

УДК 336.761

І. М. Ройко,  
аспірант кафедри "Фінансові ринки",  
ДВНЗ "Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана", м. Київ

# ГЕНЕЗИС ТЕОРЕТИЧНИХ ПОГЛЯДІВ ЩОДО ЕВОЛЮЦІЇ, СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ МОДЕЛІ БІРЖОВОГО РИНКУ АКЦІЙ В УКРАЇНІ

I. Roiko,  
PhD student, the department of "Financial markets",  
Kiev national economic university named after Vadym Hetman, Kyiv

THE GENESIS OF THE THEORETICAL VIEWS ON THE EVOLUTION, ESTABLISHMENT  
AND DEVELOPMENT OF THE UKRAINIAN STOCK MARKET MODEL

**У статті досліджується генезис теоретичних поглядів щодо еволюції, становлення та розвитку моделі біржового ринку акцій в Україні. Автор статті наводить періодизацію основних етапів становлення моделі вітчизняного біржового ринку акцій. Також автор акцентує увагу на думки та пропозиції провідних експертів ринку цінних паперів України щодо розвитку моделі біржового ринку акцій України в посткризовий період. На думку автора, кризові явища та потрясіння сучасного фінансового ринку виявили суперечливість, неповноту концепцій та моделі ринку, загостривши потребу в теоретичному осмисленні нових реалій та зазначає, що сьогодні є нагальна потреба в науковому аналізі еволюції сучасної "парадигми" українського біржового ринку акцій, вдосконаленні концепції розвитку ринку відповідно до нових викликів європейської інтеграції.**

**The genesis of the theoretical views on the evolution, establishment and development of the Ukrainian stock market model is analyzed in the article. Also, the author figures out the main stages of the Ukrainian stock market model development periodization. Also, the author focuses on the views and opinions of the leading experts of the Ukrainian stock market on the national stock market model development in the post-crisis period. According to the author's point of view the crisis and turmoils of the modern financial markets have found out the contradictory, incomplete of the concepts and model of the market, exacerbating the need for the new realities theoretical understanding and notes that today there is an urgent need for the scientific analysis of the Ukrainian stock market modern "paradigm" evolution, improving the stock market development concept to meet the new challenges of European integration.**

**Ключові слова:** біржовий ринок акцій, парадигма фінансових ринків, нова нормальність, програма розвитку фондового ринку, консолідація біржової системи.

**Key words:** stock market, financial markets paradigm, new normal, program of the stock market developments, stock market system consolidation.

## ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Український біржовий ринок акцій перебуває у 2013—2014 році у стані якісної трансформації. Саме на 2013 рік припала радикальна зміна інфраструктурної моделі біржового ринку, на порядку денному стоїть проблема консолідації біржової системи України. Особливістю і складністю цих трансформаційних процесів є як нестабільність внутрі-

шньої макроекономічної ситуації, так і не стабільність на зовнішніх глобальних фінансових ринках. Аналіз теоретико-практичних поглядів щодо еволюції та формування сучасної моделі біржового ринку акцій України, виділення основних важливих етапів становлення вітчизняної моделі ринку дозволить визначити основні недоліки та знайти головні напрямки її модернізації та вдосконалення враховуючи нові виклики Європейської інтеграції України та інтеграції вітчизняного фінансового ринку, зокрема ринку цінних паперів у Європейську фінансову систему.

## АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ДАНОЇ ПРОБЛЕМИ

Дослідження розвитку, проблем, та удосконалення моделі ринку цінних паперів, зокрема біржового ринку акцій, України в останні роки актуалізувались і знаходяться у центрі уваги наукової спільноти. На особливу увагу заслуговують роботи Гриценко Л. Л., Роєнко В.В. [1], Опарін В.М. [3], Смагін В.Л. [4], Шелудько В.М. [7], Шишков С.Є. [8].

## ВИДІЛЕННЯ НЕВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ, КОТРИМ ПРИСВЯЧЕНА ОЗНАЧЕНА СТАТТЯ

Незважаючи на значний доробок вітчизняних науковців, останнім часом зроблено недостатньо теоретико-практичних досліджень, присвячених еволюції моделі біржового ринку акцій України та шляхів її вдосконалення на шляху інтеграції з європейською та глобальною системою фінансових ринків.

## МЕТА СТАТТІ

Мета статті — проаналізувати генезис теоретичних поглядів щодо еволюції, формування та становлення моделі біржового ринку акцій в Україні, виділити основні важливі етапи становлення моделі вітчизняного біржового ринку акцій.

## ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

Еволюція (лат. *evolutio* — розгортаю) — філософська і загальнонаукова теорія, що дає узагальнений вираз сукупності концепцій розвитку природи, суспільства і духу. У більш вузькому сенсі еволюція розглядається як поступова зміна і протиставляється скачкообразному, якісному типу змін. Ідея еволюції включає в себе сукупність уявлень про виникнення нових структур, функцій, законів, форм, якостей. Найбільш повна і цілісна концепція еволюції була розроблена в діалектичній філософії Гегеля, який вперше сформулював ідею еволюції у вигляді законів загального розвитку, розкрив джерела, рушійні сили еволюції, її форму і спрямованість. Світоглядно і методологічно еволюційна ідея стала "богом" для мислення ХХ в. Загалом можна сказати: "Ми еволюціонуємо — значить існуємо".

У соціально-філософському аспекті економічна еволюція досліджує розвиток процесів, що її характеризують, структури цих процесів, зв'язки між ними, розвиток наукових знань про парадигму розвитку суспільства, структури процесів як створення інститутів, що організують економічну еволюцію. Проблеми питань економічної еволюції, схильність ринкової економіки до повторення економічних явищ ніколи ще не були предметом таких акцентованих дискусій спеціалістів, як в наші дні. Процеси економічної еволюції як проблеми циклічного розвитку, досліджували вчені-економісти ХІХ—ХХ ст.: А. Шпітгоф, М. Туган-Барановський, К. Веблен, М. Кондратьєв, Дж. М. Кейнс, Ф. Кідланд, Е. Прескотт, Л. Абалкін, Ю. Яковець, Д. Норт, Р. Фогель та ін. Дослідженням короткострокових економічних циклів особливу увагу приділяли Дж. Кітчин, А. Бернс, У. Мітчелл.

З перших років незалежності Українська держава приділяла увагу розвитку фондового ринку. Були прийняті Закони України "Про цінні папери і фондову біржу", "Про господарські товариства", "Про приватизацію державного майна", "Про приватизаційні папери". В 1991 році був

створений перший організатор торгівлі цінними паперами — Українська фондова біржа. Важливим кроком, який сприяв розвитку ринку, став Указ Президента України "Про інвестиційні фонди та інвестиційні компанії", прийнятий в 1994 році. На підставі Указу Президента України від 12 червня 1995 року №446 "Про Державну комісію з цінних паперів та фондового ринку" було створено державний орган регулювання фондового ринку.

Таке бурхливе зростання уваги до питань фондового ринку вимагало і його теоретичного обґрунтування. Саме на початок 90-х років можна віднести появу перших теоретичних концепцій та робіт, пов'язаних з питаннями формування фондового ринку в Україні. Цей етап можна умовно визначити як етап "абстрактних уявлень" про сучасний фондовий ринок. У науковому середовищі тільки розпочався період ознайомлення та осмислення сучасного глобального фінансового ринку. На цьому етапі переважали ідеї розгляду фондового ринку та фондової біржі як деякий різновид універсальної товарної біржі або як організатора біржової торгівлі товарами та строковими інструментами: "економічна сутність біржі полягає в наступному: ринок замісних цінностей, організація, реалізація власної вигоди учасниками біржової торгівлі; офіційне котирування цін; специфічний біржовий товар; страхування цінових та курсових ризиків; цифровий вираз попиту і пропозиції; розміщення товарів у просторі й часі; встановлення об'єктивних цін та курсів, в основному майбутніх" [7]. Бурхливий розвиток наприкінці 90-х років товарних бірж у тому числі і в Україні не міг не вплинути на цей вибір. Парадокс полягає в тому, що біржовий ринок товарів швидко зійшов зі сцени, а теорії залишились. На сьогодні діяльність товарних бірж в Україні скоріше екзотика минулого і предмет багаторічних дискусій щодо їх подальшої долі.

У свою чергу, цінні папери у цих теоретичних координатах розглядаються як біржовий товар: "Аналізуючи вимоги, яким повинен відповідати біржовий товар, легко переконатися в тому, що цінні папери є класичним біржовим товаром. До основних характеристик цінних паперів варто зарахувати їх масовість, стандартність і взаємозамінність. Цінні папери, що обертаються на фондовій біржі, мають ще одну властивість: змінюваність цін на ці папери, як правило, повинна бути постійною і мінімальною. Фондова біржа спроможна забезпечити саме таку концентрацію попиту і пропозиції цінних паперів, що дає можливість встановити ціни на них, які реально відбивають економічну ситуацію" [5].

Разом з тим можна констатувати намагання теоретично обґрунтувати місце фондової біржі як на фінансовому ринку України, так і в економіці в цілому: "Фондова біржа є одним із регуляторів фінансового ринку. Основна роль біржі полягає в обслуговуванні потоків фінансових і позичкових капіталів: нагромадженні і концентруванні капіталів, з одного боку, і кредитуванні і фінансуванні держави і різноманітних господарських структур — з другого. Роль фондової біржі в економіці країни визначається насамперед ступенем роздержавлення власності, а точніше, частки акціонерної власності у виробництві валового національного продукту" [5].

Перші наукові уявлення щодо моделі фондового ринку України та його біржового сегменту знайшли своє відображення у Законі України "Про цінні папери та фондову біржу" (1991 рік). Саме в ньому було визначено, що фондова біржа — організаційно оформлений, постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами. А в вимогах до Правил фондової

біржі були сформульовані основні принципи сучасної біржової торгівлі.

Потреба переоцінки та розвитку теоретичних поглядів формувалась під впливом нових завдань, які економічна реальність висувала перед фондовим ринком та його біржовим сегментом. Розробка програмних документів на середину 90-х років увібрала в себе досягнутий досвід як і теоретичних напрацюваннях, так і досвід практичний, набутий у перші роки формування як фондового ринку України, так і, насамперед, біржового ринку акцій. Так склалось історично, що в Україні саме біржовий ринок акцій вимагав першочергової уваги. Масова приватизація державних підприємств ринкові перетворення вимагали по-новому переосмислити місце та роль біржового ринку акцій. На той момент ринок боргових інструментів був, практично, відсутній.

Щодо фінансового ринку України, то ретроспективно його становлення відбувалось у три етапи. Послідовно серед них: 1992—1998 рр. — період так званої "хаотичної" капіталізації та групо-персоніфікованого привласнення суспільних до цього ресурсів, який закінчився відомим обвалом 1998 р.; 1998—2000 рр. — після ейфорична стагнація із спробами відновити докризову ділову активність; 2001 р. і донині — збереження підтримання продуктивної платформи розвитку ринку, коли його спекулятивна складова залишається підпорядкованою. Останній етап становить акцентований інтерес з дослідницької точки зору.

Процес формування та розвитку фондового ринку протягом 1995—2000 років (як в інституціональному та інфраструктурному аспектах) здійснювався під впливом ряду програмних документів, прийнятих Верховною Радою України та Президентом України, зокрема:

- концепції функціонування та розвитку фондового ринку, схваленої постановою ВРУ від 22.09.1995 року № 342/95-ВР; Указу Президента України від 30.10.1999 року № 1415/99 "Про Основні напрями розвитку фондового ринку в Україні у 2000 році";

- концепція функціонування та розвитку фондового ринку (ринку цінних паперів) України (1995 року) як документ, що представляв систему тогочасних теоретичних поглядів на мету та основні принципи функціонування і розвитку фондового ринку України. "Головною метою Концепції визначено, що це — становлення цілісного, високоліквідного, ефективного і справедливого ринку цінних паперів в Україні, регульованого державою та інтегрованого у світові фондові ринки" [1].

Теоретична модель біржового ринку акцій в Концепції передбачала його моноцентричність. Цілісність ринку передбачалося забезпечити функціонуванням єдиної біржової системи, що діє під егідою Національної фондової біржі, систем Національного депозитарію та клірингу (розрахунків) по цінних паперах. Принцип цілісності вимагав на думку авторів Концепції впровадження єдиних основних правил щодо ціноутворення на ринку цінних паперів на всій території України.

На думку Еш С.М., модель "моноцентричного" біржового ринку і сьогодні "продовжує своє життя" в науково-учбовій літературі, так описуючи один із принципів функціонування фондового ринку, автор зазначає, що: "принцип цілісності забезпечується єдиним місцем котирування, яким є УФБ, єдиним Центральним депозитарієм і єдиним Кліринговим банком".

Хоча потрібно зазначити, що у найближчі роки питання консолідації біржового ринку акцій в Україні перейде із наукових дискусій у практичну площину. Сьо-

годні не прості перспективи двох провідних фондових бірж України — Української біржі та Фондової біржі ПФТС, викликають більше питань, ніж відповідей. До сьогодні не зрозуміло, що планують робити із цими біржами їх нові власники (і серед акціонерів УБ, і серед акціонерів ПФТС — ВАТ "ММВБ-ПТС"). Ще менш зрозумілою є стратегія власників інших восьми фондових бірж України.

За 1995—2000 роки на фондовому ринку України відбулися кардинальні зміни: створені основні елементи інфраструктури фондового ринку; значно розширене правове поле регулювання фондового ринку через прийняття Законів України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" та "Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів"; в результаті проведення приватизації створені десятки тисяч акціонерних товариств; сформувалась індустрія спільного інвестування, орієнтована на обслуговування процесу масової приватизації; з'явилися випуски облігацій місцевих позик органами місцевого самоврядування; запроваджені засади захисту прав інвесторів.

Основними факторами, які впливали на становлення та розвиток фондового ринку в Україні в ці роки було формування інфраструктури фондового ринку з орієнтацією на обслуговування приватизаційних процесів, а не на розвиток самого ринку; надмірна орієнтація державної політики лише на стратегічних інвесторів та на збереження значної державної частки в статутних фондах акціонерних товариств; надмірна сегментація регулювання фондового ринку України та створення надлишкової регулятивної інфраструктури; затримка в проведенні масштабної пенсійної реформи, що обмежує зростання реальної капіталізації фондового ринку України; відсутність узгодженої політики в сфері законодавства, що регулює фондовий ринок; криза 1998 року на світових фінансових ринках.

Подальший розвиток ринку був неможливий без постійного перегляду та розвитку науково-теоретичних поглядів, квінтесенція яких і знаходила своє відображення в програмних документах держави щодо напрямів розвитку фондового ринку України. Проекти цих документів стали результатом роботи великої групи науковців та експертів, яких об'єднала НКЦПФР у межах своєї Консультаційно-експертної Ради у ці роки. Велику допомогу у підготовці цих програмних документів надавали і іноземні фахівці по лінії технічної допомоги Україні від США та Європейського Союзу.

На кінець 2000 року Стратегічна група з питань розвитку фондового ринку України, до складу якої увійшли такі знані фахівці фондового ринку, як Бірюк С.О., Гець В.М., Заря І.О., Леонов Д.А., Мозговий О.М., Ромашко О.Ю., Федоренко А.В. та інші, констатувала, "що на сучасному етапі український фондовий ринок не є ефективним і характеризується низькою ринковою капіталізацією, недостатньою прозорістю та ліквідністю. Основний обсяг угод з цінними паперами укладається поза межами організованого ринку. Такий стан ринку не заохочує вітчизняних та іноземних інвесторів до вкладання коштів в цінні папери українських емітентів.

Розвиток інвестиційного процесу в економіці України та подальше проведення ринкових реформ неможливі без створення ефективно діючого фондового ринку, що може забезпечувати реалізацію національних інтересів України. В Програмі чітко окреслено, що головними тенденціями на міжнародних фондових ринках, що визначатимуть дальший розвиток фондового ринку

України, є глобалізація світового ринку капіталу; створення глобальних торговельних та розрахунково-клірингових систем для обслуговування міжнародних ринків капіталу; технологізація ринків капіталу через зростаюче використання новітніх інформаційних і фінансових технологій; універсалізація діяльності фінансових інститутів, які спроможні надавати своїм клієнтам повний спектр фінансових послуг, включаючи послуги на ринках цінних паперів; інституціоналізація або зростання ролі інституційних інвесторів (інститутів спільного інвестування, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній) у здійсненні фінансових інвестицій; інтернаціоналізація та регіоналізація регулювання фондових ринків; дерегуляція фінансових ринків як засіб протидії їх переміщенню в офшорні зони. Останнє десятиліття багато в чому підтвердило зроблений у 2000 році прогноз фахівців.

Мало чи не вперше в програмі розвитку фондового ринку України на 2001—2005 роки на порядок дня було поставлено питання конкурентоспроможності фондового ринку України. "Фондовий ринок України за ступенем зрілості і ризиків належить до ринків, які перебувають на початкових стадіях зростання. Йому доводиться жорстко конкурувати за обсяг інвестиційних ресурсів з іншими фондовими ринками, що розвиваються. За своєю капіталізацією та обсягами угод, український фондовий ринок є меншим за ринки країн Східної і Центральної Європи, зокрема Росії. Якщо зараз не вжити рішучих заходів по його розвитку, то за умов світової глобалізації ринків торгівля найбільш привабливими цінними паперами українських емітентів, без сумніву, буде зосереджуватися у Берліні, Відні, Стамбулі, Москві тощо". Негативними наслідками цього процесу для українських організаторів торгівлі і київського фінансового ринку як центрального в Україні можуть у подальшому стати масовий вихід з українського фондового ринку іноземних інвесторів і фінансових інститутів після закінчення грошової приватизації і постприватизаційного перерозподілу власності на іноземні фондові ринки, як більш надійні і звичні; подальше зменшення обсягів як торгівлі, так і капіталізації біржового ринку акцій, його провінціалізація. В умовах глобалізації фінансових ринків Україна має обрати шлях цивілізованої інтеграції, не забуваючи про свої національні інтереси. Підвищення конкурентоспроможності українського фондового ринку і цивілізована інтеграція до міжнародних ринків капіталу повинні стати пріоритетами державної політики на фондовому ринку України. Багато в чому подальше десятиліття підтвердило висновки авторів Програми. Пропонувалось у якості пріоритетів забезпечення вищезгаданого державного протекціонізму до національних інститутів інфраструктури фондового ринку; стимулювання інститутів інфраструктури фондового ринку (організаторів торгівлі, прямих учасників Національної депозитарної системи) до впровадження нових фінансових послуг, фінансових продуктів і інструментів; впорядкування інтеграційних процесів до фондових ринків ЄС та Росії на засадах цивілізованості і врахування національних інтересів; міжнародне співробітництво в рамках IOSCO та інших міжнародних організацій як основа для створення позитивного іміджу українського фондового ринку.

Як справедливо підкреслює проф. Суторміна В. М.: "Основними показниками, що характеризують роль ринку акцій в економічному розвитку, є: його капіталізація, тобто поточна вартість акцій на ринку капіталів та її відношення у процентах до ВВП, або коефіцієнт капіта-

лізації, який визначається за показниками вторинного ринку; частка емісії акцій у фінансуванні капітальних вкладень".

Визначаючи макроекономічні орієнтири біржового ринку акцій на період 2001—2005 років Стратегічна група взяла за основу два основних показники: ринкову капіталізацію по відношенню до ВВП, та обсяг угод з акціями на організованому ринку. На той час біржова торгівля акціями була практично відсутня, а весь обсяг концентрувався на торговельно-інформаційній системі Асоціації ПФТС, яка отримала статус фондової біржі лише у 2006 році, хоча цей ринок вже класифікувався як організаційно-оформлений. Безумовно, на той момент ПФТС не претендувала на статус повнофункціональної фондової біржі, але існуючі фондові біржі України за рівнем своєї технологізації суттєво відставали від ТІС ПФТС.

Експертами було дана характеристика організованого ринку акцій, який на той час навряд чи можна було б назвати біржовим, в якій зазначалось, що сьогодні торгова інфраструктура фондового ринку України, що складається з фондових бірж та інформаційно-торговельних систем, перш за все, обслуговує приватизаційні та постприватизаційні процеси розподілу і перерозподілу корпоративної власності.

Як наслідок, розміри організованого ринку акцій України на той час були незначними за обсягами ринкової капіталізації, за кількістю і обсягами угод з цінними паперами; неорганізований ринок значно перевищував організований. Організатори торгівлі повинні були забезпечити ефективну торговельну платформу разом з фінансовими продуктами, які потрібні клієнтам, та за ціною, яку ці клієнти готові будуть платити.

Пріоритетними було визначено створення умов щодо налагодження інформаційного обміну з використанням сучасних технологій між організаційно оформленими ринками з метою забезпечення інвестора своєчасною і необхідною інформацією для прийняття інвестиційних рішень. Як пріоритетної визначалась необхідність зосередження торгівлі ліквідними акціями на організованому ринку. Створення сприятливих умов для торгівлі на організованому ринку акціями молодих компаній росту. Запровадження заходів для розміщення українськими емітентами своїх акцій на організованих ринках.

Криза 2008 року актуалізувала теоретичні пошуки нових напрямів та заходів реформування українського фондового ринку та його біржового сегменту з метою подолання існуючих проблем. Окремі автори пропонують цілі комплекси заходів для подальшого розвитку вітчизняного фондового ринку та забезпечення його ефективного функціонування, а саме: "підвищити капіталізацію та ліквідність організованого ринку цінних паперів шляхом використання фондових бірж у процесі приватизації через первинне публічне розміщення акцій; створити універсальну національну біржу, яка буде діяти на принципах регульованих ринків ЄС і здатна інтегруватися у світовий фінансовий простір; забезпечити поетапне створення єдиного центрального депозитарію України з урахуванням світового досвіду інтеграції обліково-фінансової інфраструктури; прийняти Закон України "Про похідні цінні папери"; підвищити прозорість операцій на фондовому ринку та інформації емітента щодо свого фінансового стану та результатів діяльності згідно з вимогами Міжнародної організації комісій з цінних паперів та Директивами Європейсько-

го Союзу" [1]. Інші, на підставі своїх наукових пошуків, роблять не менш неоднозначні висновки: "Адже світовий досвід показує, що найважливішим напрямком забезпечення високого рівня капіталізації фондових бірж є налагодження діяльності депозитарної системи". Дійсно в Україні є складна проблема із створенням повноцінного Центрального депозитарію, але безпосередньо ні на капіталізацію фондових бірж, а точніше, емітентів, акції яких торгуються на цих біржах, відсутність повнофункціонального Центрального депозитарію не впливає. Хоча його відсутність не сприяє подальшому розвитку біржового ринку акцій в Україні.

На кінець необхідно зазначити, що теоретичний пошук достойних відповідей на виклики, які постали перед біржовим ринком акцій України, внаслідок глобальної кризи 2008—2013 років ще попереду. Якщо більш менш зрозуміла, на сьогодні, модель обслуговування виконання біржових угод (розрахунково-клірингова діяльність), модель організації самої біржової торгівлі, та є великий перелік питань, відповіді на які ще потрібно отримати.

Питання перше, а чи дійсно в Україні не можна розвивати економіку без біржового ринку акцій і кому він потрібний, окрім безпосередніх біржових гравців... Чи не перетворюється сучасний біржовий ринок в місце лише спекулятивної гри і ніякого стосунку до реальної економіки він не має: "Відрив фондового ринку України від реальності, від потреб економіки, від відомих класичних функцій — перший і головний виклик, на який треба відповісти". Питання можна продовжувати, але подальші відповіді ринок буде шукати сам, або він перетвориться на "не ринок"...

Симптоматично виглядає висловлювання Голови Біржової Ради Української біржі п. Мазепи в його інтерв'ю Інтерфакс України (січень 2012 року): "Я б сказав, що фондового ринка скоріше немає, ніж він є. За моїми оцінками, на ринку залишилось не більше 10 інвестиційних компаній, які повноцінно та регулярно виконують свою роботу".

Інші експерти підкреслюють, що за 2011 рік фондовий ринок втратив більше десятка ліквідних паперів. За словами Президента інвестиційних фондів КУА "Амадеус" М. Ройка у 2011 році український ринок "втратив таких емітентів, як "Луганськтепловоз", Сумське НВО ім. Фрунзе, Маріупольський завод важкого машинобудування, практично втрачено "Укртелеком", "Дніпро" і "Західенерго", "Стирол", на межі "Азовсталь" та "Укрнафта", практично не дихають "Райффайзен Банк Аваль" та "Укрсоцбанк". "Залишилося добити вагонобудівні підприємства — Крюківський і Стахановський вагонобудівні заводи, і наші індекси треба буде стиснути до ТОП-5 або ТОП-7 у кращому разі". "За 10 років на українському фондовому ринку не з'явилося жодного ліквідного цінного папера", — додав М.Ройко. В цілому, за словами М.Ройка, "переважна більшість проблем українського фондового ринку лежить поза його межами".

Глобальна фінансова криза 2008 року каталізувала процес переосмислення сучасної парадигми фінансового ринку та напрямів її еволюції. Пріоритет тут належить Джорджу Соросу, який своєю теорією рефлексивності поклав початок дискусій стосовно нової парадигми фінансових ринків [10]. Він апелює до гіпотези ефективності, що є основою сучасної парадигми біржового ринку цінних паперів. Ефективність ринку передбачає повне відображення в біржових курсах нової ринкової інформації. Вважається, ринки прагнуть до ринкової рівноваги, і будь-які відхилення мають випадковий ха-

рактер. Сорос підкреслює, що в цінах відображаються не факти, а інтерпретація фактів учасниками, і, головне, їх бажання стосовно майбутньої динаміки цін. Наріжним каменем нової парадигми за Соросом є теорія рефлексивності, яка описує вплив мислення учасників ринку не тільки на ринкові ціни, а і на фундаментальні чинники, що стоять за цими цінами, що, у свою чергу, дає нові підстави для наступного осмислення "нової ринкової реальності". За словами В.Д. Миловидова: "сьогодні стає майже очевидним, що ні одна з існуючих фінансових теорій не може пояснити фундаментальні чинники сучасної фінансової кризи ... ефективний фінансовий ринок — лише теоретична конструкція, перерозподільна функція фінансових інститутів не працює на економічне зростання, вартість фінансових активів — самостійна категорія, а фінанси — відносно незалежний сектор економіки, що здатен розвиватись за своїми законами та правилами" [2].

Ми притримуємось позиції, що у сучасній фінансовій теорії зміни однієї парадигми новою відбувається, перш за все, еволюційним шляхом. Саме поступові еволюційні зміни, які можуть бути лише прискорені кризовими потрясіннями, ведуть до поступових парадигмальних зрушень у сучасній фінансовій теорії. Кризові явища та потрясіння сучасного фінансового ринку виявили суперечливість, неповноту і неадекватність економічних концепцій та моделей, загостривши потребу в теоретичному осмисленні нових реалій, вимагають нового рівня осмислення трендів сучасного ринку. Ми вважаємо, що сьогодні є нагальна потреба в науковому аналізі еволюції сучасної "парадигми" українського біржового ринку акцій. На наш погляд, саме через явища та процеси біржового ринку акцій України проявляється глибинна економічна сутність природи фондового ринку як невід'ємної частини українського фінансового ринку. За останні роки українським науковим та ринковим співтовариством було сформульовано сучасну парадигму біржового ринку акцій, яка знайшла своє відображення у діючому законодавстві України щодо фондового ринку та в низці концептуальних та програмних документів, щодо шляхів подальшого розвитку фондового ринку України.

## ВИСНОВКИ

Нинішня криза поставила нові виклики. Головне питання стосується подальшої долі українського фондового ринку та його серцевини — біржового ринку акцій. Приватизаційний розподіл та постприватизаційний перерозподіл підходять до свого кінця і виникає закономірне питання щодо подальшого сенсу існування такого ринку. На наш погляд, сутність біржового ринку акцій можна визначити тільки через її проявлення, а саме: в явищах сучасного фондового ринку. У свою чергу таке економічне явище як біржовий ринок акцій є прояв ще більш глибинної, абстрактно-теоретичної сутності. При чому і явища, і сутності знаходяться у постійному розвитку, постійної зміни, як під впливом зовнішніх, так і внутрішніх чинників фінансового ринку як внутрішнього, так і глобального.

Нам здається, що відображенням нового витка еволюції сучасної парадигми біржового ринку України може стати концепція "нової нормальності", яку на початку 2009 року розробили керуючі компанії PIMCO, яка управляє одним з найбільших інвестиційних фондів "PIMCO Total Return Instl". Сутність "нової нормальності" полягає у тому, що економіка, що виходить з фінансової кризи не буде відновлюватись за нормальною циклічною моделлю і англосаксонська модель фінансів не

буде мати вирішальної ролі у постіндустріальних економіках. До найбільш відомих прибічників "нової нормальності" в Росії відносять керівника Експертного управління Президента Росії Ксенію Юдаєву: "нова нормальність призвела до декількох принципових змін; "легкі" джерела економічного економіка не може розвиватись за рахунок кредитних субсидій з-за кордону на фоні "надування" глобальної фінансової бульбашки". І за рахунок постійного зростання цін на нафту, за рахунок надлишкових потужностей та людських ресурсів — теж не можливо" [9].

Таким чином, до основних етапів генезису теоретичних уявлень щодо формування та становлення біржового ринку акцій в Україні, на наш погляд, слід віднести:

— прийняття Закону України "Про цінні папери та фондову біржу" (1991 р.), в якому біли виписані перші риси біржового ринку акцій;

— прийняття Концепція функціонування та розвитку фондового ринку (ринку цінних паперів) України (1995 р.), в якій описана теоретична модель біржового ринку акцій, яка передбачала його моноцентричність. Цілісність ринку повинна була забезпечуватись функціонуванням єдиної біржової системи, що діла б під егідою Національної фондової біржі, система Національного депозитарію та клірингу (розрахунків);

— прийняття Закону України "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" (1996 р.), який фіксує, що біржовий ринок акцій України може бути не моноцентричний;

— прийняття Закону України "Про національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні" (1997 р.), в якому фактично прописано можливість існування не тільки одного центрального депозитарію;

— програма розвитку фондового ринку України на 2001—2005 роки: визнання фактичної поліцентричності біржової та обліково-розрахункової систем фондового ринку України;

— процес формування нового бачення ринку у посткризовий період: створений НКЦПФР спільно з ринком Проекту програми розвитку фондового ринку на 2012—2015 роки;

— підбиття підсумків та наукове осмислення підсумків існування діючої моделі біржового ринку. Удосконалення та пошук нових шляхів розвитку моделі біржового ринку України, враховуючи нові виклики Європейської інтеграції України та інтеграції вітчизняного фінансового ринку, зокрема ринку цінних паперів у Європейську фінансову систему.

## ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК У ДАНОМУ НАПРЯМІ

Аналіз сучасних реалій українського біржового ринку, насамперед, ринку акцій, з використанням основних ідей концепції "нової нормальності" може значно розширити науковий інструментарій пошуку відповідей на існуючі виклики. Можливо ті явища ринку, які важко пояснити з позицій існуючої парадигми, можуть бути осмислені та вивчені за допомогою нового інструментарію. Насамперед, це стосується аналізу основних рис кризи сучасної парадигми біржового ринку акцій як рефлексії глобальної фінансової кризи, за допомогою міжнародної системи показників аналізу біржової статистики, яка є новою для вітчизняного ринку та досі в повній мірі не впроваджена НКЦПФР.

## Література:

1. Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України (1995 року) Проблеми розвитку фондового ринку України в умовах фінансової глобалізації [Текст] / Л.Л. Гриценко, В.В. Роєнко // Механізм регулювання економіки. — 2010. — № 2. — С.10—15.
2. Миловидов В.Д. "Философия финансового рынка // Экономика и международные отношения. — 2012. — № 8. — С. 3—13.
3. Опарин В.М. Фінансова система України: Теоретико-методологічні аспекти: монографія. — К.: КНЕУ, 2005. — С.150.
4. Смагін В.Л. Формування та розвиток фінансового ринку в умовах трансформаційної економіки: монографія. — К.: КНЕУ, 2008. — С. 25.
5. Солодкий М.О. Біржовий ринок: навч. посібник. — 2-ге вид., випр. — К.: Джерела М, 2005. — 336 с. С.123.
6. Сохацька О.М. Біржова справа: підручник. — Тернопіль: Карт-бланш, 2003. — С. 24—25.
7. Шелудько В.М. Фінансовий ринок: підручник / В.М. Шелудько. — К.: Знання, 2006. — С. 11.
8. Шишков С.Є. Біржовий механізм розвитку фондового ринку України: автореф. дис. канд. екон. наук: спец. 08.00.08 // С.Є. Шишков. — Київ, 2011. — 26 с.
9. Юдаєва К. New Normal для Росії [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ecpol.ru/index.php/2012-04-05-13-39-38/2012-04-05-13-39-53/576-new-normal-dlya-rossii>
10. George Soros The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means, Published in the United States by PublicAffairs™, 119 с.

## References:

1. Gricenko, L. L. and Roenko, V. V. (2010), "Concept of functioning and development of the stock market of Ukraine (1995). Problems of Ukraine's stock market in terms of financial globalization", *Mehanizm reguljuvannja ekonomiki*, vol. 2, pp.10—15.
2. Milovidov, V. D. (2012), "The philosophy of the financial market", *Jekonomika i mezhdunarodnye otnoshenija*, vol. 8, pp. 3—13.
3. Oparin, V.M. (2005), *Finansova sistema Ukraïni: Teoretiko-metodologichni aspekti* [The financial system of Ukraine: Theoretical aspects], KNEU, Kyiv, Ukraine.
4. Smagin, V.L. (2008), *Formuvannja ta rozvitok finansovogo rinku v umovah transformacijnoï ekonomiki* [The formation and development of the financial market in terms of transformation economy], KNEU, Kyiv, Ukraine.
5. Solodkij, M.O. (2005), *Birzhovij rinok* [Stock market], Dzhherela M, Kyiv, Ukraine.
6. Sohač'ka, O.M. (2003), *Birzhova sprava* [exchange business], Kart-blansh, Ternopil', Ukraine.
7. Shelud'ko, V.M. (2006), *Finansovij rinok* [Financial Markets], Znannja.
8. Shishkov, S.E. (2011), "The exchange mechanism of the stock market of Ukraine", Ph.D. Thesis, economy, Kyiv, Ukraine.
9. Judaeva, K. (2012), "New Normal for Russia", available at: <http://www.ecpol.ru/index.php/2012-04-05-13-39-38/2012-04-05-13-39-53/576-new-normal-dlya-rossii> (Accessed 24 Nov 2014).
10. Soros, G. (2009), *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means*, PublicAffairs™, United States.

Стаття надійшла до редакції 01.12.2014 р.