основі [5;6].

Інститути формують складну структуру інституційного забезпечення, що визначає потенційний набір стратегій поведінки економічних суб'єктів - як вітчизняних компаній при виході на міжнародний ринок капіталу, так і зарубіжних, що входять на національний ринок цінних паперів.

На жаль, в Україні ринок цінних паперів, розвиток якого визначає рівень інвестиційної привабливості економіки країни, залишається недостатньо ефективними. Незважаючи на те, що деякі компанії вже здійснили первинне публічне розміщення акцій на міжнародних біржових майданчиках, функції цього ринку, пов'язані із залученням та перерозподілом інвестиційних ресурсів для забезпечення стабільного розвитку економіки, не виконуються належним чином. Можна виокремити низку проблемних моментів функціонування вітчизняного ринку цінних паперів:

- низька ліквідність, яка означає, що на вітчизняних біржах не можна швидко купити чи продати цінний папір;
- переважання позабіржової торгівлі;
- недостатня фінансова і корпоративна відкритість вітчизняних компаній (низька прозорість емітентів), недотримання прав міноритарних акціонерів;
- низька активність вітчизняних компаній щодо виходу на IPO (Initial Public Offering - це спосіб залучення інвестицій шляхом продажу цінних паперів на відкритий біржовий ринок в очікуванні росту ліквідності, що здійснюється вперше);
- незначний досвід вітчизняних торговців цінними паперами; відсутність на вітчизняному фондовому ринку інноваційних фінансових інструментів.

Названі недоліки стримують активність як вітчизняних так і зарубіжних інвесторів, а також створюють перешкоди для виходу країни на шлях позитивних зрушень в механізмі економічного господарювання.

У сучасному світі існує декілька базових підходів щодо функціонування ринку цінних паперів, вибір якого визначальним чином впливає на ефективність усього фінансового сектора економіки країни. Ці моделі, по суті, пов'язані з двома підходами до ведення ринкового господарювання у фінансовій сфері – англо-американським

(ринково-орієнтована модель) та японо-німецьким (банківсько-орієнтована модель) (таблиця 1). Головна розбіжність між даними моделями полягає у масштабах контролю банківської системи над акціонерним капіталом промислових корпорацій.

Таблиця 1

Характеристика світових моделей ведення ринкового господарювання у фінансовій сфері

Ринково-орієнтована модель	Банківсько-орієнтована модель
<ul style="list-style-type: none"> - високий рівень розвитку ринку капіталу; - населення більшу частину своїх заощаджень вкладає у виробництво безпосередньо або через систему небанківських фінансових посередників; високий ступінь спеціалізації фінансових інститутів; характерна небанківська модель ринку цінних паперів; функціонує велика кількість небанківських фінансових інститутів; - комерційні банки задовольняють потреби корпорацій в короткостроковому кредиті, вони досить обмежені у формуванні портфеля вкладень і можливостях контролю корпорацій; - банківська система – сегментна, що може функціонувати за умови добре розвинутого „законного примусу” та захищених прав власності; - характерна для США, Великобританії, Канади, Австралії, а також Мексики, Туреччини, Гонконгу, Малайзії. 	<ul style="list-style-type: none"> - порівняно низький рівень розвитку ринку капіталу, а особливо ринку ризикового капіталу; - заощадження трансформуються переважно у форму короткострокових і довгострокових кредитів через добре розвинену мережу комерційних банків та інших депозитних інститутів; - переважають універсальні фінансові інститути, зокрема банки; - характерна банківська модель ринку цінних паперів; - обмежена кількість небанківських фінансових інститутів; - комерційні банки, зазвичай, не мають обмежень у виборі вкладень (портфель банку) і в контролі за діяльністю корпорацій; - універсальна банківська система; - характерна для Німеччини, Австралії, Франції, Бельгії, Італії, Португалії, Іспанії, Фінляндії, Норвегії, Індії та Індонезії.

Джерело: складено на основі [2, с.506; 7,с.38].

Риси відповідної моделі можуть виявлятися в одних країнах чітко, а в інших – частково. На сучасному етапі спостерігається тенденція до зближення цих двох моделей, тому деякі економісти виділяють ще третю модель – змішану. Дослідники фінансового ринку розглядають оптимальні варіанти комбінування зовнішнього фінансування, що базуються на ринку цінних паперів, із позичковим банківським фінансуванням. Вибір тієї чи іншої моделі має принципове значення для формування конкурентних переваг країни, для розвитку її економічних інститутів [1]. До країн, у яких сформувалась змішана модель, відносять Ірландію, Голландію, Японію, Швейцарію, Данію та Швецію, а також Нову Зеландію, Таїланд, Корею та Філіппіни [7,с.39].

Вітчизняні фахівці пропонують різні підходи до визначення моделі українського ринку. Відсутня єдина думка й у іноземних інвесторів, які пропонують концептуальні засади моделей, запроваджених у їхніх країнах. Головне розмежування стосується рівня централізації ринку. На практиці у більшості країн наразі має місце еkleктичне поєднання елементів різних систем, а заходи, що реалізуються, є, в переважній більшості випадків, не лише концептуально неузгоджені між собою, але й часто базуються на протилежних принципах. Питання щодо оптимальності тієї чи іншої моделі ринку – централізованої чи децентралізованої – є дискусійним. Загалом, торгівля є більш динамічною та ефективною, якщо взаємодія покупців і продавців цінних паперів відбувається в межах одного ринку. Чим вищим є ступінь консолідації ринку, тим вищою є ефективність національної торговельної системи. На сучасному етапі обсяги торгівлі окремих організаторів торгівлі в Україні є настільки незначними,

що насправді ринок цінних паперів вже можна вважати консолідованим (на початок 2014 року 91,81% всього об'єму операцій зосереджено в Першій фондовій торговельній системі, а серед бірж лідирує Київська міжнародна фондова біржа – 4,85%) [3]. Сучасним загальносвітовим напрямом розвитку ринку цінних паперів є тенденція до консолідації ринку «знизу», коли торгівля цінними паперами природним шляхом зосереджується на одному ринку, а різні біржі інтегруються в єдину систему комунікацій.

Формуючи національну модель ринку цінних паперів слід враховувати: наявність чітко окреслених правових меж для інститутів ринку цінних паперів, а також детальної регламентації їх функцій та діяльності; принципи розподілу на біржовий та позабіржовий, первинний та вторинний ринки; наявність такої інфраструктури ринку цінних паперів, яка б відповідала рівню розвитку ринкової економіки в країні, структурі власності; перспективи формування цілісної системи ринку цінних паперів; наявність спеціальних органів регулювання ринку цінних паперів, які займаються проблемами розвитку фінансового сектора в країні. На нашу думку, в Україні пріоритетною стає німецько-японська модель, яка передбачає формування інвестиційних ресурсів переважно за рахунок кредитів комерційних банків. Такий стан речей відповідає сучасним потребам підприємств та можливостям фінансової системи, адже ресурси комерційних банків є наразі більшими, ніж ринку цінних паперів. Хоча перспективи стабільного розвитку економіки пов'язані саме з фінансуванням через механізми ринку цінних паперів [1].

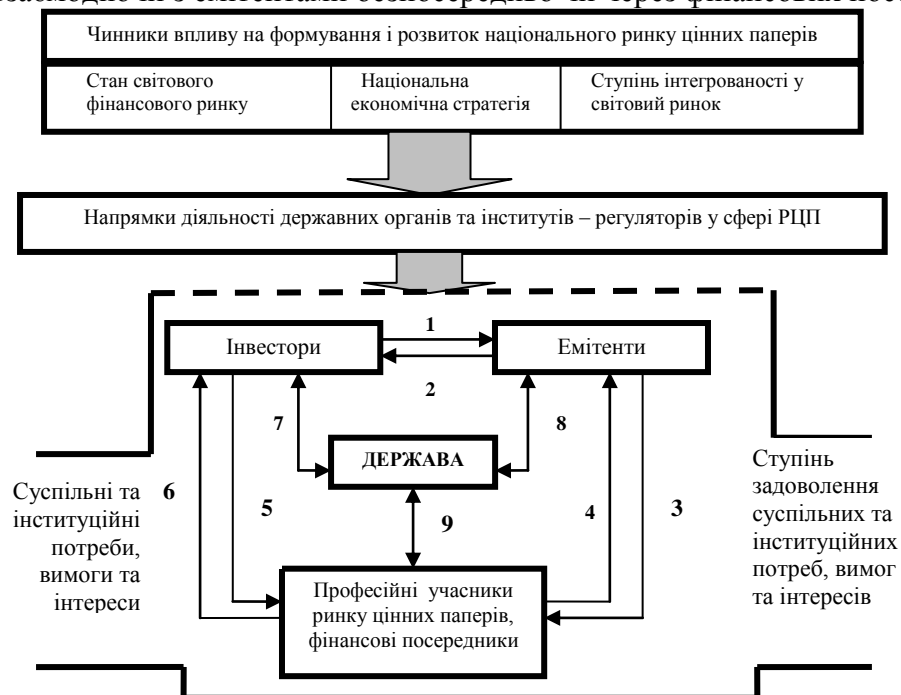
Фондовий ринок України увібрав у себе не лише універсальні, але і специфічні риси, що визначають його національну модель. Універсальними рисами є: законодавче закріплення переліку цінних паперів; державне регулювання випуску цінних паперів; публікація емітентами звітів про свою діяльність; біржовий і позабіржовий сегменти; обіг матеріалізованих і нематеріалізованих цінних паперів. А специфічними рисами національного ринку цінних паперів є: пріоритет первинного ринку, що обумовлено приватизацією як джерелом появи цінних паперів та бажанням їх продати за неможливості знайти покупця (це призводить до неефективності цінних паперів, головна функція яких зводиться до перерозподілу власності, а не до залучення інвестицій в економіку); значна питома вага акціонерного ринку та обмеженість інших видів фінансових інструментів; незначні обсяги та пізня емісія державних і муніципальних боргових цінних паперів.

Таким чином, інституційні чинники є одними з основних детермінант, що визначають рівень ефективності ринку цінних паперів України на сучасному трансформаційному етапі функціонування національної економічної системи. Тому пропонуємо абстрактно-теоретичну модель ринку цінних паперів з точки зору його інституційного забезпечення.

Ринок цінних паперів не може функціонувати незалежно (замкнуто) від інших ринків. Тому, розглядаючи його як відкриту систему слід зауважити, що на формування і розвиток ринку цінних паперів та на напрями діяльності державних органів та інститутів – регуляторів значно впливають національна економічна стратегія, стан світового фінансового ринку, ступінь інтегрованості у світовий ринок цінних паперів.

Модель ринку цінних паперів як відкритої системи пропонуємо розглядати через механізм взаємодії інститутів (інвесторів, емітентів, посередників та держави) даного ринку (рис.2). Центральними учасниками ринку цінних паперів є емітенти та інвестори. Перші здійснюють емісію цінних паперів, беруть на себе зобов'язання та несуть відповідальність за їх випуск. Емітентами можуть бути окремі підприємства, акціонерні товариства, кредитно – фінансові установи, загальнодержавні органи влади, муніципальні органи та інші юридичні особи.

Інвестори реалізують свої інтереси шляхом надання у користування фінансових ресурсів. Це може здійснюватися наданням емітентам позики або через придбання прав власності (взаємодіючи з емітентами безпосередньо чи через фінансових посередників).



1 – фінансування розвитку емітентів, обов’язки та відповідальність за випуск цінних паперів; 2 – реалізація інтересів інвесторів, фінансові ризики, особиста відповідальність за ризики; 3 – отримання доходу, фінансових активів; 4 – надання інвестиційних ресурсів; 5 – фінансові зобов’язання, дохід; 6 – реалізація інтересів, зменшення ризику втрати капіталу, кваліфіковане управління інвестиційним портфелем, надійність тривалого збереження капіталу; 7 – інвестори отримують гарантування прав та захист інтересів; держава – податки від доходів; 8 – емітенти отримують норми та правила діяльності, реєстрацію, контроль за діяльністю через регулярне подання інформації регулятору; держава – податки від доходів та інформацію про діяльність; 9 – інфраструктурні учасники ринку отримують ліцензування, правила та нагляд за діяльністю; держава – податки.

Рис 2. Модель інституційного забезпечення національного ринку цінних паперів

У першому випадку інвестори беруть на себе усі можливі фінансові ризики, а у другому – фінансові посередники (інвестиційні фонди та компанії, торговці цінними паперами, довірчі товариства, дилери, брокери, депозитарії), професійні учасники та інститути – регулятори (фондові біржі, саморегулювні організації) за певну комісійну винагороду приймають обґрунтовані інвестиційні рішення і зменшують ризик інвестування. Держава, в свою чергу, визначає, гарантує і захищає права та інтереси інвесторів, розробляє норми і правила діяльності емітентів та інфраструктурних учасників ринку цінних паперів, проводить їх реєстрацію, ліцензування та отримує регулярну інформацію про їх діяльність з метою розробки ефективної державної політики у сфері визначення пріоритетів розвитку ринку цінних паперів. Залежно від ступеня ефективності та мобільності національного ринку цінних паперів значною мірою вирішуються економічні проблеми країни та її інтеграція у світові фінансові ринки.

Висновки. Одним з головних недоліків ринку цінних паперів України на сучасному етапі є неповне використання його інвестиційного потенціалу. Нині обсяги торгів на вторинному ринку хоча і зростають, але все-таки залишаються досить незначними. Причому, переважну більшість обігу організованого ринку склали угоди з облігаціями державної позики. Тому більшість фондових бірж стоять перед проблемою виживання, яка поглиблюється гострою конкуренцією з боку Першої фондової торговельної системи. Головна перевага останньої полягає в онлайн-режимі

ведення торгів, відсутності комісійних по кожній угоді, а також у використанні новітніх програмно – технічних та інформаційних комплексів. Таким чином, фондові біржі за даних умов ризикують втратити своє місце на організованому ринку цінних паперів України.

Крім вище зазначених заходів варто звернути увагу на наступні напрями удосконалення інституційного механізму вітчизняного ринку цінних паперів:

- підвищення ліквідності біржового ринку (консолідація ринку за рахунок скорочення кількості бірж, удосконалення технологій торгів), що надасть можливість активізувати торги на організованому біржовому ринку, збільшити кількість інвесторів на ринку;

- розширення видів активів, якими торгують на біржі (ширше використання у практиці біржової торгівлі таких цінних паперів, як комбіновані фінансові інструменти, українські євробонди, депозитарні розписки на акції іноземних компаній), що сприятиме підвищенню інтересу зарубіжних інвесторів до вітчизняного фондового ринку, розширення їх можливостей для диверсифікації своїх вкладень;

- забезпечення прозорості діяльності емітентів цінних паперів та інших учасників ринку (надання рівного доступу усіх акціонерів до інформації про діяльність емітента; забезпечення жорстких стандартів розкриття інформації емітентами та іншими учасниками ринку; запровадження міжнародних стандартів розкриття інформації), що підвищить ступінь довіри інвесторів до вітчизняного ринку, скоротить асиметрію інформації, властивої фінансовому ринку;

- IPO (проведення приватизації через первинне публічне розміщення акцій на біржовому ринку; спрощення процедур для здійснення IPO для вітчизняних підприємств), що забезпечуватиме ринковий механізм визначення ціни об'єкта, що приватизується, залучення коштів населення до приватизації, зростання репутації вітчизняних компаній та приплив капіталу в економіку України.

Таким чином, для того щоб підвищити ефективність національної моделі інституційного забезпечення вітчизняного ринку цінних паперів слід, на нашу думку, скористатися світовим досвідом інтеграції організаторів торгівлі як на національному, так і на міжнародному рівнях. Тому стратегічним механізмом розвитку організованого ринку цінних паперів України повинна бути інтеграція фондових бірж в Єдину біржову фондову систему з подальшим входженням у відповідні міжнародні структури. Така форма вирішення даної проблеми є найбільш реальною для українського ринку цінних паперів, оскільки інший шлях – поглинання фондових бірж - є більш довготривалим і малоефективним. Завдання забезпечення цілісності вітчизняного ринку цінних паперів за рахунок функціонування Єдиної біржової системи України було поставлено на державному рівні ще у 1995 році [4], однак до сьогодні ще не реалізоване.

Список використаних джерел:

1. Інвестиційна діяльність комерційних банків на ринку цінних паперів України [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=235>
2. Інституційні засади формування економічної системи України: теорія і практика / За ред. З.Ватаманюка. – Львів: „Новий Світ – 2000”, 2005. – 648с.
3. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України протягом січня-лютого 2014 року [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/analytics>
4. Програма розвитку фондового ринку України на 2012-2014 роки [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://nssmc.gov.ua/fund/development/plan>
5. Таміліна Л.В. Дослідження ролі інституційних детермінантів економічного зростання в країнах з перехідною економікою/ Л.В.Таміліна. [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <http://ea.donntu.edu.ua:8080/jspui/bitstream/123456789/774/1/>
6. Douglass C. North Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge university press, 1994. - 152p.
7. Kotaro Tsuru. Finance and Growth Some theoretical considerations, and review of the empirical literature // ECO/WKP. – 2000. - №1. – P.1-53.