

**ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**

КОТЛЯРОВ СЕРГІЙ ЛЕОНІДОВИЧ

УДК 336.761: 339.13

**ТРАНСФОРМАЦІЯ ФОНДОВИХ РИНКІВ КРАЇН
ЦЕНТРАЛЬНОЇ ТА СХІДНОЇ ЄВРОПИ**

**Спеціальність 08.00.02 –
Світове господарство і міжнародні економічні відносини**

**АВТОРЕФЕРАТ
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук**

Київ - 2008

Дисертацією є рукопис

Робота виконана на кафедрі міжнародних фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Міністерства освіти і науки України, м. Київ

Науковий керівник: - кандидат економічних наук, доцент
заслужений економіст України,
Бірюк Сергій Олексійович,
Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку,
Член Комісії

Офіційні опоненти: - доктор економічних наук, професор
Шевчук Віктор Олексійович,
Львівська комерційна академія,
завідувач кафедри міжнародних економічних відносин

кандидат економічних наук, доцент
Сніжко Оксана Володимирівна,
Інститут міжнародних відносин Київського
національного університету імені Тараса Шевченка,
доцент кафедри міжнародних валютно-кредитних і
фінансових відносин

Захист відбудеться «15» травня 2008 року о 11⁰⁰ годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.006.02 у ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1, ауд. 203.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03113, м. Київ, вул. Дегтярівська, 49г, ауд. 601.

Автореферат розісланий «15» квітня 2008 року.

Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради
доктор економічних наук, професор

Л.Л.Антонюк

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Актуальність теми. У сучасній світогосподарській системі фондовий ринок з його ефективними механізмами акумуляції і перерозподілу інвестиційних ресурсів є найбільш масштабним та динамічним сегментом фінансового ринку. Загальний обсяг світового фондового ринку значно перевищує світовий ВВП і на початок 2008 року оцінювався міжнародними експертами у 140 трлн доларів США.

За умов фінансової глобалізації рух цінних паперів суттєво динамізується, з одного боку, він активізує продуктивні інвестиційно-відтворювальні процеси, а з другого – породжує нові проблеми розвитку національних та міжнародної економік, що характеризується безпрецедентними переливами спекулятивного капіталу, дискредитацією макроекономічних пропорцій сектору світової економіки, критеріїв справедливої конкуренції, ефективності, стабільності та безпеки.

Теоретичні основи розвитку фондового ринку в умовах інтернаціоналізації та глобалізації розкрито в працях зарубіжних і українських вчених: Л.Антонюк, О.Аршавського, М.Берзоні, О.Буреніна, О.Буянова, І.Вальтера, Б.Губського, П.Дуайєра, В.Євстигнєєва, Є.Жукова, Б.Колтинюка, Д.Лук'яненка, С.Матросова, М.Міллера, Я.Міркіна, М.Монтеса, А.Поручника, Б.Рубцова, Л.Руденко, Дж.Сороса, Ю.Фами, І.Фамінського, Л.Федякіної, Філіпа А. Фішера, Б.Ческідова, А.Шляйфера, У.Шарпа та багатьох інших.

Концептуальним питанням становлення та функціонування фондового ринку України присвячено праці вчених-економістів і практиків: С.Бірюка, С.Богачова, М.Бурмаки, Ю.Козака, Д.Леонова, Ю.Лисенкова, З.Луцишин, Ю.Макогона, О.Мозгового, В.Новицького, В.Оскольського, Є.Панченка, Є.Савельєва, О.Сніжко, А.Філіпенка, В.Шевчука та інших.

Незважаючи на досить значну кількість наукових публікацій з проблем фондового ринку та практичну реалізацію інституційно-регулятивних засобів, у країнах з економікою трансформаційного типу спостерігається певна законодавчо-нормативна формалізованість діяльності фондових ринків, а не їхнє ефективне функціонування у глобальному конкурентному середовищі.

Неабиякий науковий інтерес мають поглиблені дослідження трансформаційних фондових ринків країн Центральної та Східної Європи, у визначенні складу яких використовуються різні підходи залежно від ключової ознаки – політико-економічної чи суто географічної. Економіка більшості з цих країн динамічно розвивається, використовуючи переваги інтернаціоналізації та регіональної економічної інтеграції на основі ринкової відкритості та фінансової лібералізації.

У контексті євроінтеграційної орієнтації української економіки особливу увагу викликають центральноевропейські країни - нові члени Європейського Союзу - Угорщина, Польща, Словаччина, Чеська республіка, Румунія, Болгарія. Водночас важливо адекватно оцінити специфіку формування фондових ринків східноєвропейських країн - Російської Федерації, Білорусі, Молдови.

Концептуальна невизначеність щодо моделі українського фондового ринку, відсутність чіткої науково обгрунтованої стратегії розвитку обумовлюють суперечливість інтересів його учасників, низьку ефективність, нетранспарентність

та тінізацію операцій з цінними паперами, їхній спекулятивний характер та провокують складні соціально-економічні проблеми.

Дані обставини визначили актуальність, об'єкт та предмет, обумовили мету, основні завдання та логіку дисертаційного дослідження (рис. 1).

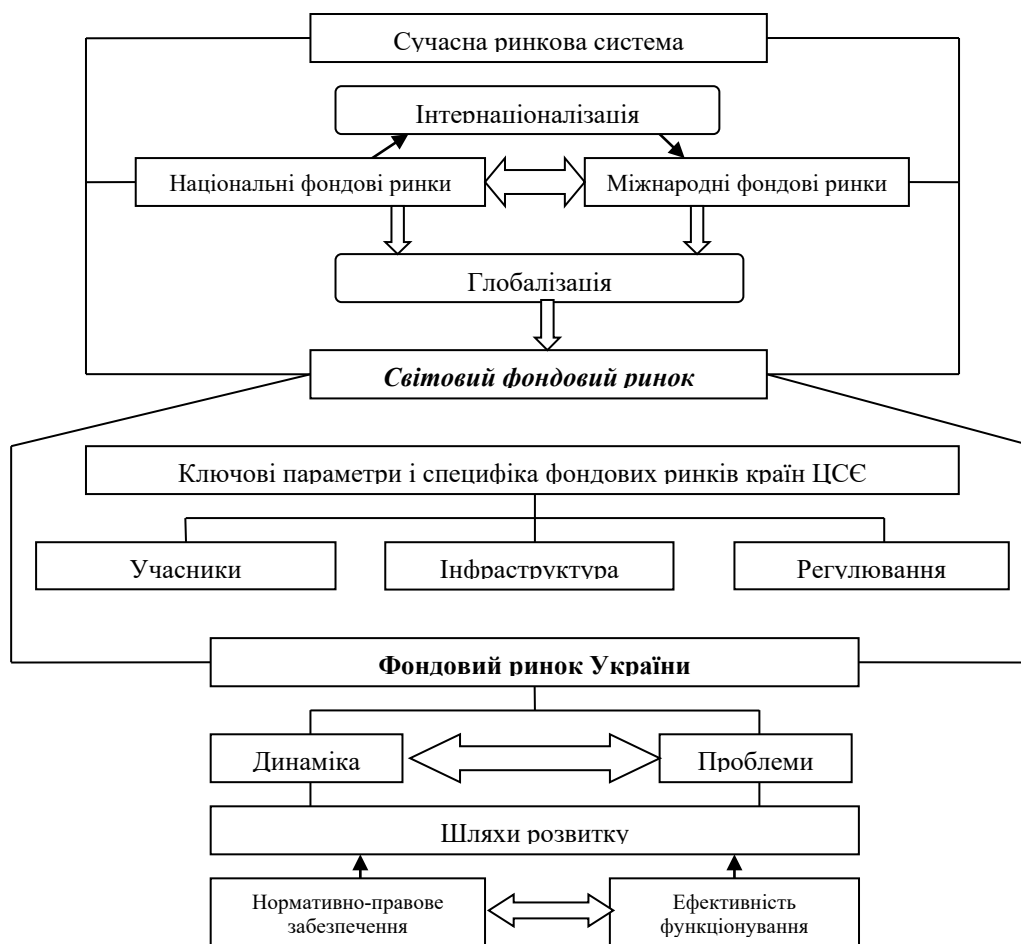


Рис. 1. Логіка дисертаційного дослідження

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана в рамках міжкафедральних науково-дослідних тем «Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах глобалізації економічного розвитку» (номер державної реєстрації 0101U002948) та «Ресурси і моделі глобального економічного розвитку» (номер державної реєстрації 0106U004357) факультету міжнародної економіки і менеджменту Державного вищого навчального закладу «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». Особисто автором досліджено процеси трансформації фондових ринків країн ЦСЄ в сучасних умовах (підрозділ «Фінансово-інвестиційні стратегії») та розроблено напрями розвитку інфраструктури та подальшої розбудови фондового ринку України (підрозділ «Формування привабливого інвестиційного клімату в країнах з трансформаційною економікою»).

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є виявлення закономірностей та особливостей становлення фондових ринків країн ЦСЄ та обґрунтування запропонованих шляхів розвитку фондового ринку України з

урахуванням пріоритетів національної стратегії економічного розвитку та тенденцій фінансової глобалізації.

Для досягнення поставленої мети автором були досліджені та вирішені наступні завдання:

- розкрити сутність та роль фондового ринку в сучасній економіці за умов її інтернаціоналізації;
- дослідити передумови та особливості формування світового фондового ринку та розкрити механізм його функціонування;
- виявити ключові параметри та дослідити специфіку трансформації фондових ринків країн ЦСЄ;
- здійснити порівняльний аналіз механізмів взаємодії учасників фондових ринків країн ЦСЄ;
- проаналізувати у євроінтеграційному контексті розвиток фондової інфраструктури у країнах ЦСЄ;
- дати порівняльну оцінку еволюції систем регулювання фондових ринків країн Центральної та Східної Європи;
- висвітлити умови сек'юритизації української економіки в період ринкової трансформації;
- оцінити організаційно-економічну динаміку та виявити ключові проблеми становлення національного фондового ринку;
- обґрунтувати шляхи та пріоритетні заходи організаційно-економічного та нормативно-правового забезпечення ефективного функціонування фондового ринку України в умовах глобалізації.

Об'єктом дослідження є процес трансформації фондових ринків країн Центральної та Східної Європи в умовах регіональної та глобальної фінансової інтеграції.

Предметом дослідження є система суб'єктно-функціональних та інституційно-регулятивних відносин, що формується в умовах трансформації фондових ринків у країнах ЦСЄ.

Методи дослідження. Методологічну основу дисертації складають фундаментальні положення економічної теорії стосовно функціонування фінансових ринків в умовах інтернаціоналізації та глобалізації, наукові праці провідних вітчизняних і зарубіжних учених з питань формування світового фондового ринку. У роботі використані діалектичний та історичний методи дослідження еволюції фондового ринку у межах загальносистемного аналізу (Розділ 1). При дослідженні фондових ринків країн ЦСЄ застосовувався метод порівняльного мікро- і макроекономічного аналізу (Розділ 2). Статистичні і графічні методи було застосовано для аналізу інституційних змін фондових ринків країн Центральної та Східної Європи; метод моделювання – при якісних аналітичних оцінках світової, регіональної (європейської) та національної систем організації фондових ринків (Розділ 3).

Інформаційну базу дослідження становлять Закони України, Укази Президента України, Постанови Кабінету Міністрів України, матеріали Міністерства економіки України, Державного комітету статистики України, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України (ДКРРФПУ), офіційні

дані Євросоюзу, Світового банку, МВФ, ОЕСР, Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO), Форуму європейських комісій з цінних паперів (FESCO), Міжнародної федерації фондових бірж, Банку міжнародних розрахунків, Міжнародної фінансової корпорації, звіти провідних закордонних біржових і позабіржових торгових систем, монографічні та періодичні вітчизняні та зарубіжні видання, дані з мережі Інтернет.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в поглибленні теоретичних положень щодо передумов і особливостей становлення світового фондового ринку, дослідженні особливостей розвитку фондових ринків країн ЦСЄ та розробленні рекомендацій щодо підвищення ефективності функціонування фондового ринку України в умовах глобалізації.

Конкретні наукові результати, що розкривають особистий внесок автора у розробленні дослідницьких завдань та характеризують наукову новизну роботи, полягають у такому:

вперше:

- визначено структуроутворюючі фактори становлення національних, регіональних моделей та світового фондового ринку: ринкові з урахуванням умов та мотивації економічних транзакцій суб'єктів фондового ринку; інституціональні з пріоритетом механізму регулятивної взаємодії; інфраструктурні - спільні інформаційно-технологічні мережі функціонування ринків; обґрунтовано та запропоновано шляхи розвитку фондового ринку України у межах прогресивної структурної моделі в умовах міжнародної стандартизації та уніфікації, нормативно-правової гармонізації та глобальної інтеграції, які мають сприяти: сек'юритизації національної економіки, підвищенню рівня капіталізації та ефективності фондового ринку; стимулюванню динамізації вітчизняних та іноземних інвестицій, забезпеченню їх транспарентності та захисту; розвитку системи інструментів фондового ринку в сучасному інформаційному середовищі; створенню адаптивної до міжнародних принципів і норм інституційно-регулятивної фондової інфраструктури; інтелектуалізації професійної діяльності учасників фондового ринку та підвищенню рівня корпоративної культури;

- виявлено сучасні особливості функціонування фондових ринків: універсальні (консолідація торговельних та депозитарних систем на основі інформатизації та автоматизації; зростаюча роль інституціональних інвесторів; оптимізація взаємовідносин „державна - ринок”; міжнародна та регіональна інституалізація фінансових ринків); специфічні для трансформаційних економік країн ЦСЄ особливості (підвищення ролі фондового ринку в економіці як структуроутворюючого елементу фінансового сектору; обумовленість приватизаційними процесами; інтеграція в розвинуту фондову інфраструктуру; імплементація міжнародних норм та стандартів; модельна інституалізація); запропоновано систематизацію ключових параметрів розвитку фондових ринків за їх обсягами, структурою, динамікою, регулятивністю та ефективністю;

удосконалено:

- методологічні підходи до оцінки впливу фінансової глобалізації на національні фондові ринки через поглиблений аналіз відповідних кількісних і якісних тенденцій (створення глобальних торговельних та розрахунково-клірингових систем; інформаційно-фінансова технологічна інтенсифікація;

універсалізація діяльності фінансових установ з орієнтацією на якість, швидкість та мінімізацію ризиків; зростання ролі інституціональних інвесторів у здійсненні фінансових інвестицій через фондовий ринок; вертикальна та горизонтальна консолідація корпоратизованих інституцій фондової інфраструктури, концентрація державних регулятивних функцій з утворенням єдиного мегарегулятора з одночасним підвищенням ролі їхнього саморегулювання в межах відповідних ключових компетенцій в умовах лібералізації фінансово-інвестиційного законодавства);

- якісні та кількісні характеристики механізму трансформації інфраструктури фондових ринків країн ЦСЄ завдяки: по-перше, універсалізації та уніфікації фінансового законодавства; по-друге, використанню інтегрованих технічних та інформаційних систем; по-третє, стимулюванню внутрішніх інституційних інвесторів при зростаючій експансії зарубіжних фінансових операторів (банки, інвестиційні страхові та пенсійні компанії, фонди).

дістало подальший розвиток:

- теоретично-методичний інструментарій оцінки ефективності фондового ринку України, враховуючи: диверсифікацію номенклатури цінних паперів; зростаючу роль нових учасників ринку (інвестиційні фонди, недержавні пенсійні фонди, страхові компанії, іпотечні інститути); конвергенцію національної та міжнародної систем фінансової звітності;

- система ключових мікро- та макромоніторингових показників для статистичного забезпечення регулятивної системи фондового ринку України з урахуванням етапності його становлення та розвитку: початок приватизації та становлення суб'єктів фондового ринку; негрошова (ваучерна) приватизація; грошова приватизація з пріоритетом стратегічного інвестування; становлення національних портфельних інвесторів.

Практичне значення одержаних результатів дослідження полягає в можливості їх використання як теоретичної основи для обґрунтування сучасної стратегії та шляхів розвитку фондового ринку України з урахуванням адаптивного досвіду країн ЦСЄ у контексті пріоритетів міжнародної економічної інтеграції.

Результати дисертаційного дослідження були впроваджені в роботі Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку в частині аналізу особливостей функціонування фондових ринків країн ЦСЄ (довідка № 2/01/2753 від 18.09.2007 р.) та Державної комісії з регулювання ринків фінансових послуг України в частині підготовки проекту Закону України «Про внесення змін та доповнень до Закону України «Про недержавне пенсійне забезпечення» (довідка № 10368/11 від 12.09.2007 року).

Основні теоретичні положення та практичні висновки дисертації використовуються в навчальному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» при розробці робочих програм та методичного забезпечення дисциплін: „Фондовий ринок” та „Міжнародна інвестиційна діяльність” (довідка від 19.09.2007 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійно виконаною науковою працею, в якій викладено авторський підхід до трансформації фондових ринків країн у країнах ЦСЄ в умовах фінансової глобалізації. Наукові результати, викладені в дисертації, отримані автором особисто.

Апробація результатів дисертації. Основні положення і теоретичні висновки дисертаційного дослідження доповідались та обговорювались на чотирьох науково-практичних конференціях: IV Міжнародній науковій конференції студентів та молодих учених «Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання» (24-27 листопада 2003 р., м. Донецьк), I Міжнародній науково-практичній конференції «Науковий потенціал світу '2004» (1-15 листопада 2004 р., м. Дніпропетровськ), VIII Міжнародній науково-практичній конференції «Наука і освіта '2005» (7-21 лютого 2005 р., м. Дніпропетровськ), Міжнародній науковій конференції «Україна в системі міжнародних відносин в умовах глобалізації» (9 лютого 2005 р., м. Київ).

Публікації. За темою дисертаційного дослідження опубліковано 9 наукових робіт загальним обсягом 5,9 друк. арк., у тому числі 5 статей у наукових фахових виданнях і 4 тези доповідей у збірниках матеріалів наукових конференцій.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається із вступу, трьох розділів і висновків. Загальний обсяг роботи становить 180 сторінок комп'ютерного тексту. Робота містить 8 рисунків на 5 сторінках та 15 таблиць на 10 сторінках, 12 додатків. Список використаних джерел налічує 195 найменувань.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми дослідження, сформульовано предмет, об'єкт, мету та завдання дослідження, визначено методологічну базу, наукову новизну та практичне значення одержаних результатів.

У розділі 1 **«Теоретичні засади функціонування та тенденції розвитку світового фондового ринку»** розкривається сутність фондового ринку в сучасній ринковій системі, виявляються форми і напрями інтернаціоналізації національних фондових ринків, досліджуються переумови та особливості формування міжнародних (регіональних) і світового фондових ринків.

З позицій сучасної економічної теорії фондовий ринок являє собою найбільш масштабний і динамічний сегмент фінансового ринку, структуризовану організаційно-правову систему, у межах якої здійснюються розміщення, обіг та облік цінних паперів та їх похідних за безпосередньою участю професійних учасників, діяльність яких підлягає чіткому державному регулюванню. Саме через механізми фондового ринку формуються пропозиція і попит на інвестиційні ресурси, відбувається їх інституціоналізована акумуляція та перерозподіл з метою економічного зростання.

У дисертації показано, що в процесі інтернаціоналізації, обумовленої дією об'єктивних факторів сучасного економічного розвитку, інтенсивно розвиваються міжнародні (регіональні) фондові ринки та формуються відповідні технологічні та регуляторні інфраструктури. Досліджено основні форми інтернаціоналізації фондових ринків, що обумовлюються загальними закономірностями міжнародної фінансово-інвестиційної взаємодії, опосередковуються різними видами цінних паперів (акцій, облігацій, похідних) та їх комбінаціями і реалізуються, з одного боку, на внутрішньому ринку (придбання корпоративних, муніципальних, державних цінних паперів нерезидентами; викуп резидентами цінних паперів іноземних компаній та спільних підприємств), а з другого – через відповідні

операції на зарубіжних або безпосередньо на міжнародних ринках. На корпоративному рівні превалюють міжнародні злиття і поглинання, обсяги яких оцінюються у 4,7 трлн доларів США (2007 р.), а ключовим сегментом міжнародних облігаційних ринків є ринок єврооблігацій (22,8 трлн доларів США).

Досліджено інформаційно - технологічні, організаційно - економічні, соціокультурні та політико-правові передумови і особливості формування світового фондового ринку. Виявлено, що він характеризується стійким зростанням обсягів, числа учасників, кількості операцій та охоплених країн. Формування світового фондового ринку супроводжується дедалі більш системною взаємодією національних і міжнародних фондових ринків, що обумовлюється закономірностями фінансової глобалізації, яка, миттєво адаптуючи надбання інформаційно-комунікаційного прогресу, з одного боку, сприяє динамізації міжнародних інвестиційних процесів і забезпечує їх зростаючу ефективність, а з другого – породжує нові проблеми, пов'язані, насамперед, із безпрецедентними переливами спекулятивного капіталу, що не піддаються дійовому регулюванню ані на національних, ані на міжнародних фондових ринках. Як наслідок, провокуються локальні та глобальні фінансові кризи, дискредитуються фундаментальні пропорції світогосподарського розвитку. У цьому контексті автором підтверджено гіпотезу щодо системного характеру фінансово-інвестиційної асиметричності економічного розвитку, що проявляється у функціональному та міжкраїновому планах.

Доведено, що процесі становлення світового фондового ринку відбувається його структуризація, що є відображенням сучасних тенденцій сек'юритизації міжнародних економічних взаємовідносин, як, на мікроекономічному рівні (найбільш поширений та ефективний метод оптимізації інвестиційного портфеля) так і фінансової інтермедіації – акумуляції та перерозподілу вільних капіталів між економічними секторами та суб'єктами (макрорівень).

Дисертант виявив властивості, притаманні формуванню світового фондового ринку з погляду на особливості його регулювання (втрата контролю держав за міжнародними фондовими операціями, що здійснюються через використання диверсифікованих та композиційних інноваційних інструментів, глобальна консолідація торговельних фондових систем, утворення міжнародно уніфікованих стандартів корпоративного управління).

У розділі 2 **«Фундаментальні компоненти трансформації фондових ринків країн ЦСЄ»** оцінюються ключові параметри та виявляється загальна специфіка фондових ринків країн ЦСЄ, досліджуються виявлені автором, ключові компоненти їх трансформації, насамперед, у євроінтеграційному контексті.

У дисертації проведено порівняльний аналіз механізмів взаємодії учасників фондових ринків країн ЦСЄ з акцентацією уваги на розвитку відповідних інфраструктурно-регулюючих систем. Для фондових ринків країн ЦСЄ з різними передумовами формування, показниками, рівнем розвитку та місцем на світовому фондовому ринку, характерними є загальні фундаментальні тенденції розвитку, напрями та компоненти трансформації.

Серед систематизованих автором ключових параметрів розвитку національних фондових ринків за критеріями їх обсягів, структури, динаміки, регулятивності та ефективності виділяється співвідношення капіталізації до ВВП (рис. 2).

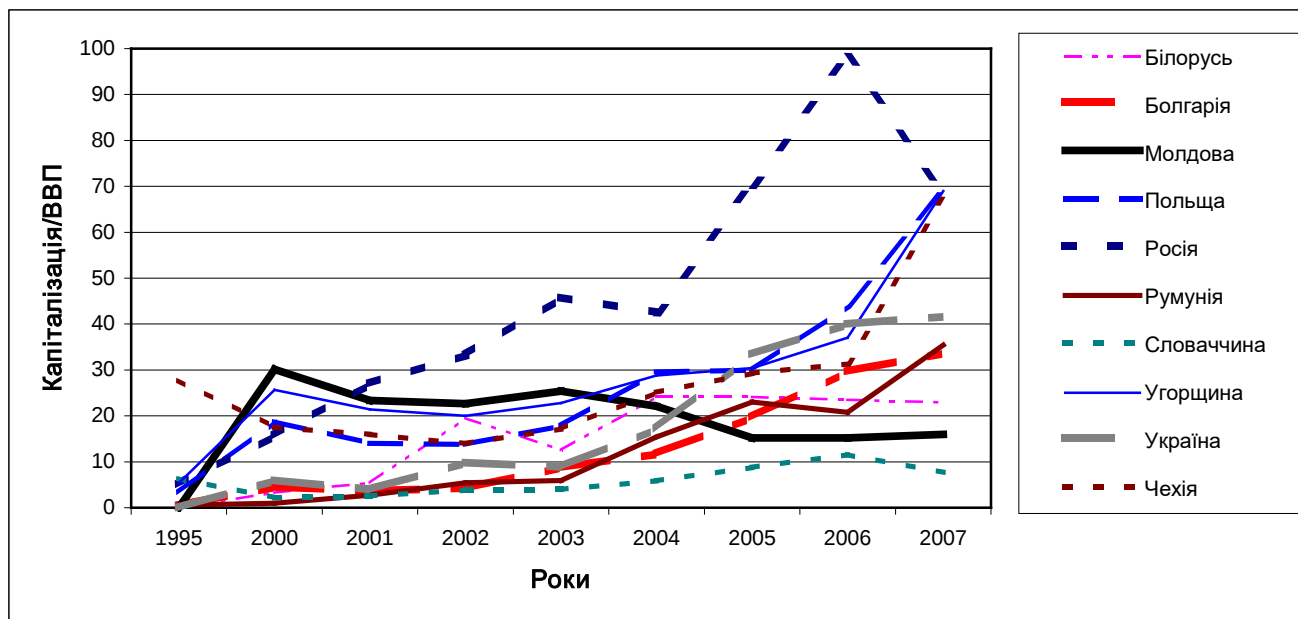


Рис. 2. Капіталізація/ВВП по країнах ЦСЄ

Джерело: складено автором на основі даних з International Monetary Fund. World Economic Outlook Database, Emerging Markets Factbook. Washington.

Робиться висновок, що, орієнтуючись на високі європейські стандарти розвитку фондових ринків, нові члени Євросоюзу не демонструють відповідних показників, які на сьогодні є нижчими, ніж, наприклад, у Росії. В роботі констатується, що ефективний розвиток національних фондових ринків, зокрема, країн ЦСЄ, детермінується параметрами не стільки іноземного, скільки внутрішнього інвестування у ключові конкурентоспроможні галузі.

З метою оптимізації структури учасників фондового ринку, зазначає автор, необхідно підвищити роль його первинного сегменту у подальшій приватизації, інтенсифікувати продуктивну діяльність у галузі андерайтингу, розширити участь банків у фондових операціях, збільшити кількість крупних брокерів/дилерів, котрі обслуговують фізичних осіб переважно через інвестиційні та пенсійні фонди. Трансформації інфраструктури фондових ринків країн ЦСЄ з орієнтацією на довгострокові інвестиції у реальне виробництво, на думку автора, будуть сприяти: модифікація інфраструктури з пріоритетним розвитком інформаційно-аналітичних і консультативних центрів з питань залучення інвестицій, рейтингових агентств, які оцінюють кредитоспроможність емітентів, інститутів з надання гарантій за позиками та страхуванню інвестиційних ризиків тощо; розвиток біржової торгівлі з надійним виконанням угод на позабіржовому ринку шляхом створення клірингових палат та інформаційних систем; розширення кола фінансових інструментів, орієнтованих на громадян, для чого мають бути створені спеціалізовані інститути з обслуговування дрібних інвесторів (фондові центри та магазини), зменшення витрат фізичних осіб, які вкладають кошти в цінні папери.

Всебічний аналіз систем регулювання фондових ринків країн ЦСЄ дозволив автору зробити висновок, що вони були і залишаються залежними від геоекономічної орієнтації, однак в умовах фінансово-інформаційної глобалізації та їх зростаючої фінансової взаємодії у сучасному інформаційному середовищі

превалюють тенденції глобальної уніфікації фондових операцій. Для реалізації можливостей мережі Інтернет необхідні інформаційно-технологічні інновації, надійна адекватна правова основа електронних фондових операцій.

У розділі 3 «Сучасні проблеми та шляхи розвитку фондового ринку України» проаналізовано організаційно-економічну динаміку національного фондового ринку, виявлено проблеми та обґрунтовано шляхи його ефективного розвитку.

Ринкове реформування економіки України в своїй основі передбачало, насамперед, трансформацію відносин власності через приватизацію, яка мала обумовити його поетапний розвиток та регулятивну інституалізацію. В дисертації досліджено передумови становлення національного фондового ринку у фундаментальних якісних та кількісних характеристиках. Визначено, що особливістю сучасного українського фондового ринку є, з одного боку, прогресуюча динаміка його кількісних показників (обсяг торгів акціями, які здійснюють близько 1600 професійних учасників, становив за 2007 рік близько 10 млрд грн), а з другого – низькі показники ефективності – ліквідність ринку акцій становить лише 4,2% (Чехія – 112, Угорщина – 74, Польща – 33, Росія – 30%).

Автором акцентовано увагу на тому, що при очевидній євроінтеграційній орієнтації концептуально невизначеною залишається модель національного фондового ринку, відсутня чітка стратегія його розвитку. Сучасну (на думку автора - еkleктичну) модель фондового ринку України схематично відображає рис.3.

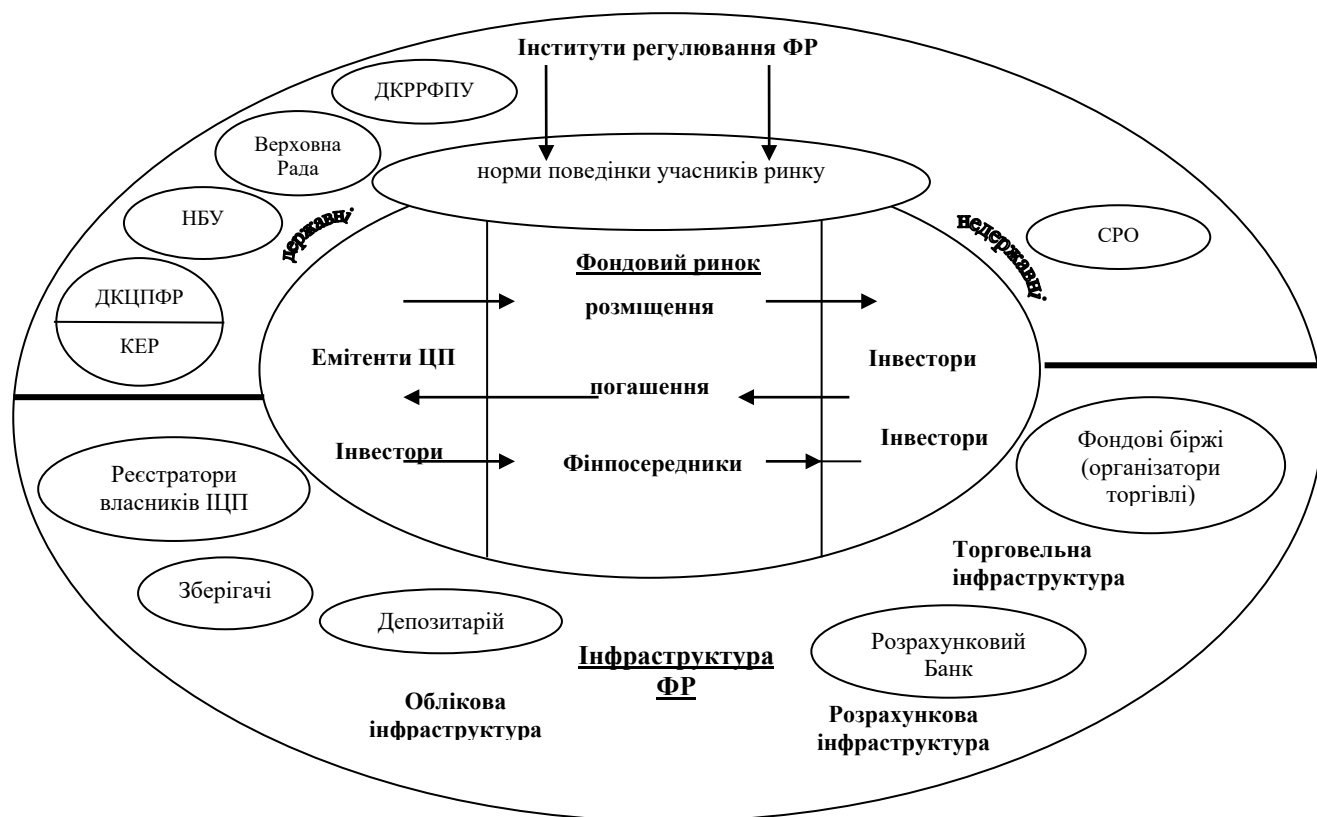


Рис. 3. Модель фондового ринку України

Дисертант наголошує, що для України характерним є концентрація акціонерного капіталу, становлення національних інституціональних інвесторів за умов превалювання полібіржової інфраструктури та ще не сформованої Національної депозитарної системи що, з одного боку, певним чином забезпечує легітимність існуючої фондової бізнес-практики, а з другого - уможлиблює нетранспарентні (тіньові) схеми вторинного перерозподілу акціонерної власності, породжуючи прогресуючу суперечливість інтересів учасників національного фондового ринку.

Автором обґрунтовано шляхи розвитку фондового ринку України у контексті ключових стратегічних пріоритетів (рис. 4).

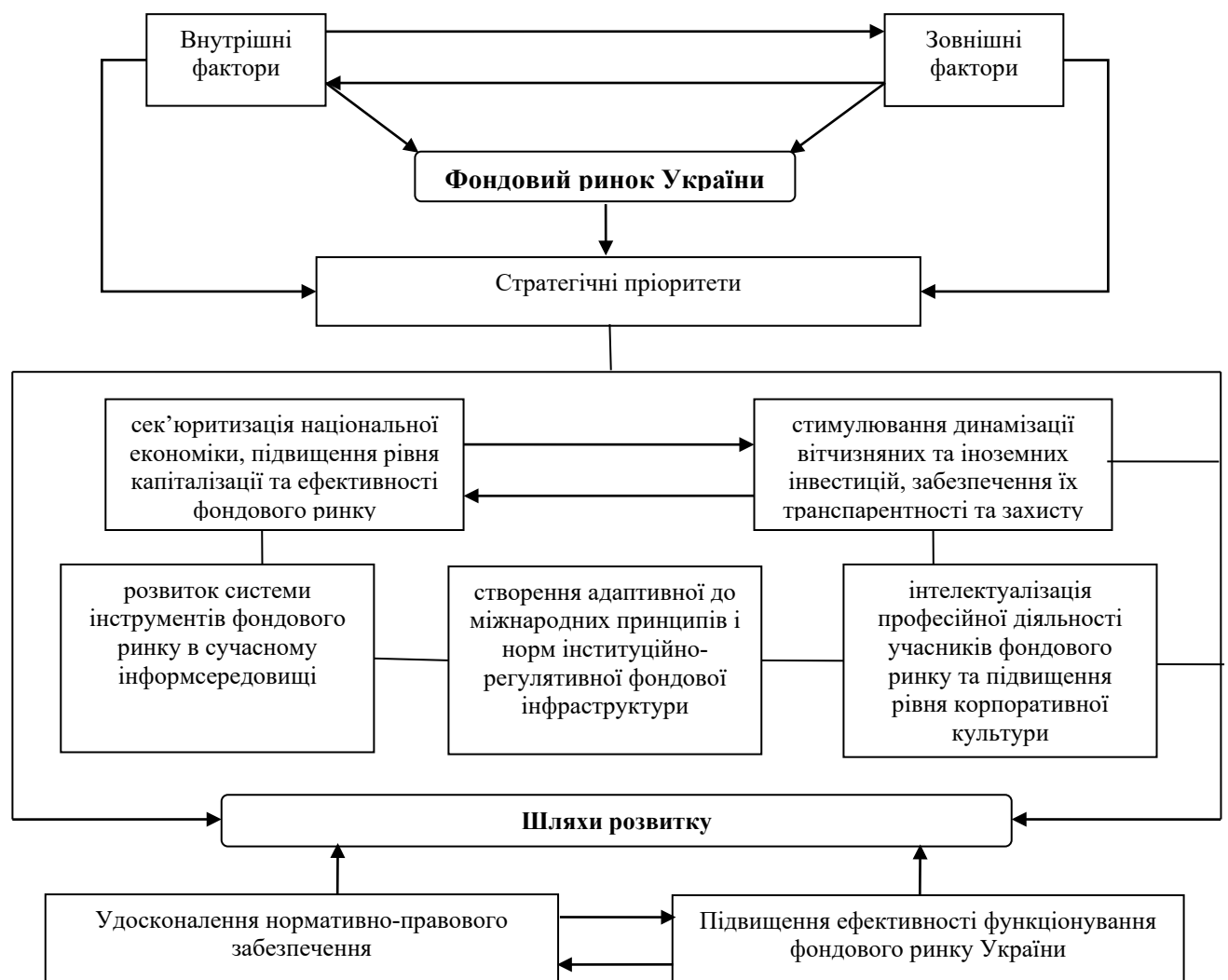


Рис. 4. Стратегічні пріоритети і шляхи розвитку фондового ринку України

Основна увага приділена ефективній інтернаціоналізації фондового ринку України за рахунок створення сприятливих умов для обігу цінних паперів вітчизняних емітентів на міжнародних фондових ринках через міжнародну пропозицію та депозитарні розписки (ADR, GDR, EDR), та здійснення іноземних портфельних інвестицій на національному ринку.

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення та вирішено важливе наукове завдання виявлення тенденцій трансформації фондових ринків країн ЦСЄ в умовах інтернаціоналізації та фінансової глобалізації. Основні висновки, які характеризуються науковою новизною і мають теоретичне і практичне значення, полягають у наступному:

1. Фондовий ринок посідає винятково важливе та особливе місце у структурі сучасної ринкової економіки, що зумовлено унікальними властивостями цінних паперів у контексті завдань і пріоритетів світогосподарського розвитку та мотивує об'єктивну тенденцію сек'юритизації міжнародних економічних відносин. Його структура у функціонально-інструментальному плані постійно еволюціонує у координатах фундаментальних сегментів: первинний і вторинний; організований і неорганізований; акцій, облігацій, похідних цінних паперів. Він постійно розвивається, особливо в умовах посиленої інтернаціоналізації та глобалізації.

2. Міжнародний фондовий ринок прискорює процеси світогосподарського розвитку, забезпечуючи доступ фізичних і юридичних осіб до інституційно закумуляованих вільних інвестиційних ресурсів найбільш ефективними і транспарентними засобами. Його формування було обумовлено дією загальних та специфічних інтернаціоналізаційних факторів. Масштаби, структуру і динаміку міжнародного фондового ринку визначають національні фондові ринки, в першу чергу, розвинуті, кількість яких постійно зростає.

3. Формування фондових ринків країн Центральної та Східної Європи, їхня модельна конфігурація та ринкова трансформаційна значущість, визначались, насамперед, стратегією реформ та державною економічною політикою кожної країни. Стан і ступінь розвитку фондового ринку суттєво різняться в окремих групах країн цього регіону: Польщі, Угорщині, Чехії, - з одного боку, Росії, України, Білорусі - з другого. На сьогодні, країни ЦСЄ є крупними позичальниками на світовому ринку капіталів, які використовують фондові інновації (депозитарні розписки, єврооблігації, сек'юритизацію боргових зобов'язань тощо), і водночас – потенційно значимими регіональними донорами. Вони мають значний потенціал розвитку фондових ринків, пов'язаний із інвестиційним використанням зростаючих збережень населення, активізацією діяльності приватизованих підприємств, іноземним інвестуванням.

4. Подальший розвиток фондових ринків країн Центральної та Східної Європи пов'язаний із гнучкою взаємодією із іншими сегментами фінансового ринку, насамперед, з кредитним та валютним у межах органічно взаємопов'язаних політико-правової, структурної, монетарної та фіскальної політик. Принципово важливим для фондових ринків практично всіх країн ЦСЄ є їх трансформація у напрямі забезпечення ефективного інвестування реального сектору економіки, транспарентності та привабливості для міжнародного довгострокового, а не спекулятивного короткострокового капіталу. При цьому важливе значення мають геоекономічні фактори розвитку країн ЦСЄ у контексті європейського чи СНД векторів розвитку, хоча очевидно за умов глобалізації є загальна гармонізація основних регулятивних принципів і норм, розроблення уніфікованих стандартів транспарентної діяльності учасників фондового ринку з належним інформаційним

обміном та моніторингом з метою запобігання ринковим маніпуляціям та недобросовісної конкуренції.

5. Фондовий ринок України розвивався поетапно, реагуючи на стратегічну орієнтацію ринкового трансформування та відповідні засоби макроекономічного регулювання. Одночасно ретроспектива довгострокової інвестиційної кон'юнктури та українському фондовому ринку в багатьох базових компонентах корелювала з ситуацією на ринках країн ЦСЄ: бурхливе зростання в початковий період розвитку із подальшим спадом через зниження масштабів і дохідності спекулятивних портфельних інвестицій та збереження загальної низької ліквідності ринку; посилення інвестиційної привабливості реального сектору економіки в умовах фінансової стабілізації та економічного зростання, зниження систематичних і несистематичних ризиків інвестицій; превалювання прямого іноземного інвестування у формі злиттів та поглинань унаслідок лібералізації та відкриття національних ринків.

6. На сьогодні фондовий ринок України характеризується значними масштабами та високою динамікою розвитку. Разом із тим, до останнього часу залишаються невирішеними принципові проблеми його розвитку: внутрішні (ліквідність, створення єдиного національного депозитарію, кадрове забезпечення, незаконне використання інсайдерської інформації - так звана проблема «двох реєстраторів», рейдерства, економіко-правової безвідповідальності тощо) та зовнішні (спонтанна інтернаціоналізація, особливо на корпоративному рівні, невиважена політика державних євроінтеграційних запозичень тощо).

7. Пріоритетними шляхами розвитку фондового ринку України є: визначення і легітимізація регулятивних взаємовідносин держави і учасників національного фінансового ринку із автономією чи підпорядкованістю його фондового сегменту; зміни законодавства про акціонерні товариства у відповідності з сучасними тенденціями розвитку світового фондового ринку, інфраструктурна визначеність стосовно депозитарних відносин, налагодження оперативної аналітичної системи забезпечення учасників ринку, насамперед, населення, доступною і надійною інформацією; органічне входження у європейський фондовий ринок.

8. Зростаючу роль в сучасних умовах відіграє людський фактор розвитку фондового ринку, його наповнення інтелектуальними інноваціями, професіоналізація учасників. Забезпечення належної якості людського капіталу як запоруки міжнародної конкурентоспроможності потребує створення ефективної системи підготовки, сертифікації, підбору, перепідготовки кадрів у сфері корпоративного управління і регулювання фондового ринку на основі застосування принципів справедливого і чесного відношення до акціонерів, розкриття інформації про компанію, точне дотримання публічних нормативних процедур. На шляху до становлення цивілізованого фондового ринку необхідна консолідація його професійних учасників і державних інституцій при чіткому розмежуванні регулятивних і саморегулятивних функцій.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

У наукових фахових виданнях:

1. Котляров С. Л. Депозитарні розписки: сутність, типи, перспективи розвитку, механізм випуску. // Ринок цінних паперів України / Щомісячний науковий, виробничо-практичний журнал.- 2002. – №7-8 - С. 57-72, (1,8 д. а.)
2. Котляров С. Л. Фондові ринки країн, що розвиваються, в умовах інтернаціоналізації та глобалізації. // Ринок цінних паперів України./ Щомісячний науковий, виробничо-практичний журнал.- 2004. – №1-2 - С. 7-18, (1,1 д. а.)
3. Котляров С. Л. Вплив інформації на поведінку інвестора на світовому фінансовому ринку // Економіка та підприємництво: Зб. наук. праць молодих учених та аспірантів. – Київ, :КНЕУ, 2004.- Вип. 13. – С. 94-100, (0,4 д. а.)
4. Котляров С. Л. Експорт капіталу та фондовий ринок в умовах інтернаціоналізації // Формування ринкової економіки. Міжвідомчий науковий збірник.- Київ, :КНЕУ, 2005.- Вип. 14. – С. 152-159, (0,6 д. а.)
5. Котляров С. Л. Розвиток фондового ринку України в контексті євроінтеграції // Ринок цінних паперів України / Щомісячний науковий, виробничо-практичний журнал.- 2007. – №11-12 - С.3-7, (0,8 д.а.)

В інших виданнях:

6. Котляров С.Л. Особенности развития фондовых рынков развивающихся стран в условиях интернационализации // Праці Четвертої міжнародної наукової конференції студентів та молодих учених „Управління розвитком соціально-економічних систем: глобалізація, підприємництво, стале економічне зростання”, 24-27 листопада 2003 р., м. Донецьк. Частина 3. - Донецьк: ДонНУ, 2003. – С. 206-209, (0,4 д.а.)
7. Котляров С.Л. Развивающийся финансовый рынок как механизм, порождающий информацию, и альтернативные стратегии рационального инвестора // I Міжнародна науково-практична конференція „Науковий потенціал світу 2004”, 1-15 листопада 2004 р., м. Дніпропетровськ. Том 11. - Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2004. – С. 31-34, (0,2 д.а.)
8. Котляров С.Л. Зарубіжний досвід досконалості інфраструктури фондового ринку // VIII Міжнародна науково-практична конференція „Наука і освіта 2005”, 7-21 лютого 2005 р., м. Дніпропетровськ. Том 75. - Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2005. – С. 46-48, (0,2 д.а.)
9. Котляров С.Л. Зміни в структурі учасників фондового ринку країн Західної Європи та США в останні десятиріччя // Міжнародна наукова конференція „Україна в системі міжнародних відносин в умовах глобалізації”, 9 лютого 2005 р., м. Київ. - Київ: Європейський університет, 2005. – С. 198-205, (0,4 д.а.)

АНОТАЦІЯ

Котляров С. Л. Трансформація фондових ринків країн Центральної та Східної Європи. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.02 – Світове господарство і міжнародні економічні відносини. ДВНЗ «Київський національний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, 2008.

Дисертаційна робота присвячена дослідженню теоретичних та практичних аспектів трансформації фондових ринків країн ЦСЄ. Розглядаються теоретичні засади функціонування фондового ринку в сучасній ринковій економіці, форми і тенденції його інтернаціоналізації. Досліджено передумови і особливості формування світового фондового ринку.

На основі систематизованих автором ключових кількісних та якісних параметрів проведено порівняльний аналіз фондових ринків країн ЦСЄ, виявлено специфіку їх становлення та розвитку у фундаментальних трансформаційних компонентах – склад і механізми взаємодії учасників; фондова інфраструктура; регулятивна система. Доведено, що організаційно-структурна динаміка і ефективність функціонування національних фондових ринків досягається за умов чітко визначеної моделі і стратегії їх розвитку, законодавчо-нормативної врегульованості, розвинутості фондової інфраструктури, збалансованої політики фінансової лібералізації.

Досліджено та оцінено проблеми становлення фондового ринку України та обгрунтовано шляхи його ефективного розвитку у контексті стратегічних пріоритетів міжнародної інтеграційної політики.

Ключові слова: ринкова трансформація, цінні папери, фондовий ринок, інтернаціоналізація, фінансова глобалізація, світовий фондовий ринок, міжнародна фондова інфраструктура.

АННОТАЦИЯ

Котляров С. Л. Трансформация фондовых рынков стран Центральной и Восточной Европы. – Рукопись.

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.02 – Мировое хозяйство и международные экономические отношения. – ГВУЗ «Киевский национальный университет имени Вадима Гетьмана», Киев, 2008.

Диссертационная работа посвящена исследованию теоретических и практических аспектов трансформации фондовых рынков стран ЦВЕ. Рассматриваются теоретические основы функционирования фондового рынка в современной рыночной экономике, формы и тенденции его интернационализации. Исследованы предпосылки и особенности формирования мирового фондового рынка.

На основе систематизированных автором ключевых количественных и качественных параметров проведен сравнительный анализ фондовых рынков стран ЦВЕ, выявлена специфика их образования и развития в фундаментальных трансформационных компонентах – состав и механизмы взаимодействия учасников; фондовая инфраструктура; регулятивная система. Доказано, что организационно-структурная динамика и эффективность функционирования национальных фондовых рынков достигается при условии четко определенной модели и стратегии их развития, законодательно-нормативной урегулированности, развитости фондовой инфраструктуры, сбалансированной политики финансовой либерализации.

Исследованы и даны оценки проблемам становления фондового рынка Украины и обоснованы пути его эффективного развития в контексте стратегических приоритетов международной интеграционной политики.

Ключевые слова: рыночная трансформация, ценные бумаги, фондовый рынок, интернационализация, финансовая глобализация, мировой фондовый рынок, международная фондовая инфраструктура.

ANNOTATION

S. L. Kotlyarov. Transformation of stock markets in the countries of Central and Eastern Europe. – Manuscript.

Thesis of obtaining the scientific grade of Candidate of Economics, specialism 08.00.02 – World economy and international economic relations. SHEE «Vadym Hetman National Economic University», Kyiv, 2008.

The research in the thesis is dedicated to studying the theoretical and practical aspects of the process of transformation of stock markets in the countries of Central and Eastern Europe. The theoretical foundations of the operation of stock markets are considered, which occupy an exceptionally significant and special position in the structure of the present-day market economy, which has been conditioned by unique features of securities in the context of objectives and priorities of world economic development and motivate the objective trend of securitization of international economic relations.

The main consideration was given to analysis of the forms of internationalization of stock markets, which are conditioned by general patterns of international financial and investment interaction, mediated by different types of securities (shares, bonds, derivatives) and their combinations and are sold, on the one hand, on the domestic market (acquisition of corporate, municipal, state securities by non-residents; buy out of securities of foreign companies and joint ventures) and, on the other hand, through appropriate transactions on foreign markets, or directly on international ones.

Informational-technological, organizational-economic, socio-cultural and political-legal preconditions and the features of formation of the world's stock market have been studied. The fact that it is characterized by stable growth of volumes, number of participants, number of transactions and countries involved has been shown. Securitization based on informational and technological innovations under the conditions of increasing the level of liberalization of financial markets is causing new regulatory problems at national, international and global levels, and their assessment requires more profound geographical and sector analysis.

The key quantitative and qualitative parameters of national stock markets have been systematized in accordance to the criteria of their volumes, structure, dynamics, regulations and efficiency. Comparative analysis of stock markets in the countries of Central and Eastern Europe has been carried out, and the specifics of their formation and development in fundamental transformation components have been revealed. A detailed analysis has been carried out of the composition and mechanisms of interaction between stock market players, peculiarities of formation of the stock market's infrastructure and institutional and regulatory systems in the context of European integration. It was proven that organizational and structural dynamics of the operation of national stock markets is being attained on condition of a clearly determined model and strategy of their development, legislative and regulatory adjustment, development level of stock market infrastructure, balance of financial liberalization policy. In addition, it was discovered that, in general, the countries of Central and Eastern Europe are, on the one hand, big

borrowers on the world capital market through use of stock market innovations (depository receipts, Eurobonds, securitization of debt liability, etc.), while on the other hand they are potentially important regional players. They have substantial potential for development of their stock markets connected to use for investment purposes of the increasing sums of personal savings, stepping up the operation of privatized enterprises and foreign investment.

Further efficient development of stock markets in the countries of Central and Eastern Europe is connected to flexible interaction with other segments of the financial market, first and foremost, with credit and currency markets, within the limits of organically interrelated political-legal, structural, monetary and fiscal policies. One feature of crucial importance for stock markets in almost all countries of Central and Eastern Europe is their transformation in the direction of ensuring efficient investment in the real economy, transparency and attractiveness for international long-term capital, but not for speculative short-term capital.

The problems of formation of the Ukrainian stock market have been studied and evaluated; the market was developing in stages and reacted to strategic orientation of market transformation and relevant means of macroeconomic regulation. At the same time, a retrospective of many basic components of the long-term investment market situation on the Ukrainian stock market correlated with the situation on the markets of the countries of Central and Eastern Europe. Ways of effective development of the Ukrainian stock market have been grounded in the context of securitization of the national economy, growth in the level of capitalization and the efficiency of the stock market, encouraging the dynamics of domestic and foreign investment, ensuring their transparency and protection, development a system of stock market instruments in the present-day information environment, creation of an institutionally regulated stock market infrastructure adapted to international principles and standards, intellectualization of the professional activities of stock market participants and raising the level of corporate culture.

Key words: market transformation, securities, stock market, internationalization, financial globalization, world stock market, international stock market infrastructure.