

Секція: Економічна теорія

ГНАТЮК РОСТИСЛАВ АНДРІЙОВИЧ

аспірант кафедри економічної теорії

Львівського національного університету імені Івана Франка

м. Львів, Україна; e-mail: ross.hnatyuk@gmail.com

ІНСТИТУЦІЙНІ ВИЗНАЧНИКИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Дослідників та економістів завжди цікавили особливості взаємозв'язку між розвитком фінансового ринку та основними показниками національної економіки. Уважають, що існує дві великих групи показників, що впливають на розвиток ринку цінних паперів: макроекономічні та інституційні [1, с. 607].

Сьогодні більшість економістів та фінансистів погоджуються, що сприятливе макроекономічне середовище є передумовою розвитку національної фінансової системи та ринку цінних паперів [2]. Крім цього, на ринок цінних паперів та його розвиток також впливають і чинники інституційного середовища або інституційні чинники. Ми вважаємо доцільним здійснити огляд літератури, що стосується цього питання та визначити які ж інституційні детермінанти розвитку ринку цінних паперів, оскільки у вітчизняній літературі це питання майже зовсім не досліджено.

Розвиток фондового ринку є багатовимірним процесом. Для його аналізу перш за все використовують різноманітні показники, що вимірюють обсяг фінансового ринку, його ліквідність, волатильність, концентрацію, його індекси та взаємозв'язок з іншими ринками. Саме ці показники використовують економісти для оцінки ефективності функціонування самого ринку цінних паперів. Вони є так званими мікроструктурними чинниками ринку цінних паперів – найнижчим та найдетальнішим описом стану ринку цінних паперів. Проте ці показники формуються під впливом великої кількості інших індикаторів:

макроекономічних та інституційних. Тут ми розглянемо інституційні чинники. В економічній науці проведено багато досліджень, як на теоретичному так і на емпіричному рівнях, які присвячені вивченню впливу інституційного середовища на основні показники фондового ринку.

Так, усі інституційні чинники групують за трьома критеріями: правові та регулятивні чинники, ринкова інфраструктура та інші чинники [3, с. 616 – 619]. Межа між цими групами доволі незначна і інколи тяжко виділити той чи інший чинник інституційного середовища у певну групу.

Правова та регулятивна база є ключовою для функціонування ринку цінних паперів. Вона покликана забезпечити на правовому рівні правила гри між усіма учасниками ринку, забезпечити прозорість проведення торгів. Саме вона повинна утворити канали інформації між суб'єктами ринку для того, щоб розкриття інформації для інвесторів було повним, своєчасним і правдивим. Регулятори створюють механізми за допомогою яких надійна інформація, що необхідна для прийняття інвестиційних рішень знаходить адресата [4]. Фактично, основним завданням регулятивної складової ринку цінних паперів є забезпечення такого середовища, за якого діяльність суб'єктів інфраструктури ринку цінних паперів буде прозорою, чесною та необтяжливою для них. Також вона покликана забезпечувати чесне формування ціни на ринку, надаючи доступ до формування ціни усім суб'єктам, але одночасно забезпечуючи їх добросовісну діяльність. Одночасно, ринок цінних паперів не повинен бути зарегульованим, бо це стримує розвиток самого ринку та відлякує потенційних інвесторів. Сюди відносимо кілька доволі важливих показників.

Перш за все, це захист прав інвесторів та верховенство права. Для того, щоб ринок був стабільним, а потенційні суб'єкти бажали проводити свою діяльність саме на ньому, вони мають бути впевненими, що будуть захищені проти різноманітних махінацій, неправомірних маніпуляцій з

внутрішньою (інсайдерською) інформацією та спекуляцій навколо інформації зі сторони професійних учасників ринку. Дослідники вважають, що за інших рівних умов більш ефективним та розвиненим є той ринок цінних паперів, на якому краще захищають права інвесторів. Так Ла Порта та інші вважають, що у країнах, де права інвесторів захищаються краще, ринок цінних паперів є більш незалежним від впливу політиків та загалом має більше шансів принадити потенційних інвесторів [5, с. 27]. Це також підтверджує фундаментальне дослідження Джохансена у якому він відзначає позитивний вплив захисту прав інвесторів та верховенства права на розвиток фінансового ринку 98 країн світу, серед яких і Україна [6, с. 40 – 41]. Його дослідження показують, що верховенство права є однією з найважливіших детермінант динаміки ринкової капіталізації.

Сюди також відносимо якість державного управління (Regulatory quality) за методологією Світового банку використовується вченими як показник, що відображає сприйняття здатності влади формулювати та впроваджувати ефективну політику та інші регулятивні заходи, що стимулюють розвиток приватного сектору економіки. До цієї групи інституційних показників також відносимо прозоре корпоративне управління – тобто сукупність таких правил та інституцій, що змушують менеджерів компаній працювати в інтересах акціонерів [4]. Воно тісно пов'язане з верховенством права і є його складовою, проте дуже важливою для ринку цінних паперів. Це також стосується створення та імплементації законів, що регулюють діяльність компаній на ринку цінних паперів та банків, створення надійних стандартів бухгалтерського обліку та аудиту, а також надійного регулювання та захисту забезпечення виконання контрактів сторонами.

Ринкова інфраструктура є важливим чинником розвитку ринку цінних паперів: без розвинутої інфраструктури розвиток будь – якого ринку буде сумнівним. Сюди відносимо і фізичну інфраструктуру для

проведення торгів, депозитарії, а також електронну – платіжні системи, кліринг, тощо. Наявність ринкових посередників заохочує інвесторів, бо значно полегшує їм пошук необхідної та прозорої інформації. Крім того, для ринку є важливими допоміжні суб'єкти ринку – консультанти, страховики, технічні спеціалісти, рейтингові агентства. З їх допомогою інформація між інвесторами рухається швидше, що дає їм впевненість у надійності того чи іншого ринку.

Усі інші інституційні чинники стосуються групи показників, які складно віднести до тієї чи іншої групи, а тому сюди відносимо усі інші інституційні показники, що не потрапили у перші дві групи.

І першим з них є політична стабільність (Political stability). Оскільки ринок цінних паперів – це переважно довгострокове інвестування, для інвестора важливо, щоб політична ситуація в країні не впливала негативно на фінансовий ринок і його активи. У країні з перманентною політичною нестабільністю, до прикладу Україна, доволі низький розвиток ринку цінних паперів. Політична нестабільність відлякує потенційних інвесторів і змушує їх задумуватись про переміщення своїх активів за кордон (як це відбулось в Росії у 2014 – 2015 роках) або вкладання своїх коштів у альтернативні форми інвестування (банки, дорогоцінні метали, валюта тощо). Політична стабільність відіграє роль у розвитку ринку цінних паперів країн Близького Сходу та Північної Африки [7, с. 9]. У Джохансена політична стабільність справляє доволі потужний вплив на ринкову капіталізацію: що стабільніша країна політично, то вища її ринкова капіталізація [6, с. 37]. Перотті та інші стверджують, що розв'язання політичних ризиків сприяє розвитку фондового ринку у країнах, що розвиваються [8, с. 64 – 65].

Корупція є ще одним визначником функціонування не лише ринку цінних паперів, але й загалом економіки. Загалом корупцію, як чинник інституційного середовища, відома міжнародна організація Трансперенсі

Інтернешенал (Transparency International) визначає як “використання делегованої влади для особистої вигоди” [9]. Вона веде до нераціонального використання обмежених ресурсів та, як наслідок, уповільнення економічного зростання та погіршення і ситуації на ринку цінних паперів, зокрема. Існують численні дослідження, що підтверджують негативний зв'язок між фондовим ринком та корупцією. Результати дослідження країн, що знаходяться на південь від Сахари в Африці показали, що у всіх країнах проблеми з корупцією є найбільш негативним чинником, що суттєво впливає на розвиток фондового ринку [10, с. 14]. У країнах Близького Сходу та Північної Африки вплив корупції настільки руйнівний, що він перевершує позитивні тенденції у розвитку банківського сектору цих країн [7, с. 9]. Дослідження проведене для 42 країн, що розвиваються також підтверджують, що розвиток ринку цінних паперів у цих країнах сильно уповільнює потужна корупція [11, с. 98]. Очевидно, що зменшення корупції позитивно впливає на розвиток ринку цінних паперів адже надає їм можливість дешевше інвестувати про проводити свою діяльність відкрито. Як і у випадку з політичною стабільністю, відсутність корупції дає інвестору надію на прозорість проведення операцій на ринку, віри у те, що відсутні спекуляції з ціною та впевненість у захисті його прав без виникнення необхідності створювати неофіційні фінансові потоки.

Існує численна кількість показників інституційного середовища, які можна вважати такими, що впливають на розвиток ринку цінних паперів. На нашу думку, ще важливими показниками інституційного середовища є низка індикаторів, розроблених Світовим банком. За визначенням рейтингу індикаторів урядування “The Worldwide Governance Indicators”, окрім політичної стабільності, якості управління, верховенства права та корупції, важливими визначниками інституційного середовища ще є ефективність влади та право голосу і свобода вибору [12, с. 4].

Ефективність влади (Government effectiveness) відображає сприйняття якості надання громадських послуг, якості державних послуг та рівень їх залежності від політичного тиску, якості формування та проведення державної політики, а також рівня достовірності виконання владою взятих на себе зобов'язань щодо такої політики. Стабільна економіка є основою для розвитку будь – якого ринку і ринку цінних паперів зокрема. Виважена, передбачувана, прозора та логічна монетарна, фіскальна та зовнішньо – економічна політики можуть сприяти прийняттю позитивних інвестиційних рішень, що сприятиме розвитку вітчизняного фондового ринку.

Право голосу та свобода вибору (Voice and Accountability) також вважаються важливими чинниками інституційного середовища, що завершують опис інституційного середовища функціонування ринку цінних паперів. За Світовим банком, право голосу та свобода вибору визначає сприйняття того на скільки громадяни певної держави мають можливість вибирати собі владу, а також свобода волевиявлення, об'єднання та засобів масової інформації. Економісти вважають, що за інших рівних умов країни з більшим рівнем економічної, політичної та соціальної свободи розвиваються швидше та краще, ніж країни з порівняно нижчою свободою. Це пояснюється тим, що вища ступінь економічної свободи знов ж таки дає інвесторам впевненість у надійності цього ринку, адже вони передбачають, що їх не будуть утискати різноманітними методами та регулятивними заходами.

Фактично, інституційне середовище перш за все покликане стимулювати впевненість інвестора в надійності того чи іншого ринку. Надійна “тиха гавань” для коштів інвестора є найбільшою цінністю у прийнятті інвестиційних рішень.

Література

1. Kamal Amin El – Wassal. Stock market growth: an analysis of cointegration and causality/ Kamal Amin El – Wassal// Economic Issues. – 2005. – Vol.10, Part 1.
2. Zbigniew Kominek. Stock market and industry growth: an eastern European perspective / Zbigniew Kominek // European Bank for reconstruction and development, – 2003. Working paper № 81.
3. Kamal Amin El – Wassal. The Development of Stock Market: In Search of a Theory /Kamal Amin El – Wassal// International Journal of Economic and Financial Issues. – 2013. – Vol. 3, № 3, p. 606 – 624.
4. Claessens Stijn. Corporate governance reform issues in the Brazilian equity markets/ Claessens Stijn, Klingebiel Daniela, Lubrano Mike// International Research Journal of Finance and Economics. – 2007. – Vol. 8, p. 245 – 276.
5. Rafael La Porta. Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform/ Rafael La Porta, Florencio Lopez-deSilanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny// Financial Sector Discussion Sector №1. – 1999, Washington D.C.: World Bank.
6. Daniel Johansson. The Determinants of Stock Market Development: Implications of a Dynamic Panel Data Model/ Daniel Johansson, Andreas Schou Kongstad// Lund University MSc in Finance Thesis. – 2013. – 52 p.
7. Mondher Cherif. Institutional Determinants of Financial Development in MENA Countries/ Mondher Cherif, Christian Dreger// DIW Berlin Discussion papers. – 2014. – № 1422, p. 1 – 15.
8. Enrico C. Perotti. Privatization, political risk and stock market development in emerging economies/ Enrico C. Perotti, Pieter van Oijen// Journal of International Money and Finance. – 2001. – Vol. 20, p. 43 – 69.
9. Transparency International. Електронний ресурс: <http://www.transparency.org/what-is-corruption/#define>.
10. George C. Anayiotos. Institutional Factors and Financial Sector Development: Evidence from Sub-Saharan Africa/ George C. Anayiotos, Hovhannes Toroyan// IMF Working Paper. – 2009. – № 09/258, p. 1 – 26.
11. Hasan Ayaydin. Corruption, banking sector and stock market development: A Panel data Analysis/ Hasan Ayaydin, Nuri Baltaci// International Association of Social Science research. – 2013. – Vol. 1, Issue 2, p. 94 – 99.
12. Daniel Kaufmann. The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues/ Daniel Kaufmann, Aart Kraay, Massimo Mastruzzi// The World Bank Development Research Group. – 2010. – Policy Research Working Paper 5430, p. 29.