

УДК 336.76

С. Я. Салига,

д. е. н., професор, Класичний приватний університет, м. Запоріжжя

О. В. Болдуєва,

к. е. н., доцент, Класичний приватний університет, м. Запоріжжя

ТЕОРЕТИЧНЕ УЗАГАЛЬНЕННЯ ФУНКЦІЙ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У СУЧАСНІЙ ЕКОНОМІЧНІЙ СИСТЕМІ

У статті здійснено дослідження теоретичних підходів до визначення функції ринку цінних паперів. За результатами дослідження запропоновано уточнення і доповнення функцій ринку цінних паперів з урахуванням еволюції інститутів, а також мікро- та макроекономічної складової їх присутності в сучасній економічній системі.

In the article the study of theoretical approaches to the definition of the stock market. The study proposed specification and complement the functions of the securities market, taking into account the evolution of institutions, as well as micro- and macro-economic component of their presence in the modern economic system.

Ключові слова: цінні папери, функції, ринок цінних паперів, капітал, сегменти ринку, інститути.

Key words: securities, the functions, the stock market, capital market segments, institutions.

ВСТУП

З позицій системного аналізу ринок цінних паперів, як і будь-який соціальний феномен, являє собою складну систему, що має здатність до самоорганізації. Взятий в динаміці, він постає як процес взаємодії інституційних і неінституційних суб'єктів щодо реалізації ними своїх функцій і ролей у сфері обігу цінних паперів, а також щодо підтримки, відтворення і розвитку системних відносин і залежностей. Звідси випливає, що ринкові інститути, їх функції і функціонування — взаємозалежні й взаємно обумовлені явища економічного життя.

Дослідження ринку цінних паперів та проблем його розвитку має здійснюватися насамперед з точки зору виконання властивих йому функцій. Більш того, функціональний аналіз дає можливість визначити методологічні підходи до оцінювання ефективності ринку цінних паперів, що розуміється як результативність взаємодії економічних суб'єктів з приводу реалізації ними своїх ролей у сфері обігу цінних паперів. Функції — це зовнішній прояв сутності та властивостей об'єкта в цій системі відносин.

АНАЛІЗ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

У роботах таких відомих авторів, як Г. Торнтон, Дж. Мілль, К. Маркс, У. Джевонс, Е. Бем-Баверк, А. Маршалл, І. Фішер, Дж. М. Кейнс, Дж. Р. Хікс, Д. Патінкін, М. Фрідман, Р. Солоу, Дж. Стігліц, Дж. Тобін, Н. Г. Менк'ю та ін. закладені теоретико-методологічні основи дослідження механізму і характеру впливу фінансового ринку, ринку цінних паперів (і його окремих сегментів) на роботу економічного механізму в цілому.

Аналіз ролі ринку цінних паперів у ринковій економіці, його системних властивостей, що визначають успіх виконання функцій ринком цінних паперів, а також вивчення ролі різних інституцій в досягненні ефективності фондового ринку в свої роботах здійснювали С.І. Архієреєв, В.Д. Базилевич, О.О. Барановський, З.Г. Ватаманюк, С.В. Глущенко, В.Г. Кабанов, Т.Т. Ковальчук, А.Б. Кондрашихін, Ю. Я. Кравченко, З.О. Луцишин,

І.О. Лютий, І.І. Мазур, В.М. Федосов, Г.М. Філюк, В.Р. Чернишук, А.А. Чухно, В.Д. Шапран, М.М. Єрмошенко та ін.

Попри значну кількість наукових робіт з тематики ринку цінних паперів, зберігається фрагментарність і поверховість в опрацюванні методології аналізу інститутів ринку цінних паперів і виконання ним і його сегментами основних функцій. Теоретична база, необхідна для здійснення ефективного вдосконалення інституційного середовища функціонування ринку цінних паперів, опрацьована недостатньо.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Мета статті — вивчити підходи до дослідження функції ринку цінних паперів у рамках теорій цінних паперів, розкрити зміст функцій ринку цінних паперів та здійснити їх уточнення з урахуванням їх еволюції та мікро- й макроекономічної складової присутності інститутів ринку цінних паперів у сучасній економічній системі.

РЕЗУЛЬТАТИ

Розглядаючи функції ринку цінних паперів, насамперед зауважимо, що основна його функція в національній економіці, яка реалізується через інститут цінних паперів, це забезпечення грошовим капіталом виробничого процесу в найширшому його розумінні. Капітал у цьому випадку розглядається як середовище, в якому існують ринки цінних паперів. Виникнення, розвиток, існування ринків проявляється, в першу чергу, в їх внутрішній структурі.

Технічне уявлення форм капіталу та цінних паперів в немарксистській традиції засноване на концепції "економічної людини", розробленої в рамках класичної політичної економії і неокласичного економічного аналізу. Її вихідні посилки — це "природність поведінки" окремо взятої людини, свобода вибору, раціональність і індивідуалізм у прийнятті економічних рішень, оптимізація використання обмежених ресурсів для максимального задоволення потреб, конкурентність поведінки [1].

Необхідно відзначити, що такий підхід зазнав критики з позицій історичної школи та інституціоналізму. Зокрема, Дуглас Норт зазначав, що "людська поведінка набагато складніша за ту, яку описують економісти в моделях, що спираються на функцію індивідуальної корисності. Неформальні норми, правила і механізми примусу до виконання у сукупності визначають набір альтернатив і результати здійсненого вибору" у економічній діяльності [2, с. 37, 75]. "Звичаї, як і норми, прив'язані до певної культури", "ідеї, ідеології і догми часто відіграють найважливішу роль у виборі, який робить людина" у сфері економіки, "індивід приймає такі рішення, які означають відмову від багатства або доходу на користь інших цінностей", які є для нього суттєвими [2, с. 40, 61, 64].

Вважаємо істотним, що сутнісний аналіз капіталу та цінних паперів, визначення глибинних факторів, що впливають на їх рух, з точки зору історичної школи та інституціоналізму, може і повинен виходити за рамки характеристики їх з позицій виключно виробничих відносин, які вони виражають. На наш погляд, дослідження економічної реальності, включаючи її фінансову і фондову складові, у значній мірі стає більш коректним за умови розгляду розробленої цими науковими школами моделі "колективістської поведінки". Таке трактування істотно доповнює неокласичний підхід до раціональної поведінки "економічної людини", заснованої на очікуваннях, звичаях, правилах, колективних стереотипах, інстинктах та інститутах.

Звернення до немарксистської традиції, яка розвиває ідеї М. Вебера та В. Зомбарта "соціальної економії як галузі політичної економії", "соціально-філософськи фундованої галузі науки про людське господарство" [3, с. 411] дає можливість розглянути ринок цінних паперів як соціокультурний інститут. Це, у свою чергу, дає можливість досліджувати цінні папери, біржу та біржову гру не лише в якості відображення "спекулятивного духу", що є "формою прояву капіталістичного підприємницького духу", "могутніх інстинктів" швидкого придбання, [3, с. 75—76], але і як об'єкт упорядковуючого впливу зовнішніх примусових факторів.

Продовження цієї лінії виявляється в сучасних дослідженнях в сфері "поведінкових фінансів" (behavioural finance) як "синтез економіки та психології". Суспільні цінності, національний характер, державна політика, "підприємницький" або "капіталістичний дух", згідно з В. Зомбартом, всі ці складові суспільних відносин відіграють визначальну роль у становленні капіталу та форм його руху, включаючи й ті, що виражені в цінних паперах.

Зокрема, національний характер у тій мірі, в якій він об'єктивно існує, цінності і традиції, що склалися в суспільстві, неминуче повинні створювати істотні відмінності інституту цінних паперів при використанні його різними суспільними системами. Так само, як і національні інтереси та потреби, у тій мірі, в якій вони визначені як об'єкти в державній політиці, неминуче повинні створювати істотні відмінності у функціонуванні інституту ринку цінних паперів на різних етапах державного розвитку.

Звертаючись до марксистської традиції аналізу економічних категорій, необхідно підкреслити, що капітал тут характеризується не лише матеріальним аспектом (засоби виробництва, предметна частина матеріального капіталу, робоча сила як особиста форма існування капіталу), але і як згусток виробничих відносин, що є

сумою вартості, яка виражає капіталістичні відносини [4, с. 53]. При цьому істотне значення має твердження, що "капітал є рухом, процесом кругообігу, що проходить різні стадії... Капітал можна зрозуміти лише як рух, а не як річ, що перебуває в спокої" [4, с. 121].

З цієї точки зору, стають зрозумілими й функції цінних паперів. По-перше, вони є "титулами власності", які представляють дійсний капітал його "паперовими дублікатами", що дає "лише юридичне право на отримання частини додаткової вартості паперовими дублікатами" [4, с. 525]. По-друге, вони функціонують як дублікати, які самі можуть продаватися як товари, вони здійснюють обіг у якості капітальної вартості, складають фіктивний капітал, який утворений капіталізацією доходу з цінних паперів як капітал, дійсно вкладений або такий, що підлягає вкладенню в підприємство. В якості фіктивного капіталу цінні папери також відображають виробничі відносини, які є властивими капіталістичному способу виробництва. По-третє, цінні папери, включаючи акції, "суть сфери вкладання для позичкового капіталу", "суть форми передачі його в позику" перетворюються в форму капіталу, який приносить відсотки не лише тому, що забезпечують визначений дохід, але й тому, що шляхом продажу за них можна отримати назад гроші як за капітальною вартості. Через цінні папери відбувається фетишизація капіталу, "капітал-фетиш... що породжує сам із себе відсоток, знаходить своє найбільш яскраве і наочне вираження в позичковому капіталі" [5, с. 92]. По-четверте, К. Маркс бачив у цінних паперах не лише фіктивний капітал, але й форму об'єднання грошових коштів, на основі якої відбувається утворення акціонерних товариств. Завдяки цьому забезпечується "... колосальне розширення масштабів виробництва і виникнення підприємств, які були неможливі для окремого капіталу". Таким чином, формується "капітал безпосередньо асоційованих індивідуумів" [6, с. 478—479].

Функцію ринку цінних паперів (біржі), яка полягає в тому, щоб полегшити вкладення вивільненої маси грошового капіталу, її зростаючу роль біржі у цій якості як найвидатнішої представниці капіталістичного виробництва, відзначав Ф. Енгельс [7, с. 990—991]. Пізніше М.І. Туган-Барановський писав, що для можливості розподілу величезних капіталів, які щорічно накопичуються при капіталістичній системі господарства, ця система потребує центральної установи, в якій би зосереджувалася пропозиція усіх цих капіталів, а також попит на всі ці капітали. Якби такої центральної установи не було, процес вкладення капіталів зустрів би нездоланні труднощі. Фондова біржа виконує функцію, аналогічну ролі банків в організації кредиту. Банки розподіляють між окремими підприємствами ті вільні капітали, власники яких шукають їм лише тимчасове вкладення. Для постійного ж розміщення вільних капіталів існує біржа. "Як банк є резервуаром, в якому нагромаджується капітал, який шукає тимчасового вкладення, так біржа є резервуаром, в якому концентрується пропозиція капіталів, які шукають вкладення постійного. Завдяки цій концентрації і легкості біржових угод, постійне переміщення капіталів набуває вигоди тимчасового вкладення — капітали легко можуть бути повернуті власнику з будь-якого підприємства й переміщені в інше шляхом продажу відповідних фондів і купівлі нових. Лише завдяки фондовій біржі

стало можливе злиття багатьох незначних капіталів в гігантські скупчення, існування яких визначається потребами капіталістичного господарства" [8, с. 38—39].

На істотну функцію біржі, яка полягає "у створенні ринку для вкладання грошового капіталу", "мобілізації капіталу", вказував Р. Гільфердінг [9, с. 152—153]. На його думку, центральним пунктом в обігу цінних паперів, є відносини власності. "При обігу цінних паперів справа йде про передачу власності, обіг простих титулів власності, що не супроводжується одночасним перенесенням споживчих вартостей. У цьому випадку капіталістична власність втратила будь-який безпосередній зв'язок із споживчою вартістю. Біржа є ринком обігу власності як такої" [9, с. 156].

Деталізуючи окремі функції ринку цінних паперів, різні автори, залежно від мети своєї роботи, акцентували увагу на цілому їх комплексі. Так, наприклад, Дж. Стігліц представив такий перелік функцій фінансових ринків: 1) передача ресурсів (капіталу) від агентів до позичальників та інвесторів; 2) мобілізація капіталу, оскільки проекти часто вимагають більше капіталу, ніж може бути у одного або декількох агентів; 3) відбір проектів; 4) моніторинг використання коштів за проектом; 5) забезпечення виконання контрактів (повернення); 6) передача, поділ, агрегування ризиків; 7) диверсифікація ризиків [10, с. 9—10]. Схожий набір функцій розглядається також і в роботах Р. Лівайна, який досліджує такі "фінансові функції", як мобілізація заощаджень; алокація ресурсів; функцію корпоративного контролю; функцію здійснення ризик-менеджменту; функцію полегшення торгівлі товарами, послугами та контрактами [11, с. 691].

Наведені функції з'єднують макро- і мікроекономічний зміст ринку. Це обумовлено їх досить широким формулюванням. Так, функція № 1 конкретизує спосіб і механізм, які розглядаються в межах макроекономічного аналізу процесу трансформації заощаджень у капітальні інвестиції. Функція № 2 може бути розбита на дві складові, які визначаються багатозначністю змісту поняття "мобілізація": "приведення в рух" і "концентрація зусиль, потужності тощо". Функція мобілізації в значенні приведення в рух також, як і у випадку з функцією № 1, визначає роль інститутів фінансового ринку в тому, що завдяки їм створюється канал фінансування інвестицій, альтернативний каналам самофінансування і підживлення компаній за рахунок допомоги держави. Фінансовий ринок приводить у рух кошти, що зберігаються численними агентами, спрямовуючи їх спочатку на придбання цінних паперів, відкриття депозитів тощо, а потім на забезпечення мети придбання цінних паперів чи отримання кредитів, реалізації інвестиційних проектів.

Мобілізація капіталу в значенні концентрації зусиль також означає забезпечення в рамках фінансового ринку та ринку цінних паперів технологій об'єднання розрізнених капіталів, що належать окремим суб'єктам. Обмеження, які зумовлені недостатністю обсягу наявного капіталу за необхідної наявності фондів для реалізації досить великих проектів, утворюють вагомий передумови створення інститутів, пристосованих до об'єднання капіталів. У результаті сучасна економічна система володіє цілою лінійкою способів об'єднання капіталів, які, у свою чергу, об'єднані поняттям ринку капіталу, послугами, наданими в його рамках, продуктами та інструментами, які на ньому продаються.

Функції № 3 і 4 переважно описують мікроекономічний план ринкових відносин. Функція № 3 містить вказівку на певні наслідки, а функція № 4 визначає істотну особливість механізму роботи фінансової системи. Відносини інвесторів і отримувачів капіталу, поєднані інституційними конструкціями фінансового ринку, певним чином впорядковуються, структуруються. Платний характер процесу передачі ресурсів і конкуренція між агентами за ці ресурси призводить в остаточному підсумку до певних аллокативних ефектів: ресурси розподіляються серед проектів, які отримали фондування завдяки відповідним параметрам ризик-прибутковості, безлічі інших релевантних якостей самих проектів компаній, що їх реалізують, включаючи інформацію про країні знаходження цих компаній і реалізованих ними проектів тощо. У цьому, власне, і полягає відбір проектів. Моніторинг використання коштів за проектами забезпечується завдяки розвитку стандартів розкриття інформації емітентами та професійними учасниками фінансового ринку, активної роботи суб'єктів, що представляють собою інформаційну та контрольно-фінансову інфраструктуру (у тому числі рейтингових, інформаційно-аналітичних агентств, аудиторських компаній тощо), іншими компонентами системи корпоративного управління та інформаційної взаємодії одержувачів капіталу, інвесторів, регулюючих органів, аудиторів, спеціалізованих агентів інформаційного ринку.

Функція № 5 має такий інституційний зміст. Організовані в рамках фінансового ринку грошові потоки набувають винятково важливого значення для роботи сучасної економіки та її довгострокового зростання. Проте треба брати до уваги, що ці потоки (а отже, і сам ринок) базуються на початкових контрактах, які лежать в основі кожного кроку по переміщенню коштів від одного агента до іншого. Еволюційний шлях розвитку інститутів фінансового ринку, які вміщують у себе в тому числі й ці контракти, призвів до того, що, по-перше, їх конструкція максимально захищає сторону, яка передає капітал іншій стороні, по-друге, це доповнюється відповідною системою примусу по виконанню контрактів, по-третє, свобода прийняття рішень на цьому ринку й створювані правила обов'язкового розкриття інформації передбачають "негативний відбір" порушників контрактів принаймні у тому сенсі, що ринкова історія, яка формується при цьому не дає можливості таким порушникам розраховувати на отримання нових порцій капіталу або обкладає їх "ринковим податком", змушуючи оплачувати високі ризикові премії покупцям створених ними контрактів (цінних паперів).

Функції № 6 і 7 включають вирішення деяких суто мікроекономічних проблем, таких як управління ризиками (яке здійснюється як окремими інвесторами, так і великими інститутами-посередниками — банками, інвестиційними фондами тощо), і одночасно вирішення найважливіших макроекономічних завдань — управління розміщенням ресурсів за допомогою створення особливих категорій фінансових контрактів та відповідного інституційного поля, які пристосовані для організації передачі та диверсифікації ризиків.

Перераховані функції відносяться в повній мірі не лише до фінансового ринку, але й до ринку цінних паперів як його сегменту. Так, наприклад, функція № 3

може бути проілюстрована таким чином: публічна оцінка, яку ринок цінних паперів дає підприємствам в особі їх акцій і облігацій, є важливим чинником при відборі й запуску нових проектів. "Голосуючи" грошима, інвестори зміцнюють потенціал одних підприємств, відкриваючи для них можливості реалізації їх проектів, у тому числі, що важливо, капіталомістких, довгострокових і ризикових, та ставлять бар'єри на шляху реалізації інвестиційних проектів інших компаній, для яких витрати на залучення капіталу виявляються вище за ефективну прибутковість розглянутих проектів. Виконання ринком цінних паперів функції № 4 досягається шляхом встановлення формальних і неформальних правил розкриття інформації, миттєвої реакції ринку на істотну корпоративну інформацію і наявність механізмів внутрішньо-корпоративного врегулювання виявлених проблем. Безперервний моніторинг стану емітентів, секторів і ринків, що організовується інвесторами в рамках ринку цінних паперів, у кінцевому підсумку знаходить висвітлення в цінах акцій та облігацій. Це визначає параметри поточних і майбутніх грошових потоків і створює ефект розподілу ресурсів між секторами і компаніями.

Попри те, що наведений Дж. Стігліцем перелік функцій може цілком задовольняти певним цілям аналізу фінансового ринку та ринку цінних паперів, ми пропонуємо дещо змінити алгоритм аналізу. По-перше, ми повинні відзначити, що в запропонованому списку не знайшли відображення безліч мікрофункцій ринку цінних паперів, які конкретизують роль його окремих сегментів. По-друге, у складі прокоментованих функцій ми не знаходимо всіх, які, на наш погляд, явно підкреслюють макроекономічну складову присутності інститутів ринку цінних паперів та їх еволюції в економічній системі, більш або менш широко ілюструють роль ринку цінних паперів у сучасній економіці. До таких функцій ми відносимо такі: трансформації заощаджень в інвестиції; аллокативну; стимулювання підприємництва; інформаційну.

Крім того, вважаємо за необхідне враховувати неоднорідність самого ринку цінних паперів, оскільки він складається з окремих сегментів. Тому пропонуємо теоретичне визначення поняття "функції сегмента ринку цінних паперів", а саме — властивість сегмента цього ринку, що визначається сформованою практикою використання у господарському обігу відповідного цінного паперу та функціонування цього сегменту й заснова на на формальних і неформальних правилах і нормах, які закладені в конструкцію цінних паперів, та полягає насамперед у змісті мети, завдань і стратегій, які за допомогою цього сегмента реалізують економічні агенти. При цьому реалізація своїх функцій окремим сегментом ринку цінних паперів корелює з його впливом на економічні процеси в рамках всієї економіки й може сформувати певний вектор економічних змін.

ВИСНОВКИ

Ринок цінних паперів і його інститути мають істотне значення в роботі сучасного економічного механізму, крім того, їх розвиток призводить до появи нових суттєвих каналів впливу на економічні процеси. Найважливіші складові, які визначають взаємозв'язок цього ринку з іншими частинами економіки або його роль в

упорядкуванні економічної взаємодії, можуть бути визначені за допомогою виділення ряду найважливіших функцій, які ним виконуються та які проявляються на макроекономічному рівні й мають засновані на ринкових інститутах мікроекономічні канали передачі сигналів, ресурсів і ризиків. До таких функцій ми, зокрема, відносимо функцію трансформації заощаджень в інвестиції, аллокативну та інші функції.

Зміна властивостей економічної системи відбувається під впливом не відокремлених сегментів ринку, а ринку цінних паперів у цілому як інституційного комплексу, що має складну структурно-функціональну форму. Запропоновані функції ринку цінних паперів дає можливість розширити можливості аналізу технологічних завдань, покладених на ринкові інструменти при їх конструюванні й у практиці використання.

Еволюція функцій, функціональної множини й функціональної здатності ринку цінних паперів впливати на економіку в різних стадіях її розвитку розкривають місце і роль ринку цінних паперів у соціально-економічній системі та є однією з ключових проблем, які сьогодні стоять перед науковцями і вимагають подальших досліджень.

Література:

1. Миль Дж. С. Основы политической экономии; перевод с английского / Дж. С. Миль. — М.: Прогресс. — 1981. — 1424 с.
2. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / пер. с англ. А.Н. Нестеренко, пред. и науч. ред В.З. Мильнера / Д. Норт. — М.: Фонд экономической книги "Начала", 1997. — 180 с.
3. Зомбарт Вернер. Буржуа. — М.: Наука, 1994. — С. 443.
4. Маркс К. Капитал / К. Маркс. — Т. 2. — М.: Изд-во политической литературы, 1984. — 650 с.
5. Туган-Барановский М.И. Основы политической экономии / М.И. Туган-Барановский. — М.: Российская политическая энциклопедия (РОССПЭН), 1998. — 248 с.
6. Маркс К. Капитал / К. Маркс. — Том III. — Ч. I. — М.: Изд-во политической литературы, 1978. — 508 с.
7. Энгельс Ф. Биржа. Дополнения к третьему тому "Капитала" // Маркс Карл. Капитал / Ф. Энгельс. — Т. III. — Ч. 4. — М.: Изд-во политической литературы, 1978. — С. 990—991.
8. Туган-Барановский М.И. Значение биржи в современном хозяйственном строе // Банковская энциклопедия / Под ред. Л.Н. Яснопольского. — Том II. — [Ст. "Биржа"]. / М.И. Туган-Барановский. — К.: Изд-во Банк. энциклопед., 1917. — С. 24—39.
9. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. / Р. Гильфердинг. — М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1931. — 460 с.
10. Stightz J. Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies / J. Stightz. — San Francisco, 1993. — P. 9—10.
11. Levine R. Financial development and economic growth: Views and agenda. / R. Levine // Journal of Economic Literature. — 1997. — № 35. — no. 2. — P. 688—726.

Стаття надійшла до редакції 31.10.2012 р.