

9. Яременко О.Л. Институциональные основания переходных процессов в экономике: Дис. ...д-ра. экон.наук: 08.01.01. – Харьков. – 1997. – 399 с. Капелюшников Р.И. Экономическая теория

прав собственности. – М.: ИМЭМО. – 1990. – 189 с.

Статья поступила в редакцию 16.01.2006

Р.К. ПЕРЕПЕЛИЦЯ,

*Донецкий державний університет економіки й торгівлі
ім. М.Туган-Барановського*

ФОРМУВАННЯ ІНСТИТУЦІОНАЛЬНОЇ СТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ В ПІСЛЯПРИВАТИЗАЦІЙНИЙ ПЕРІОД

Становлення фондового ринку є важливим кроком на шляху формування інвестиційно привабливої ринкової економіки, оскільки від ступеня його розвитку залежить глибина й ефективність здійснення ринкових реформ у перехідній економіці. Основною метою розвитку фондового ринку є мобілізація тимчасово вільних грошових коштів суб'єктів господарювання та населення з метою їх використання для структурної перебудови економіки країни. Ключовою відмінністю цього процесу від трансформації заощаджень населення та грошових ресурсів суб'єктів господарювання в банківській системі є переважна орієнтація на перерозподіл довготермінових грошових ресурсів, здатних забезпечити процес розширеного відтворення, а не лише відтворення виробничих потужностей на тому ж самому рівні.

Проте історія становлення фондового ринку України продемонструвала орієнтацію його механізмів на перерозподіл прав власності, переважно шляхом масової приватизації державного майна. Це сприяло формуванню первинного фондового ринку, проте не принесло підприємствам реальних коштів, які б можна було інвестувати у виробництво. Вторинний сегмент фондового ринку не отримав належного розвитку через те, що держава не змогла сформуванати належне інституціональне середовище, адже без чіткого визначення прав власності на більшість приватизованих об'єктів та існування ефективно діючої інфраструктури фондового ринку досить складно побудувати досконалу національну модель корпоративного управління.

Саме чітка визначеність, а не зміни в розподілі прав власності, має принципове значення для функціонування ринкової економіки [11]. У сучасній економічній літературі чіткість, стабільність і передбачуваність прав власності розглядаються як найважливіший фактор економічного зростання й прямо пов'язуються із благополучним економічним розвитком [14].

Проте роль чітко визначених прав власності може варіюватися залежно від розмірів організацій, державної або приватної власності, доступу до інформації й ін. [10].

Значення цього елемента інституціонального середовища для перехідної моделі корпоративного управління й відповідного державного регулювання не може бути переоцінено. Так, в умовах соціалістичної системи господарства існувала система правових санкцій й примусу відносно захисту державної власності. В умовах української економіки, яку ще важко назвати ринковою, зона невизначеності в сфері прав власності збільшилася, тому що система захисту державної власності розмита, а нова чітка система прав приватної власності поки що відсутня. Розмитість прав власності веде до блокування інвестиційної активності підприємств: адже чим краще визначені права власності, тим менше ризики на ринку капіталу [12]. Одночасно зберігається відсутність чітких економічних і правових границь між державною й приватною власністю з усіма проблемами, що випливають з цього, у тому числі тривала відсутність банкрутств як механізму корпоративного контролю. Очевидні й проблеми в сфері відносин власності, пов'язані з недосконалою інформацією.

Вітчизняні вчені неодноразово досліджували інституціональні зміни, що відбуваються в економіці країни, в тому числі на її фінансовому ринку, зокрема вивчали проблеми реформування відносин власності шляхом приватизації [5], досліджували теоретико-методологічні засади інфраструктурних перетворень в економіці країни, обґрунтовували зв'язок між рівнем розвитку ринкової інфраструктури та конкурентоспроможністю країни [1], аналізували діяльність основних ланок інфраструктури фінансового ринку [8], розглядали проблеми нерозвиненості організованого

© Р.К. Перепелиця, 2006

сегмента фондового ринку [6], пропонували моделі реформування системи обліку прав власності на цінні папери в Україні [9].

Так, на думку Козоріза М.А. [5], основні помилки реформування відносин власності в Україні полягають в тому, що приватизація була наслідком економічних реформ, її результатом стало створення колективних підприємств в масовому порядку без визначення їх правового статусу, а також в умовах нерозвиненості інфраструктури та відсутності ринкових інституцій.

Деякі вітчизняні науковці, зокрема, Н.І.Версаль [2], В.І.Шевченко-Марсель [8], говорячи про інфраструктуру фінансового ринку, називають як її основні ланки лише банківські установи, кредитні спілки та страхові компанії. Причому найпоширенішим елементом фінансового ринку країни зазначають саме страхові компанії, забуваючи про існування дуже потужної ланки інститутів, що обслуговують процес руху капіталу на фондовому ринку країни, а саме – торговців цінними паперами, реєстраторів, зберігачів, депозитаріїв, компаній з управління активами, організаторів торгівлі, а також саморегулюючих організацій.

Тому метою даної статті є аналіз проблем функціонування вищезазначених інфраструктурних елементів фондового ринку в Україні, а також визначення напрямків удосконалення інституціональної структури фондового ринку.

На наш погляд, під інфраструктурою фондового ринку варто розуміти сукупність особливих інститутів, що надають спеціалізовані послуги суб'єктам господарювання з метою створення для них нормальних умов для функціонування, найкращої реалізації їх інтересів та подальшої інтеграції в єдину економічну макросистему. Відповідно, основною макро-економічною функцією інфраструктури фондового ринку слід вважати підвищення ефективності руху капіталу та ринкової економіки в

цілому.

Підхід до визначення певних економічних явищ як інститутів превалює в немарксистській традиції в економічній теорії. Так, згідно з таким підходом під ринком цінних паперів розуміється система інститутів, з яких він складається (учасники обміну – емітенти, інвестори, брокерсько-дилерські установи, що є посередниками в обміні, організаційно-оформлені ринки (фондові біржі, позабіржові торговельні системи), ринкова інфраструктура (депозитарії, реєстратори, розрахунково-клірингові установи), механізм взаємодії між ними та цінні папери (їх види) як товар на ринку).

Багатоаспектність поняття “ринок цінних паперів” дає можливість сполучати в дослідженні, присвяченому розвитку цього ринку та діяльності підприємств на ньому, відтворювальний (попит на цінні папери та їх пропозиція, зв'язок з економічними циклами, взаємозв'язок з іншими формами руху позичкового капіталу, вплив економічних інтересів, пов'язаних зі структурою власності) та інституційний підходи (організація і структура ринку цінних паперів та їх вплив на ринок). Відповідно, традиція розглядати обіг цінних паперів з позицій руху позикового капіталу та фіктивного капіталу як його відображення може вільно сполучатися з дослідним підходом до ринку цінних паперів у дусі інституціоналізму.

Однією з головних проблем фондового ринку України є низький рівень емісії цінних паперів, обсягів угод із цінними паперами та їх відношення до ВВП країни (див. табл. 1). Так, за даними Standard&Poors, на кінець 2004 року відношення капіталізації до ВВП в Україні було одним з найнижчих серед країн, які віднесені до розподілу Frontier (в 3,13 рази менше, ніж в Естонії). До того ж, в Україні був один з найнижчих середньомісячних обсягів торгів акціями, що майже в 5,83 рази менше, ніж у Словенії.

Таблиця 1

Показники розвитку фондового ринку України в 1999-2004 рр. (%)

Показники	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Обсяг випуску акцій до ВВП	24,01	27,35	32,53	35,97	37,12	36,59
Обсяг угод із цінними паперами до ВВП	12,88	21,40	29,01	45,20	76,02	90,63
Монетизація господарського обороту (МЗ до ВВП)	16,92	18,96	22,41	28,73	35,55	36,37

Примітки. Складено на основі джерела [4].

За даними на 01.01.2005 р., в Україні налічувалось 780 торговців цінними паперами, з яких здійснювали діяльність лише 5-10%,

тобто близько 40-80 торговців [4]. Переважна більшість торговців цінними паперами орієнтовані на перерозподіл прав власності або на ре-

лізацію так званих “фінансових схем”, а не на виконання своїх базових функцій, пов’язаних із підтримкою емітентів у питаннях організації та випуску цінних паперів. Цьому сприяють і досить спрощені механізми лістингу та виставлення котирувань на організованому ринку (як біржовому, так і позабіржовому), що дозволяють проводити операції з метою фіксації потрібної покупцю та/або продавцю ціни, яка згодом може вважатися справедливою та використовуватись у бухгалтерському обліку.

Проблеми нерозвиненості інституту фінансового посередництва пов’язані, перш за все, з відсутністю мотивації в інституціональних інвесторів вкладати кошти в цінні папери українських емітентів. Внаслідок відсутності достатньої кількості товариств, акції яких пройшли процедуру лістингу та до яких посередники на фондовому ринку виявляють значний попит, в інституціональних інвесторів (пенсійних фондів, інститутів спільного інвестування та страхових компаній) та навіть банків відсутні можливості щодо диверсифікації своїх активів, що перешкоджає створенню довгих фінансових ресурсів, необхідних для стабільного розвитку реального сектора економіки.

Як наслідок слабкості базових учасників фондового ринку України, спостерігаються низькі обсяги торгів на його організованому сегменті. Переважна частина договорів припадає на неорганізований ринок, а зростання частки окремих фондових бірж у загальному обсязі торгів обумовлено проведенням аукціонів із приватизації державного майна, а не вдосконаленням технології торгівлі (див. табл. 2).

Так, в 2004 р. обсяг торгів цінними па-

перами на ПФТС та фондових біржах скоротився на 14,71% у порівнянні з 2003 р. і склав 9375,4 млн. грн., тобто понад 97% операцій суб’єкти господарювання здійснювали на неорганізованому ринку за цінами, які значно відрізняються від ринкових, а операції спрямовані переважно на оптимізацію фінансових потоків, переливання капіталів та його виведення за межі країни. Позитивним моментом є зниження частки ПФТС у загальному обсязі укладених угод на організаторах торгівлі до 74,66% та, відповідно, збільшення частки біржової торгівлі, яка в 2004 році концентрувалась переважно на Українській фондовій біржі (УФБ) – 1502,25 млн. грн., або 63,00% від загального обсягу біржової торгівлі [4].

Важливість фондової біржі у процесі перерозподілу інвестиційних ресурсів зазначав ще М.І. Туган-Барановський, який писав, що “для можливості розподілу великих капіталів, які щорічно накопичуються при капіталістичній системі господарства, ця система потребує ... центральної установи, в якій би зосереджувалась пропозиція всіх цих капіталів, що шукають вкладення, а також попит на всі ці капітали ... Фондова біржа виконує функцію, аналогічну функції банків в організації кредиту ... тільки завдяки фондовій біржі стало можливим злиття багатьох незначних капіталів в гігантські накопичення, що потребують умови капіталістичного господарства” [7]. Р. Гільфердінг, на думку якого центральним пунктом в обігу цінних паперів є відносини власності, також вказував на суттєву функцію біржі, що полягає в “створенні ринку для поміщення грошового капіталу”, “мобілізації капіталу” [3].

Таблиця 2

Структура торгів на організованому сегменті фондового ринку України [4]

Організатор торгівлі	2003 р.		2004 р.	
	млн. грн.	%	млн. грн.	%
Українська фондова біржа	1506,28	13,70	1502,25	16,02
Київська міжнародна фондова біржа	448,24	4,08	229,86	2,45
Донецька фондова біржа	339,49	3,09	207,40	2,21
Придніпровська фондова біржа	32,58	0,30	32,17	0,34
Українська міжбанківська валютна біржа	195,40	1,78	190,09	2,03
Українська міжнародна фондова біржа	44,49	0,40	25,41	0,27
Київська фондова біржа	20,66	0,19	20,59	0,22
Перша фондова торговельна система	8070,51	73,42	7000,10	74,66
Південноукраїнська торгово-інформаційна система	7,00	0,06	3,50	0,04
Луганська фондова біржа	327,78	2,98	163,98	1,75
Разом:	10992,40	100,00	9375,4	100,00

Невідповідність кількості фондових бірж в Україні (на кінець 2005 р. їх налічувалося 8) рівню розвитку фондового ринку, а також незначна їх роль в становленні вторинного фондового ринку обумовили виникнення ідеї про формування Єдиної біржової фондової системи України (ЄБФСУ) [6]. Безумовною перевагою запропонованої ідеї є те, що механізми функціонування ЄБФСУ базуються на дворівневій моделі організації міжбіржових торгів цінними паперами. Перший рівень у ній утворюють фондові біржі, а другий – акредитовані при них брокерські контори. На відміну від однорівневої моделі організації торгів, яка характерна для Першої фондової торговельної системи, у рамках дворівневої системи регіональним торговцям цінними паперами достатньо організувати канали зв'язку лише з територіально найближчою до них біржею, що дозволить суттєво скоротити їх трансакційні витрати.

Проте основні проблеми розвитку інфраструктури фондового ринку пов'язані з недоліками, що існують в Національній депозитарній системі України, а саме:

- загальні проблеми: обмеженість фун-

кцій Національного депозитарію, низька якість функціонування системи обліку прав власності та біржових ринків, організаційна та технологічна неузгодженість діяльності учасників Національної депозитарної системи, паралельне існування окремих систем депозитарного обліку державних та корпоративних цінних паперів, що призводить до збільшення організаційних, технологічних та грошових витрат професійних учасників ринку та власників цінних паперів;

- проблеми функціонування системи обліку прав власності: паралельне існування двох підходів до обліку прав власності на документарні і бездокументарні цінні папери, а відповідно – дублювання функцій обліку прав власності реєстраторів і зберігачів, технологічні недоліки реєстраторської діяльності, відсутність системи централізованого архівування даних, що призводить до фальсифікації та дублювання реєстрів, внесення до них несанкціонованих змін, блокування проведення загальних зборів акціонерів тощо (монополію реєстраторів на облік прав власності на фондовому ринку доводять дані, представлені в табл.3).

Таблиця 3

Характеристика діяльності реєстраторів іменних цінних паперів [4]

Найменування показника	01.01.02	01.01.03	01.01.04	01.01.05
Кількість реєстраторів, шт.	368	365	361	367
Кількість емітентів, які ведуть свої реєстри самостійно, шт.	1068	851	739	598
Кількість емітентів, яких обслуговують реєстратори, шт.	17593	18111	18420	18824
Кількість випусків іменних цінних паперів, які обслуговують реєстратори, шт.	17928	18404	18801	19211
Кількість рахунків у власників іменних цінних паперів у реєстрах, тис. шт.	17760,21	16658,1	16077	15586,9
Кількість номінальних утримувачів у реєстрах, шт.	5579	6143	6701	7053

- проблеми системи укладення та виконання договорів щодо цінних паперів, пов'язані з відсутністю принципу “поставка проти платежу” з гарантуванням здійснення грошових розрахунків (пропонований механізм розв'язання даної проблеми наведено на рис. 1);

- проблеми захисту інформації в системах обліку Національної депозитарної системи та фактичної відсутності кримінальної відповідальності за розголошення конфіденційної інформації з реєстрів власників цінних паперів;

- проблеми встановлення міжнародних депозитарних зв'язків через обмеженість фун-

кцій Національного депозитарію України, що призводить до неможливості українських емітентів повноцінно виходити на міжнародні ринки капіталів

Механізм організації торгівлі за принципом “поставка проти оплати” виглядатиме наступним чином:

1. Продавець та покупець цінних паперів укладають угоду в межах організатора торгівлі.

2. За результатами звірки депозитарій блокує цінні папери на рахунку клієнта продавця і очікує надходження в розрахунковий банк коштів, що передбачені умовами угоди.

3. Покупець надає розрахункові доку-

менти своєму банку, який перераховує грошові кошти за цінні папери в розрахунковий банк. Від розрахункового банку депозитарій одержує повідомлення про надходження коштів.

4. Депозитарій здійснює другу звірку, порівнюючи повідомлення про надходження коштів з документами, які сформовані в результаті першої звірки. У випадку надходження коштів за цінні папери, які були заблоковані за результатами першої звірки, депозитарій

повинен виконати одночасно дві взаємозалежні операції, а саме: забезпечити переказ заблокованих цінних паперів на рахунок клієнта-покупця; надати розрахунковому банку розпорядження про перерахування коштів на рахунок продавця.

5. За результатами угоди зберігачі отримують виписки з рахунків у цінних паперів для їх власників.

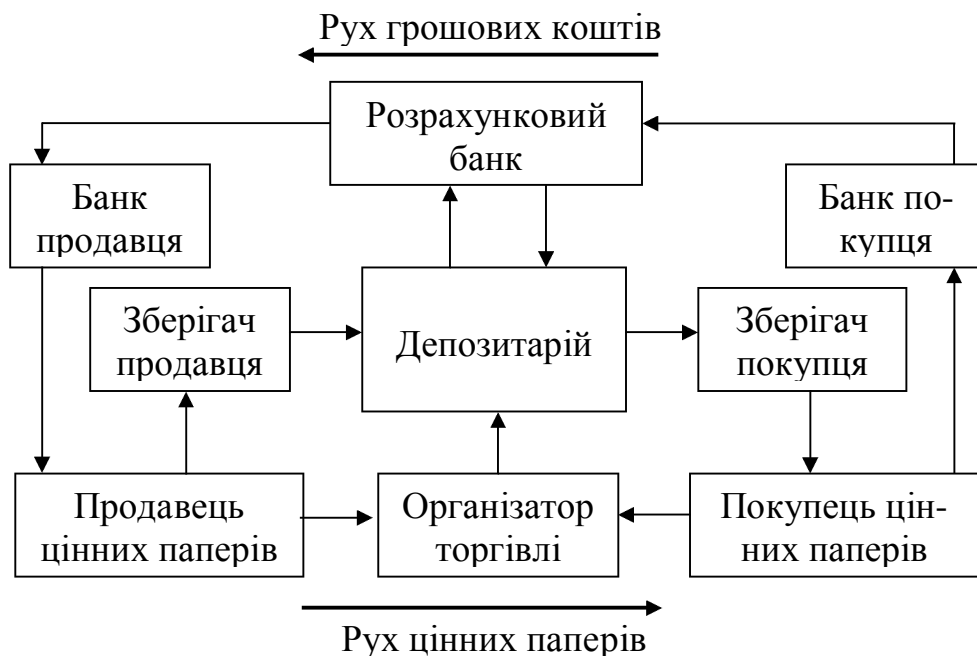


Рисунок 1. Схема організації торгівлі цінними паперами за принципом “поставка проти оплати”

Виходячи з окреслених вище проблем, удосконалення інституціональної складової фондового ринку України, в першу чергу, необхідно розпочати з реформування Національної депозитарної системи України та організованої торгівлі шляхом:

- заборони на законодавчому рівні існування декількох депозитаріїв, передавши новому депозитарію функції Національного депозитарію України та Міжрегіонального фондового союзу (МФС). Новий депозитарій має бути створений у вигляді асоціації зберігачів, а не акціонерного товариства, як функціонує МФС зараз, що сприяє намаганням окремих його засновників отримати контроль над всім бездокументарним обігом цінних паперів;
- уніфікації функцій зберігачів та реєстраторів, оскільки останні були створені в процесі приватизації та корпоратизації та вичерпали свої функції;
- недопущення пов'язаних відносин емітентів цінних паперів та реєстраторів власників

іменних цінних паперів, що ведуть їх реєстр;

- встановлення обов'язковості принципу “поставка проти оплати” при проведенні операцій з купівлі-продажу цінних паперів, що потребує модернізації Положення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку № 11-а від 27.01.1998 р. “Про розрахунково-клірингову діяльність”;
- заборони лістингу та обігу акцій закритих акціонерних товариств на організованому сегменті фондового ринку;
- реалізації пакетів акцій державних акціонерних компаній переважно через фондові біржі, а не шляхом проведення конкурсів з обмеженою участю та непрозорими умовами допуску.

Безперечно, наведений перелік напрямів реформування інститутів інфраструктури фондового ринку України не є вичерпним, проте він сприятиме активізації перерозподільної функції фондового ринку, зниженню інвестиційних ризиків та більш активному залученню фі-

нансових коштів в реальний сектор економіки країни.

Література

1. Беленький П.Ю. Теоретико-методологічні засади дослідження інфраструктурних трансформацій в конкурентній економіці // Регіональна економіка. – 2004. – №3. – С. 96-105.
2. Версаль Н.І. Фінансове посередництво в Україні: теоретичні та практичні аспекти // Фінанси України. – 2005. – № 9. – С. 99-108.
3. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. – М.: Государственное социально-экономическое издательство, 1931. – С. 152-153.
4. Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України за 2004 рік. – К., 2005. – 98 с.
5. Козоріз М.А., Федорова Г.П. Проблеми реформування відносин власності на основі приватизації: підсумки та перспективи // Регіональна економіка. – 2004. – №3. – С. 111-120.
6. Назарчук М., Курбацький Г.Л. Проблеми організованого ринку цінних паперів України // Цінні папери України. – 2005. – №13. – С. 22-24.
7. Туган-Барановский М.И. Значение биржи в современном хозяйственном строе. – К.: Изд-

во Банковской энциклопедии, 1913. – С. 38-39.

8. Шевченко-Марсель В.І. Розвиток інфраструктури фінансового ринку в умовах глобалізації економіки України // Регіональна економіка. – 2004. – №3. – С. 106-110.

9. Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку // Вісник НБУ. – №11. – 2004. – С. 4-9.

10. Arrow K.J. The limits of organization. – New York, Norton, 1974.

11. Coase R.H. The problem of social costs // Journal of Law and Economics. – 1960. – Vol. 3, № 1. – pp. 1-44.

12. Grossman S.J., Hart O.D. The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration // Journal of Political Economy. – 1986. – Vol. 94. – pp. 691-719.

13. Hart O.D. Corporate governance: some theory and implications // The Economic Journal. – 1995. – Vol. 105, № 430. – pp. 678-689.

14. North D. Structure and performance: the Task of Economic history // Journal of Economic Literature. – 1978. – Vol. 16, September. – pp. 963-978.

Статья поступила в редакцию 10.01.2006

С.Н. АЛПЫСБАЕВА, д.э.н., профессор,

М.У. КОЯНБАЕВА, MSc in International Economics

Карагандинский Государственный Университет им. Е.А.Букедова, Казахстан

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ИННОВАЦИОННОГО РАЗВИТИЯ ЭКОНОМИКИ КАЗАХСТАНА В УСЛОВИЯХ ЕЕ ЭКСПОРТНО-СЫРЬЕВОЙ ОРИЕНТАЦИИ

В стратегическом плане Казахстан формируется как страна с открытой экономикой, ориентированной на экспорт товаров, услуг, капитала и рабочей силы, основанной на конкуренции. Но к настоящему времени в экономике Казахстана сложились следующие проблемы:

- односторонняя сырьевая направленность экономики;
- интеграция в мировую экономику посредством экспорта продукции сырьевых отраслей;
- недостаточная межотраслевая и межрегиональная интеграция внутри страны;
- нарастающий износ основных фондов в отраслях, не входящих в нефтегазовый и горно-металлургический комплекс;
- общая техническая и технологическая устарелость предприятий;

- низкие расходы на НИОКР и отсутствие эффективного взаимодействия между наукой и производством;

- неадаптированность отечественной науки к рыночной экономике и недостаточный уровень эффективных инновационных предложений;

- недостаточность стимулов для отечественных финансовых институтов к инвестициям в отрасли обрабатывающей промышленности;

- недостаточность стимулов для иностранных инвесторов к инвестированию отраслей обрабатывающей промышленности.

В этих условиях актуальны исследования, направленные на решение основной проблемы экономики с экспортно-сырьевой ориентацией – необходимости формирования усло-

© С.Н. Алпысбаева, М.У. Коянбаева, 2006