

УДК 336.76(100)

Городніченко Ю.В.
викладач кафедри фінансів, грошового обігу та кредиту
Переяслав-Хмельницького державного педагогічного університету
імені Григорія Сковороди

ДОСВІД ФУНКЦІОНУВАННЯ МІЖНАРОДНИХ ФОНДОВИХ РИНКІВ

EXPERIENCE OF THE INTERNATIONAL STOCK MARKETS

АНОТАЦІЯ

Досвід країн ринкової економіки свідчить про досить тісну взаємодію держави та ринкової системи в цілому й у регульованій біржовій діяльності зокрема. Під час такої взаємодії держава повинна забезпечувати ринок і біржову торгівлю законодавчою базою, що дасть змогу виробити й установити єдині правила для всіх суб'єктів, які беруть участь в економічному процесі.

Ключові слова: фондова біржа, фондовий ринок, фінансова система, Варшавська фондова біржа, моделі організації фінансового ринку.

АННОТАЦИЯ

Опыт стран рыночной экономики свидетельствует о достаточно тесном взаимодействии государства и рыночной системы в целом и в регулировании биржевой деятельности в частности. В процессе такого взаимодействия государство должно обеспечивать рынок и биржевую торговлю законодательной базой, что позволит выработать и установить единые правила для всех субъектов, участвующих в экономическом процессе.

Ключевые слова: фондовая биржа, фондовый рынок, финансовая система, Варшавская фондовая биржа, модели организации рынка.

ANNOTATION

The experience of countries of a market economy attests to the close interaction between the state and the market system in General and in the regulation of exchange activity in particular. During this interaction, the state should provide market and stock trading the legal framework that will allow to develop and to establish uniform rules for all actors involved in the economic process.

Keywords: stock exchange, stock market, financial system, Warsaw Stock Exchange, model of the financial market.

Постановка проблеми. Фондовий ринок України на сучасному етапі розвитку потребує реструктуризації та вдосконалення, зокрема інфраструктури, має стати більш прозорим та загальнодоступним. Вивчення та узагальнення функціонування зарубіжних фондових ринків, а особливо значний науковий інтерес, мають дослідження фінансових ринків країн Центральної Європи – нових членів Європейського Союзу: Угорщини, Польщі, Словаччини, Чеської Республіки, Румунії, Болгарії. Економіка більшості цих країн успішно розвивається через ринкову відкритість, фінансову лібералізацію, міжнародну та регіональну економічну інтеграцію.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблемам мобілізації фінансових ресурсів у ринковій економіці, розвитку ринку фінансових послуг та його впливу на економічне зростання країни присвячено значну кількість наукових праць як вітчизняних, так і закордонних учених. Чимало вітчизняних авторів займаються вивченням проблем розвитку фондового ринку, а саме: С. Архієреєв, Я. Зінченко, В. Корнеєв,

І. Лютий, А. Пересада, В. Унінець-Ходаківська, В. Шелудько, І. Школьник. Також заслуговують на увагу дослідження таких західних авторів, як Ф. Ален, Р. Бернард, А. Бут, М. Квінтін, Р. Левін, Я. Міркін, П. Хартман та інші.

Виклад основного матеріалу дослідження. Фондова біржа як базова інституція фондового ринку хоча й не ставить за мету отримання власного прибутку, але створює всі необхідні (фінансово-правові, у першу чергу) передумови для високоорганізованої торгівлі визначеним різновидом цінних паперів та деривативів. Функціями фондової біржі є:

- створення ринку цінних паперів, що постійно діє;
- визначення реальної вартості цінних паперів, запущених в обіг;
- поширення інформації про фінансові інструменти, їх ціну та умови обігу;
- збільшення професіоналізму торгових і фінансових посередників;
- удосконалення правил торгівлі;
- фінансово-правова оцінка стану фондової біржі, її сегментів і фондового ринку в цілому [1, с. 14–15].

На сьогодні існує значна кількість фінансових систем, в основі організації яких закладено змішану модель фінансового ринку. Так, прикладом змішаної моделі організації фінансового ринку є біржова система Франції. За капіталізацією акцій Франція займає 4-те місце у світі, а за облігаційною заборгованістю – 5-те. У зв'язку із цим досвід Франції щодо побудови ефективної системи організації фондової біржі є особливо важливим для країн, ринки яких формуються. На основі французької моделі організації фінансового ринку було побудовано біржову систему Польщі, Угорщини, Чехії та інших країн. Тому аналіз біржової торгівлі Франції має особливе значення для України з огляду на можливість його використання для побудови ефективно біржової торгівлі, яка буде постійно працювати. Фондовий ринок Франції ґрунтується на загальних положеннях, властивих для Європейського Союзу (далі – ЄС). Відповідно до цих положень створено перспективну та добре розвинену біржову торгівлю. Головною перешкодою розвитку фондових бірж у Франції стала масштабна економічна криза 2008 р., яка зумовила скорочення фінансових активів на біржі майже наполовину. Проте французький

фондовий ринок має значний потенціал розвитку в майбутньому, про що говорить докризове зростання біржового індексу [2].

Серед країн – членів ЄС досвід Польщі – головний приклад, оскільки спільною умовою виникнення фондових бірж як у Польщі, так і в Україні послужив розпад соціальної системи. За досить короткий час, на відміну від розвинутих країн, тут потрібно було приватизувати тисячі підприємств, провести радикальне реформування економіки та її ринкову трансформацію. У всьому іншому масштаби, режими функціонування та темпи розвитку фондових бірж у Польщі та в Україні мали розбіжності.

Польща, формуючи інфраструктуру вільного ринку, особливу увагу приділила становленню фондового ринку, який перетворився на потужне джерело фінансування як для приватного, так і для державного сектора економіки.

У Польщі на початковому етапі приватизації підлягали середні та великі підприємства. Методами приватизації були прямий продаж та банкрутство. Правила регулювання випуску цінних паперів та їх обігу на вторинному ринку були розроблені з урахуванням нормативів розвинутих країн. Обраний шлях приватизації надав розвиткові фондового ринку кілька позитивних сигналів:

- інвесторам (насамперед іноземним) цікавішими об'єктами для інвестування є потужні промислові підприємства, оскільки вони мають налагоджений промисловий цикл, розширені економічні зв'язки;

- надходження іноземного капіталу до країни можливий лише за зрозумілих для інвесторів «правил гри»: Польща заздалегідь потурбувала про цей аспект, розробляючи законодавство відповідно до міжнародних норм та створюючи фондовий ринок на основі найкращих міжнародних зразків. Зокрема, прототипом Варшавської фондової біржі стала біржа в Лондоні, а Національний депозитарій Польщі було створено на основі французької моделі [3, с. 412–413].

Крім того, Польща активно впроваджувала заходи щодо активізації внутрішніх джерел капіталу та інвестування внутрішніх ресурсів

через механізм фондового ринку в реальний сектор економіки: налагоджено механізм розкриття інформації про стан емітентів, розроблені та діють програми освіти населення (загальнодоступною є література з питань фондового ринку; працює спеціалізований інформаційний центр при Комісії з цінних паперів та бірж; діє Інтернет-сторінка з відповідями на всі запитання, що виникають у громадян щодо діяльності ринку цінних паперів), поширення набули інститути спільного інвестування, приватні пенсійні фонди (у Польщі діє дворівнева пенсійна система), страхові фонди тощо [3, с. 413].

За роки свого існування ВФБ перетворилась з невеликої національної біржі на одну з бірж Європейського Союзу, які швидко розвиваються, а також на беззаперечного лідера Центральної Європи.

Варшавська фондова біржа дає шанс на розвиток не лише національним фірмам, а й іноземним товариствам та компаніям. Після входження Польщі в Європейський Союз вихід іноземної компанії на ВФБ є таким же простим процесом, як і вихід національної компанії. До торгівлі на біржі заохочують прості процедури, низькі витрати, сприятливі законодавчі акти та доступність капіталу. Якщо емітент не з ЄС, виходом є реєстрація в одній із країн Євросоюзу так званої іноземної дочірньої компанії (SPV), в яку вносяться акції фірми, що виходить на біржовий майданчик Варшави. Зважаючи на сприятливі правову та податкову бази, компанії такого типу найчастіше створюються в Голландії, на Кіпрі та в Люксембурзі. Такі дії з вирішення проблеми використовують й українські компанії [4].

Фондовий майданчик ВФБ має розвинену інфраструктуру інвестиційно-фінансових інструментів (крім ринку акцій, працюють облігаційний сектор, ринки похідних інструментів – ф'ючерсів та опціонів, майданчик для нових та високотехнологічних компаній New Connect, ринок Catalyst, на якому котируються боргові інструменти корпоративного та муніципального секторів). ВФБ розвивається також і в напрямі торгових ринків: з грудня 2010 р. працює РОЕЕ – ринок торгівлі електроенергією [3, с. 413–414].

Таблиця 1
Основні показники розвитку Варшавської фондової біржі протягом 2005–2015 рр.

Рік	Капіталізація вітчизняних компаній, млн зл.	Кількість компаній	Обороти акцій, млн зл.	Обороти облігацій, млн зл.	Обсяг обороту контрактами, шт.
2015	516 785,16	487	225 287,00	904,00	7 766 891
2014	591 164,93	471	232 864,00	992,0	9 001 819
2013	593 464,45	450	256 147,00	1 653,00	11 806 976
2012	523 390,23	438	202 880,00	1 043,00	10 592 353
2011	446 151,22	426	268 139,00	836,00	14 608 953
2010	542 646,12	400	234 288,00	1 428,00	14 009 202
2009	421 187,00	379	175 943,00	1 476,00	13 424 593
2008	267 359,31	374	165 658,00	2 500,00	12 233 935
2007	509 887,41	351	239 740,00	1 748,00	9 477 868
2006	437 719,22	284	169 348,00	2 768,00	6 386 046
2005	308 417,62	255	98 517,00	2 754,00	5 378 517

Варшавська фондова біржа – єдиний майданчик у Центральній та Східній Європі, який також пропонує інвесторам широкий набір похідних інструментів та структурованих продуктів. Ринок похідних цінних паперів, започаткований у січні 1998 р., розвинувся за трохи більше, ніж 10 р. свого існування (див. табл. 1).

Як видно з табл. 1, Варшавська фондова біржа розвивається досить стрімко та стабільно. Кількість компаній, які перетворюють свої цінні папери на ВФБ, з кожним роком зростає. У період 2014–2015 рр. відбулося незначне зменшення обігу акцій та облігацій, та на капіталізацію вітчизняних компаній така ситуація не вплинула.

Знайомство ринку з деривативами почалось із введення ф'ючерсів на індекс WIG20 – індекс, у розрахунок якого входить 20 найбільших та найліквідніших компаній (так звані голубі фішки), що пройшли процедуру лістингу на фондовій біржі. За роки свого існування ринок збагатився ще трьома видами ф'ючерсів із різними базовими активами: валютні ф'ючерси та ф'ючерси на акції та ф'ючерси на облігації [5, с. 90].

До необхідних заходів у напрямі розвитку ринку похідних цінних паперів в Україні необхідно віднести:

- створення відповідної законодавчої бази. Подальший розвиток ринку цінних паперів суттєво залежить від кількості та якості нових фінансових інструментів. Законодавча неврегульованість цього питання може збільшити фінансові ризики, які існують на фондовому ринку;

- модернізацію торговельно-розрахункової та облікової інфраструктури ринку цінних паперів (підвищення стандартів біржової торгівлі, вдосконалення діяльності депозитарної системи тощо);

- удосконалення захисту прав інвесторів на ринку;

- забезпечення передумов для широкого використання похідних цінних паперів під час визначення ринкових цін на базові фондові інструменти, валюту, товарні ресурси;

- удосконалення системи оподаткування у сфері використання похідних фінансових інструментів;

- забезпечення прозорості інформації про фондовий ринок, у тому числі інформацію про доходність операцій з цінними паперами та їх похідними;

- удосконалення вимог до диверсифікації активів ІСІ з використанням деривативів;

- підвищення інформованості суб'єктів господарювання про особливості й переваги застосування похідних цінних паперів [5, с. 95].

Реалізація цих заходів безпосередньо вплине на реальний та фінансовий сектори економіки.

Високі стандарти розвитку ринку опосередковано підтверджуються високим рівнем якості статистичної інформації: на ВФБ розраховують шість різноманітних індексів (WIG20, WIG40, WIG80, WIG, TechWIG, WIG-PL), загальнодоступна інформація про кожного емітента, стан та

діяльність емітентів на біржі в цілому, відкриті та високі стандарти управління – норма для польських емітентів та інвесторів [3, с. 414].

Багато українських емітентів обертають свої цінні папери на Варшавській фондовій біржі, а саме:

1. Астарта-Київ агропромхолдинг;
2. Kernel;
3. Agroton;
4. Milkiland;
5. Agroliga Group;
6. KSG Agro;
7. IMC (Industrial Milk Company);
8. Coal Energy;
9. Ovostar Union;
10. KDM Shipping;
11. Cereal Planet.

Завдяки такій ситуації можливим стало залучення на цей ринок коштів багатьох верств населення, що стимулює розвиток первинного та вторинного ринків, надає додаткові фінансові ресурси ринку, збільшуючи його ліквідність та розширюючи кількість фінансових інструментів [3, с. 414].

Як наслідок, за оцінкою Європейського банку реконструкції та розвитку в секторі фондового ринку та небанківських фінансових організацій, Польща в 2010 р. отримала оцінку «4» за максимально можливою «4+». Це означає, що закони й норми регулювання майже відповідають нормам IOSCO, високими є ліквідність і капіталізація ринку, нормально функціонують небанківські фінансові установи та здійснюється ефективне регулювання [3, с. 414].

Для більшості країн з нерозвиненою фінансовою системою характерна висока монополія декількох банків: на 4–5 найбільших банків припадає до 70–80% вартості всіх банківських послуг. Така ситуація спостерігається в країнах Східної Європи: Чехії, Словаччині, Польщі, Румунії. У деяких країнах, щоб уникнути цього, вдаються до розробки антимонопольного законодавства. Крім цього, запроваджують спеціальні законодавчі обмеження для суб'єктів фінансового ринку. Найчастіше ці обмеження стосуються частки однієї фізичної або юридичної особи в капіталі банку, частки одного фінансового інституту у власності іншого суб'єкта господарювання [6, с. 188–189].

Світова практика свідчить, що ринок цінних паперів неминуче еволюціонує від хаотичності й роздробленості до цілісності, централізації та державного регулювання. Це характерно для всієї фінансової системи ринкових відносин – як у межах однієї країни, так і в міжнародних фінансово-економічних відносинах [7].

Головними характеристиками та принципами функціонування такого ринку є його цілісність, централізація, прозорість, застосування системи електронного обігу цінних паперів:

- цілісність ринку в межах окремої країни, яка забезпечується наявністю єдиної національної (головної, якщо в країні історично збере-

глося декілька фондових бірж) фондової біржі як єдиного місця котирування цінних паперів, єдиного Центрального депозитарію цінних паперів і єдиного Клірингового банку (розрахункової палати), як правило, це Національний банк. Цілісність ринку означає визначення єдиних курсів на всі цінні папери, які допущені до обігу й котирування по всій території цієї країни, тобто якщо для контролю від держави назначається Національний банк, то для контролю тих самих грошей у вигляді цінних паперів назначається також Національний банк через фондову біржу;

- централізація ринку цінних паперів, що означає державний контроль та безпосереднє регулювання цілісної системи обігу цінних паперів і забезпечується спеціально створеними державними органами;

- прозорість ринку цінних паперів, що означає масове розповсюдження ринкової інформації, однаковість ціни на конкретні цінні папери по всій території країни, доступність та рівноправність замовлень будь-якого клієнта на купівлю-продаж цінних паперів та включає можливості компенсації цих замовлень фінансовим посередником своїм коштом;

- введення системи електронного обігу цінних паперів – їх дематеріалізованого обігу у формі комп'ютерних записів на рахунках через систему «національна фондова біржа – центральний депозитарій – кліринговий банк»;

- відповідність, і, як наслідок, національної системи обігу цінних паперів загальноприйнятим стандартам безпеки інтересів і прав інвесторів, що забезпечує високі гарантії для залучення місцевих та іноземних інвестицій в акціонерні капітали й розвиток національної економіки [7].

У більшості країн світу реалізація зазначених принципів здійснюється відповідно до рекомендацій «Групи Тридцяти» – міжнародної організації незалежних експертів, яка розробляє стандарти фінансових ринків [7].

Модель організації ринку цінних паперів відповідно до рекомендацій «Групи Тридцяти» передбачає:

- масштабне використання стандартних кодів (код ISIN) для торгів і доставки цінних паперів;

- суворе дотримання вимог лістингу (допуску цінних паперів до котирування);

- відкритість інформації щодо компаній, цінні папери яких котируються на фондовій біржі, обов'язок цих компаній – надавати таку інформацію;

- встановлення та опублікування відомостей про курси цінних паперів з дотриманням принципів рівності інвесторів;

- запобігання виникненню неорганізованих паралельних ринків на шкоду ліквідності централізованого ринку;

- надійність біржового ринку шляхом сучасної та надійної доставки цінних паперів та

грошової оплати за них через систему, яка діє на момент укладення угоди [7].

З огляду на незаперечні переваги централізованого ринку, можливості, які він надає для входження національних ринків у світову фінансову систему, саме таку модель його формування обрали країни Східної Європи, Балтії, Китай та В'єтнам [7].

Таким чином, якщо проаналізувати останні тенденції світових фондових ринків, то можна виділити основні фактори, які впливають на рівень розвитку фондових ринків. До таких факторів можна віднести:

1. Тип економічного та політичного устрою – визначає рівень централізації прийняття рішень і відповідно умови для розвитку фінансового ринку.

2. Особливості національного законодавства, наприклад, у США нормативними актами обмежені інвестиційні функції комерційних банків, що зумовило формування фондової біржі як головної установи, де відбуваються операції з купівлі-продажу цінних паперів, також розвитку фондового ринку зумовлюють чітко прописані норми, які захищають права акціонерів, правила розкриття інформації на фондовому ринку. Також у межах цього фактора можна виділити рівень виконання норм законодавства. Так, у країнах з високим рівнем корупційності економіки, незважаючи на прийняття нормативних актів, які регулюють захист прав акціонерів, відкриття доступу до інформації емітентами та інші положення, рівень їх виконання є низьким, що створює перешкоди для збільшення рівня інвестиційної активності.

3. Шлях розвитку структури фінансових інститутів, до яких належать правила, норми, стереотипи, традиції, установи та інші соціальні утворення, їх відношенні до сутності та загальних естетичних план побудови цілісної соціальної системи [8, с. 252]. Так, наприклад, грошово-кредитні системи розвинених країн, таких як США, Великобританія, Німеччина, Франція, розвивались шляхом еволюції і дали світу основні фінансові інститути, які згодом почали створювати країни, що розвиваються. Саме тут був створений центральний банк як головний орган, що регулює банківський сектор, визначена необхідність присвоєння йому незалежного статусу, розроблені методи боротьби з інфляцією, створена фондова біржа в її сучасному вигляді, визначена інформаційна ефективність фондового ринку, розвивались інструменти для залучення фінансових ресурсів у реальний сектор економіки тощо. Розвиненими країнами, зокрема, країнами з транзитивною економікою, були штучно створенні або реорганізовані фінансові інститути (комерційні та центральні банки, фондові біржі, комерційні страхові компанії та інші фінансові інститути). Зазначимо, що інтенсивність сучасних глобалізаційних процесів не дає можливості будувати власні грошово-кредитні системи, оскільки

ки фінансові інститути розвинених країн вже пройшли всі можливі тести на ефективність у своєму розвитку, діяльність фінансових установ регулюється міжнародними організаціями, встановлюються необхідні норми, стандарти. Структура фінансових інститутів певної країни показує рівень довіри економічних агентів до того або іншого типу фінансової установи.

4. Структура власності. Розглядаючи праці закордонних учених, можна сказати, що в країнах, де переважають власники зі значним капіталом, не можуть бути створені ефективні умови для розвитку фондових ринків. У такому випадку рух фінансових ресурсів на фондових ринках є спрощеним, інформація закритою, переважає позабіржовий ринок цінних паперів. І навпаки, чим дрібнішими є власники національних підприємств, тим складнішим є механізм переміщення капіталу, частота та обсяги здійснюваних операцій, що зумовлює створення технічно обладнаної фондової біржі, розвитку різних видів фінансових інструментів.

5. Рівень економічного розвитку: чим вищим є рівень розвитку країни, тим ефективнішим є фінансовий ринок в цілому.

6. Фінансова глибина макроекономіки. Це поняття було введено Світовим банком наприкінці 80 рр. ХХ ст. і означає насиченість національної економіки фінансовими коштами.

7. Залежність від капіталу іноземних інвесторів. Якщо у структурі капіталу, що обертається на фондовому ринку переважають іноземні інвестиції, то у випадку виникнення кризових явищ неминучим буде падіння фондового ринку.

Усі перелічені фактори зумовлюють нерівномірність розвитку фондових ринків світу. Перше місце серед них займає рівень економічного розвитку, фінансова глибина економіки, а й інші фактори мають велике значення.

Висновки. Використовуючи досвід США в Україні, необхідно враховувати важливість державного регулювання, оскільки сьогодні вітчизняний ринок є мало регульованим. Надзвичайно велика кількість законодавчих норм, що регламентують роботу фондових бірж (близько 100 законодавчих актів), не вирішує проблем прозорості та ефективності біржових операцій. Головна проблема вітчизняного ринку цінних паперів полягає у відсутності єдиного органу його регулювання. Так, регулятивні функції розподілені між різними міністерствами й відомствами. Тому необхідно в українському законодавству передбачити створення єдиного органу державного регулювання фондового ринку.

Узявши до уваги досвід Польщі, розвиток економіки України вимагає впровадження про-

гресивних видів фінансових інструментів, які могли б захистити власного товаровиробника від впливу негативних факторів на економічну систему, забезпечити прозоре й паритетне ціноутворення, трансферт товарних і фінансових потоків, прогнозування прибутковості, а також успішне функціонування всіх суб'єктів господарювання.

Комплексне осмислення функцій деривативів, зважаючи особливості розвитку національної економіки, дає змогу оцінити необхідність розвитку ефективного строкового ринку в Україні. Поява цього сектора приведе до більш комплексного розвитку фінансового ринку, дасть можливість компаніям повною мірою застосовувати похідні фінансові інструменти для хеджування ризиків, підвищить прозорість механізму ціноутворення як на товарному, так і на фінансовому ринках тощо.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Випуск та обіг фондових деривативів: правила, затверджені рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку 24 червня 1997 р. № 13 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0997-01>.
2. Калинець К. Аналіз світового досвіду організації фондової біржі в контексті можливостей його використання в Україні / К. Калинець // Регіональна економіка – 2009. – № 3. – С. 182–191.
3. Денисенко О. Досвід Польщі в розбудові фондового ринку як джерела фінансування розвитку власної економіки / О. Денисенко // Актуальні питання фінансової та бюджетно-податкової політики в контексті реалізації Програми економічних реформ на 2010–2014 роки: матеріали науково-практичної конференції (17–18 травня 2012 р., м. Кієв) / за ред. Т. Єфименко. – К.: ДННУ «Академія фінансового управління», 2012. – 556 с.
4. Рекуненко І. Діяльність фондових бірж на тлі глобалізаційних процесів / І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 1. – С. 113–120.
5. Мозговий О. Аналіз умов виникнення та розвитку ринку деривативів Польщі / О. Мозговий, К. Возіанов // Ринок цінних паперів України: вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку. – 2011. – № 3–4. – С. 87–96.
6. Коновал С. Розвиток фінансових ринків: світовий досвід / С. Коновал // Збірник науково-технічних праць Національного лісотехнічного університету України: науковий вісник. – 2006. – Вип. 16 (3). – С. 186–195.
7. Про Концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні: Постанова Кабінету Міністрів України від 29 квітня 1994 р. № 277 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/277-94-%D0%BF>.
8. Гриценко А. Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований / А. Гриценко. – Х.: Форт, 2008. – 928 с.