

УДК 336.6

М.О. ЖИТАР, канд. екон. наук, заст. директора Навчально-наукового інституту фінансів, банківської справи, доцент кафедри банківської справи та фінансового моніторингу  
Університет державної фіскальної служби України, м. Ірпінь

## ФОНДОВИЙ РИНОК ТА МЕХАНІЗМ ЙОГО РЕГУЛЮВАННЯ В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ КРАЇНИ

**Ключові слова:** фондовий ринок, економічне зростання, механізм регулювання, економічна активність, фінансові посередники.

*Проведено аналіз діяльності фондового ринку та розглянуто механізм його регулювання в умовах економічного розвитку країни. Обґрунтовано взаємозв'язок рівня розвитку фінансових посередників і можливості економічного зростання країни. Доведено, що механізм регулювання фондових ринків — це сукупність конкретних форм, функцій та методів, які направлені на збалансоване регулювання процесу функціонування та розвитку фондового ринку країни, головним завданням якого є забезпечення розвитку фондового ринку відповідно до його економічних інтересів.*

**Вступ.** Як свідчать наукові публікації, фондовому ринку відводиться другорядна роль і спостерігається недооцінка його потенціалу акумулювати й перерозподіляти інвестиційні ресурси населення та суб'єктів господарювання, у зв'язку з чим процес формування дієвого фондового ринку в Україні далекий від завершення. На сьогоднішній день існує ряд перешкод, які заважають сталому розвитку фондового ринку та якісному виконанню покладених на нього завдань щодо залучення інвестиційних ресурсів та забезпечення розвитку економіки країни.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Теоретичні, методологічні та практичні аспекти становлення, функціонування та розвитку фондового ринку, а також механізм його регулювання розкрито у працях таких західних авторів, як Л. Зінгалес, В. Іноземцева, С. Каплан, Д. Норткотт, М. Портер, Дж. Стигліц; російських дослідників Л. Абалкіна, М. Бунчука, Р. Газімагомедова, В. Матюшка, багатьох вітчизняних авторів, серед яких — О. Барановський, О. Білорус, Д. Богиня, В. Будкін, В. Кузьменко, Л. Кістерський, Д. Лук'яненко, З. Луцишин, І. Лютий, О. Мозговий, С. Мошенський, В. Новицький, О. Сльозко, О. Сніжко, Ю. Пахомов, О. Плотніков, А. Чухно, В. Шелудько, Ю. Ямко.

**Мета статті** — аналіз діяльності фондового ринку та механізм його регулювання в умовах економічного розвитку країни.

**Результати дослідження.** На сучасному етапі розвитку економіки проблемам функціонування фондового ринку як важливої складової фінансового ринку та його впливу на економічне зростання країн присвячено величезну кількість наукових робіт, серед яких праці лауреатів Нобелівської премії: Д. Тобін, Ф. Модільяні, М. Міллер, Г. Марковіц, У. Шарп, Р. Мертон, М. Шоулз, Д. Акерлоф, В. Сміт,

Р. Інгл. За результатами статистичного аналізу тематики публікацій у більш ніж 40 провідних реферованих економічних журналах світу за 2000—2016 рр., вивченню різних аспектів функціонування фондового ринку присвячено 18 % від загального числа наукових статей, виданих у зазначений період.

Уперше проблема взаємозв'язку рівня розвитку фінансових посередників і можливості економічного зростання була порушена Й. Шумпетером, який звернув увагу на те, що розвиненість фінансового сектору в економіці має позитивний вплив на рівень і темп зростання ВВП на душу населення. Згідно з Й. Шумпетером, фінансові посередники (банки), залучаючи кошти на фінансування інвестиційних проектів і направляючи свої зусилля на управління ризиками, можуть краще контролювати дії менеджерів фірм, ніж окремі інвестори. Це збільшує обсяги угод в економіці, що сприяє технологічним інноваціям і економічному розвитку. Учений підкреслює, що фінансовий сектор здатний перерозподіляти капітал таким чином, щоб він потрапляв тільки у ті руки, в яких він зможе принести максимальну користь, а саме це, на його думку, і є важливим каталізатором зростання [1].

На відміну від Й. Шумпетера, який робив акцент на ролі банків, сучасні дослідники аналізують функціонування фондового ринку з позиції легкості продавати і купувати права власності на активи фірм, скорочувати ризики ліквідності і змінювати продуктивність, що стимулює домогосподарства збільшувати обсяги ризикованих, але й більш прибуткових активів за рахунок тих ресурсів, які раніше витрачалися на споживання, тобто збільшувати норму заощаджень. Якщо більший обсяг заощаджень виходить на ринки інвестиційних ресурсів, обсяги ресурсів зростають, що безпосередньо призводить до економічного зростання.

Однак варто зазначити, що фондовий ринок може неоднозначно впливати на норму заощаджень. Як вважає вчений Мауро [2], диверсифікація ризику, що досягається завдяки функціонуванню фондового ринку, дає можливість домогосподарствам отримувати залишковий дохід від середньої фірми в економіці, а не тільки від тієї фірми, де працює індивід. Середній прибуток, як правило, характеризується меншою варіабельністю, ніж дохід індивідуальної фірми. Тим самим споживання, почина-

ючи з другого періоду часу, стає нестохастичним. Отже, зменшується потреба домогосподарств в заощадженнях з мотивів обережності. Це може спричинити скорочення загальної норми заощаджень в економіці і негативно вплинути на економічне зростання.

У моделі Атьє — Йовановича [3] розвиток фондового ринку впливає двояко: по-перше, на загальний рівень економічної активності (короткостроковий ефект), по-друге, на темпи економічного зростання (довгостроковий ефект). Використовуючи споживчу модель, автори показують, що фондовий ринок страхує інвесторів від ідіосинкратичних ризиків, і це стимулює домогосподарства змінювати структуру своїх портфельів на користь прибутковіших інвестиційних проектів. Значно вища у середньому прибутковість інвестицій домогосподарств має неоднозначний вплив на їхню норму заощаджень. З одного боку, тут діє ефект заміни, що стимулює індивідів збільшувати норму і обсяги заощаджень. А з іншого боку, також проявляється ефект доходу — і інвестори можуть скоротити норму заощаджень на користь споживання. Яким буде загальний вплив, залежить від того, який ефект переважає. Відповідно, вплив фондового ринку на заощадження та економічне зростання також неоднозначний.

Ефект доходу і ефект заміни, що виникають внаслідок розвитку фондового ринку, і їх вплив на норму заощаджень і портфельний розподіл активів детально аналізуються в статті Летендра і Сміта [4]. Як показують автори в моделі споживання і портфельного вибору з використанням принципів динамічного програмування, при скороченні ризику доходу споживачі скорочують заощадження з мотивів обережності і одночасно перерозподіляють свій портфель активів на користь інвестицій із вищою очікуваною нормою прибутковості. Збільшення ступеня «неприйнятності ризику» (*risk aversion*) агентів супроводжується збільшенням частки безризикових активів у портфелі. Комбінація динаміки ризиків за участі фондового ринку не дає однозначної відповіді на питання, чи впливає фондовий ринок позитивно або негативно на рівень заощаджень, інвестицій і на економічне зростання.

Ця неоднозначність моделюється в роботах Грінвуда і Сміта [5], в яких автори розглядають модель загальної рівноваги, де фінансові рин-

ки стимулюють зростання (через механізм заощаджень і розподілу ризику), а зростання, в свою чергу, сприяє формуванню фондових ринків, так що рівновага досягається як результат динамічної взаємодії фінансового та реального секторів економіки. Але участь у діяльності фондового ринку вимагає від агентів певних витрат, які скорочуються у разі збільшення сукупної ринкової активності. Сукупна ринкова активність залежить від рівня розвитку економіки, звідки виникає «пороговий ефект» (*threshold effect*), після досягнення якого розвиток фондового ринку починає стимулювати економічне зростання. Якщо пороговий рівень не досягнутий, модель демонструє у кращому випадку нейтральність ринку до зростання.

У моделі Боуза [6] розвиток фондового ринку розглядається як динамічний процес, в якому беруть участь кредитори і позичальники. Фірми можуть здійснювати фінансування своїх ризикованих інвестиційних проектів за рахунок боргових контрактів (випуск облігацій) або за рахунок випуску акцій (фінансування через фондовий ринок). Ці види мають як переваги, так і недоліки, а саме: фінансування через облігації передбачає фіксовані платежі кредиторам навіть у разі банкрутства; випуск акцій дає кредиторам частку у виробничому капіталі, але означає розділення капіталу компанії і, як варіант, втрату контролю над поточним управлінням.

Фірми-позичальники мають різний рівень підприємницьких здібностей, що впливає на якість інвестиційних проектів, які вони здійснюють. Якщо підприємницькі здібності досить високі, висока й вірогідність повернення кредиту для кредитора (або отримання дивідендів на акції). При низьких підприємницьких здібностях висока ймовірність банкрутства фірми. Оскільки існує ризик несприятливого результату через інформаційну асиметрію, то за відсутності фондового ринку кредитори будуть скорочувати обсяг кредитів. Розвиток фондового ринку у цих умовах дозволяє власникам акцій у будь-який момент їх позбутися шляхом продажу. Це скорочує ризик неповернення коштів. Кредитори охочіше йдуть на надання вільних ресурсів для інвестування, що прискорює економічне зростання.

Нелінійна залежність між розміром фондового ринку й економічним зростанням моде-

люється в роботі Кастанеди [7]. Тут у центрі аналізу знаходяться менеджери фірм, які стикаються з дилемою: диверсифікація або втрата контролю над фірмою. Використання фондового ринку як джерела інвестиційних ресурсів дозволяє менеджерам диверсифікувати ризик і знизити витрати капіталу, що залучається. Однак акціонування має і свої власні витрати: проблема принципала-агента між колишніми менеджерами і новими власниками; витрати участі зовнішніх акціонерів у поточних справах компанії; втрата конфіденційності. Крім того, оскільки винагорода менеджерів акціонерної компанії часто залежить від її ринкової капіталізації, менеджери можуть брати участь у придбанні акцій для штучної підтримки їхнього курсу за рахунок сукупних заощаджень фірми.

Зрештою, як показує Кастанеда, вплив фондового ринку на обсяг і якість інвестицій і на економічне зростання залежить від параметра  $\gamma$ , що характеризує відносні пріоритети менеджерів. Цей параметр показує різницю між витратами і вигодами акціонування. За низьких значень параметра  $\gamma$  фірма більшою мірою стурбована диверсифікацією, а не збереженням контролю, а за високих — проблеми контролю і конфіденційності стають вирішальними. У свою чергу значення параметра  $\gamma$  пов'язані із соціально-економічним та інституціональним середовищем країни, що дуже актуально у сьогоденні українських реаліях.

Більшість емпіричних досліджень підтверджує, що фондовий ринок матиме позитивний вплив на економічне зростання в країнах з розвиненими інститутами (і низькими значеннями параметра  $\gamma$ ) і негативне — в країнах, що розвиваються (з високими значеннями параметра  $\gamma$ ).

В роботі Арестіса [8] переваги фондового ринку як чинника економічного зростання простежуються в аналізі часових рядів для ряду країн. Він показує роль не тільки загальної ліквідності фондового ринку, але і його волатильності, це підтверджує теоретичний висновок про те, що висока волатильність веде до неефективного розподілу інвестиційних ресурсів через підвищений «шум» на ринку для інвесторів і менеджерів.

На підставі векторного авторегресійного аналізу (*VAR*) та використання даних для 47 країн за період 1980—1995 рр., Руссо і Вахтель [9] до-

вели, що інтенсивність фондової активності позитивно впливає на економічне зростання. При цьому серед показників фондового ринку найбільш значущим виявився рівень ліквідності, а не розмір ринку.

Основна ознака ліквідності, на думку більшості вчених, — це оперативність, яка залежить від двох основних факторів — здатності ринку поглинати або пропонувати відповідні обсяги фондових цінностей (абсолютної місткості ринку) та від обсягу передбачуваної операції. Крім основного показника ліквідності активу — терміновості (*immediacy*), за допомогою якого оцінюється необхідний час для здійснення угоди, виділяють й інші, що впливають на рівень ліквідності активу, а саме: щільність, глибину та пружність.

Д. Веглер [10] дослідив вплив фондового ринку на темпи зростання окремих галузей економіки. Для галузей обробної промисловості вчений показує роль фондового ринку як чинника, що покращує розподіл капіталу між галузями. Проведений аналіз продемонстрував той факт, що у розвинених країнах фінансовий сектор веде до зростання інвестицій у галузях, які зростають, і до скорочення інвестицій у галузях економіки, що знаходяться у стані стагнації. Відносно країн, що розвиваються: у порівнянні з країнами з великими фінансовими ринками інші країни занадто багато інвестують в галузі зі стагнацією і занадто мало — у галузі, що зростають. Це означає, що фінансовий розвиток допомагає країні відкривати нові інвестиційні можливості.

Б. Дурхам [11] показує, що позитивний ефект для довгострокового зростання з боку фондового ринку залежить від початкового рівня розвитку країни. Фондовий ринок справляє позитивний вплив на приватні інвестиції і зростання тільки для країн з високим рівнем доходу. Для країн з низьким рівнем доходу подібна залежність не спостерігається. Вирішальний вплив рівня розвитку країни непрямим чином показано в роботі Харріса [12]. На основі емпіричного дослідження 49 країн цей учений доходить висновку про складність використання рівня розвитку фондового ринку як чинника, що пояснює економічне зростання. Як демонструє його дослідження, для вибірки в цілому так само, як і окремо для групи країн, що розвиваються, спостерігається слабка залежність між фондовим ринком і

зростанням, а ось для групи розвинених країн залежність дійсно проявляється.

Таким чином, емпіричні дослідження показують, що розвиток фондового ринку по-різному впливає на економічне зростання: у розвинених країнах зростання фондового ринку посилює економічне зростання, у країнах з ринками, що розвиваються, активізація фондового ринку призводить до зниження темпів зростання.

Досвід країн з розвинутою економікою показує, що фондовий ринок, на відміну від інших ринків, є одним із найбільш регульованих та регламентованих. Основна причина в тому, що нерегульований рух капіталів вже багато разів в історії різних країн завдавав значної шкоди їхнім фінансовим системам. Система регулювання фондового ринку у більшості країн світу має два рівні: саморегулювання професійних учасників і державне регулювання. З них історично першими виникло саморегулювання, що здійснювалося фондовими біржами, які створювали стандартні правила гри стосовно окремих груп учасників фондового ринку, що працювали для всіх суб'єктів.

В Україні система регулювання фондового ринку фактично ґрунтується на поєднанні саморегулювання та державного регулювання, але пріоритет належить державі. Для забезпечення єдиної державної політики у сфері регулювання фондового ринку у світовій практиці виправдало себе існування єдиного незалежного регулятивного органу, який повинен реалізовувати єдину державну політику у сфері випуску та обігу цінних паперів та їх похідних; створювати умови для ефективної мобілізації та розміщення учасниками ринку цінних паперів фінансових ресурсів з урахуванням інтересів суспільства; забезпечувати рівні можливості для доступу емітентів, інвесторів і посередників на ринок цінних паперів; сприяти захисту прав учасників фондового ринку, контролювати дотримання учасниками ринку цінних паперів вимог актів законодавства, прозорість та відкритість ринку цінних паперів.

**Висновки.** Визначено, що механізм регулювання фондових ринків — це сукупність конкретних форм, функцій і методів, що направлені на збалансоване регулювання процесу функціонування та розвитку фондового ринку країни. Головне його завдання — забезпечити розвиток фондового ринку відповідно до еко-

номічних інтересів країни. Ефективність механізму полягає у збалансуванні, тобто виборі оптимальних форм та методів регулювання ринку у конкретний історичний проміжок часу, що забезпечать розвиток фондового ринку в рамках економічних інтересів країни. Розвиток фондових ринків стимулює економічний розвиток країн за умови обов'язкового використання ефективного механізму регулювання фондових ринків.

#### СПИСОК ЛІТЕРАТУРИ

1. Шумпетер Й. Теория экономического развития / Й. Шумпетер. — М. : Прогресс, 1982.
2. Mauro P. Stock Markets and Growth. A brief caveat on precautionary savings // *Economic Letters*. — 1995. — 47. — P. 111–116.
3. Atje R., Javanovic B. Stock Markets and Development // *European Economic Review*. — 1993. — 37. — P. 632–640.
4. Letendre M-A., Smith G. Precautionary Saving and Portfolio Allocation: DP by GMM // *Journal of Monetary Economics*. — 2001. — 48. — P. 197–215.
5. Greenwood J., Smith B. Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets // *Journal of Economic Dynamics and Control*. — 1997. — 21. — P. 145–181.
6. Bose N. Endogenous Growth and the Emergence of Equity Finance // *Journal of Development Economics*. — 2005. — 77. — P. 173–188.
7. Castaneda G. Economic Growth and Concentrated Ownership in Stock Market // *Journal of Economic Behavior and Organization*. — 2005. — P. 1–43.
8. Arestis Ph., Demetriades P., Luintel K. Financial Development and Economic Growth: the Role of Stock Markets // *Journal of Money, Credit and Banking*. — 2001. — 33, № 1. — P. 16–41.
9. Rousseau P., Wachtel P. Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes. 1980–1995 // *Journal of Banking and Finance*. — 2000. — 24. — P. 1933–1957.
10. Wurgler J. Financial Markets and the Allocation Capital // *The Journal of Finance*. — 2000. — 58. — P. 187–214.
11. Durham B. The Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Lower Income Countries // *Emerging Markets Review*. — 2002. — 3. — P. 211–232.
12. Harris R. Stock Markets and Development: a Re-assessment // *European Economic Review*. — 1997. — 41. — P. 139–146.
13. Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований : монография. — Харьков : Форт, 2008. — 928 с.
14. Житар М.О. Аналіз ліквідності фондового ринку України / М.О. Житар // *Фінансування інноваційного*

розвитку України: стан, проблеми та перспективи : матеріали Міжн. наук.-практ. конф. (7 лист. 2013 р., м. Київ). — К. : КНЕУ, 2013. — С. 151–153.

#### REFERENCES

1. Schumpeter J. (1982), *Teoriya ekonomicheskogo razvitiya* [The Theory of Economic Development], Progress, Moskva, Russia.
2. Mauro P. (1995), Stock Markets and Growth. A brief caveat on precautionary savings, *Economic Letters*, vol. 47, pp. 111–116.
3. Atje, R. and Javanovic, B. (1993), Stock Markets and Development *European Economic Review*, vol. 37, pp. 632–640.
4. Letendre M. and Smith G. (2001), «Precautionary Saving and Portfolio Allocation: DP by GMM», *Journal of Monetary Economics*, vol. 48, pp. 197–215.
5. Greenwood J. and Smith B. (1997), Financial Markets in Development and the Development of Financial Markets, *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 21, pp. 145–181.
6. Bose N. (2005), Endogenous Growth and the Emergence of Equity Finance, *Journal of Development Economics*, vol. 77, pp. 173–188.
7. Castaneda G. (2005), Economic Growth and Concentrated Ownership in Stock Market, *Journal of Economic Behavior and Organization*, [Online], available at: www.sciencedirect.com.
8. Arestis Ph., Demetriades P. and Luintel K. (2001), Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 33, pp. 16–41.
9. Rousseau P. and Wachtel P. (2000), Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, *Journal of Banking and Finance*, vol. 24, pp. 1933–1957.
10. Wurgler J. (2000), Financial Markets and the Allocation Capital, *The Journal of Finance*, vol. 58, pp. 187–214.
11. Durham B. (2002), The Effects of Stock Market Development on Growth and Private Investment in Lower Income Countries, *Emerging Markets Review*, vol. 3, pp. 211–232.
12. Harris R. (1997), Stock Markets and Development: a Re-assessment, *European Economic Review*, vol. 41, pp. 139–146.
13. Gritsenko A.A. (2008), *Institutsional'naya arkhitektionika i dinamika ekonomicheskikh preobrazovaniy* [Institutional dynamics of architectonic and economic transformation], Fort, Khar'kov, Ukraine.
14. Zhytar M. (2013), Analysis of stock market liquidity Ukraine, *Finansuvannya innovatsiyного rozvitku Ukraini: stan, problemi ta perspektivi* [Financing innovative development of Ukraine: state, problems and prospects], Mizhnarodna naukoivo-praktychna konferencija [International Scientific Conference], KNEU, Kyiv, Ukraine, pp. 151–153.

Надійшла 19.04.2016

*М.О. Житарь*

Университет государственной фискальной службы  
Украины, г. Ирпень

ФОНДОВЫЙ РЫНОК И МЕХАНИЗМ  
ЕГО РЕГУЛИРОВАНИЯ В УСЛОВИЯХ  
ЭКОНОМИЧЕСКОГО РАЗВИТИЯ СТРАНЫ

Проведен анализ деятельности фондового рынка и рассмотрен механизм его регулирования в условиях экономического развития страны. Обоснована взаимосвязь уровня развития финансовых посредников и возможности экономического роста страны. Доказано, что механизм регулирования фондовых рынков — это совокупность конкретных форм, функций и методов, направленных на сбалансированное регулирование процесса функционирования и развития фондового рынка страны, главная задача которого — обеспечение развития фондового рынка в соответствии с его экономическими интересами.

**Ключевые слова:** фондовый рынок, экономический рост, механизм регулирования, экономическая активность, финансовые посредники.

*M.O. Zhytar*

University of the State Fiscal Service of Ukraine,  
Irpin

STOCK MARKET AND MECHANISM  
OF ITS REGULATION IN THE ECONOMIC  
DEVELOPMENT OF THE COUNTRY

The article analyzes the activities of the stock market and the mechanism of its regulation in the economic development of the country. Substantiates the relationship level of development of financial intermediaries and the possibility of economic growth. It is proved that the stock market regulation mechanism — a set of specific forms, functions and methods that are aimed at a balanced regulation of the process of functioning and development of the stock market in the country, whose main task is to ensure the development of the stock market in accordance with its economic interests.

**Key words:** stock market, economic growth, regulatory mechanism, the economic activity, financial intermediaries.