

О. В. Баула

ЕВОЛЮЦІЯ ПОГЛЯДІВ УЧЕНИХ-ЕКОНОМІСТІВ НА РОЛЬ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В ЕКОНОМІЦІ

У статті основна увага приділяється характеристиці положень економічних теорій щодо визначення функцій і завдань ринку цінних паперів в економіці. На базі досягнень світової економічної думки визначаються підходи до формування ефективного фондового ринку.

Становлення ринкових відносин, що на сучасному етапі виступає головним фактором стабілізації та піднесення економіки незалежної України, передбачає як першочерговий захід оздоровлення фінансової системи. Одним із шляхів досягнення цієї мети є створення ринку цінних паперів. Ефективний фондовий ринок має виконувати функції переміщення капіталу від інвесторів до виробників, визначення рівня використання фінансових ресурсів в окремих секторах економіки, переливу капіталу з однієї галузі в інші.

Теоретичні засади відносно ролі ринку цінних паперів в економіці, проголошені представниками різних економічних шкіл, тією або іншою мірою реалізовувалися у політиці різних держав і безпосередньо впливали на формування ефективного та високоліквідного фінансового сектора. Тому дослідження еволюції поглядів вчених на цю проблему дозволить скористатися напрацьованими матеріалами для того, щоб, враховуючи свою специфіку, створювати вітчизняний ринок цінних паперів за вищими європейськими та світовими зразками, що вже існують.

У зв'язку з цим метою нашої розробки є розгляд положень основних економічних теорій щодо визначення ролі ринку цінних паперів в економіці, а також виявлення позитивних і негативних рис сформованих моделей ефективних фондових ринків на сучасному етапі розвитку економічної теорії.

Цінні папери у своїй початковій формі кредиту з'явилися ще за двадцять століть до нашої ери у Вавилоні: зокрема, серед міських купців та банкірів тут використовувалися записки й чеки. Ті самі інструменти існували в стародавніх Греції, Єгипті, Римі, Китаї [4, с. 406].

Будь-яка економіка, яка переживала труднощі з обігом металевих грошей, ніби внаслідок самої своєї природи й свого розвитку досить швидко приходила до використання знарядь кредиту. У XIII ст. Захід наново відкрив переказний вексель як засіб платежу на великих відстанях.

© О. В. Баула, 2007

Перший відомий переказ векселя датований 1410 р. Очевидно, що такий вид обігу ще не був тим, чим він стане згодом. Його пересилали з місця на місце, з ярмарку на ярмарок. У Франції даний процес мав назву «обмін і переобмін» («change et rechange»), а в Італії – підписання нового векселя (ricorsa). Переоформлений вексель з цього моменту вступав в обіг як справжні гроші. Продавались навіть облігації державної позики. У Франції у 1522 р. були впроваджені ренти на паризьку Ратушу, якими розплачувалися з діловими людьми [14, с. 197]. Отримуючи таке відшкодування, вони в свою чергу оплачували ними свої борги третім особам, перекладаючи на ближнього ризик і неприємності свого ремесла. Тут усе зводилося до того, аби перетворити короткотермінові борги на консолідовану пожиттєву ренту. Отже, почав формуватися ринок на якому здійснювався обіг векселів та рент (облігацій державної позики).

Поява цінних паперів дала поштовх для розвитку ринку цінних паперів, який також має свою історію. «Перші операції з цінними паперами відбувалися на оптових ринках і товарних біржах. Батьківщиною фондової біржі вважається бельгійський порт Антверпен, який відіграв в епоху великих географічних відкриттів значну роль у світовій торгівлі». Слідом за Антверпеном на межі XVI і XVII ст. «котирування майже всіх цінних тогочасних паперів почали здійснювати в нідерландському порту Амстердамі, де було створено одну з перших фондових бірж» [9, с. 12].

Великим центром ринку цінних паперів став також Лондон. З 1695 р. Королівська біржа почала здійснювати перші угоди з державними паперами, індськими акціями та акціями Англійського банку. Спекуляції на Лондонській біржі, що набули значного поширення, оперували векселями державної скарбниці, морського відомства та акцій великих компаній (близько шестидесяти) [4, с. 85].

Збільшення кредитних грошей у світі спостерігалось з XVI ст. [4, с. 405]. Ставлення до цих грошей було не однозначним. Вперше своє відношення до цінних паперів висловили меркантилісти. Такі гроші й водночас не-гроші та такий грошовий механізм, що змішувався з простим письмом і зливався з ним, здавався надзвичайно складним. Ще у 1752 р. англійський філософ, історик, економіст Д. Г'юм (представник меркантилізму) виступив проти «новостворених папірців», цих «акцій, банківських білетів і паперів державної скарбниці». Він пропонував ліквідувати 12 млн паперових грошей, що, як він вважав, перебувають в обігу в Англії поруч з 18 млн фунтів стерлінгів у монеті; на його думку, це був би найправильніший спосіб викликати приплив до королівства нових мас коштовних металів [13, с. 93]. Сучасник же Д. Г'юма з Франції С. Месьє шкодував, що Париж не наслідував прикладу Лондонського банку щодо створення банківських білетів, які б замінили метали, «що замість того аби подорожувати від каси до каси, мали б бути нерухомим символом» [4, с. 405].

Механізм кредиту через тогочасні цінні папери був описаний В. Петті у праці «Найменше, що можна б сказати про гроші» («Quantulumcumaque concerning money», 1682 р.). В той час поруч з металевими грошми в обігу були паперові гроші (банківські білети) й кредитні гроші (платежі через рахункові книги, перекази з одного банківського рахунку на інший). У 1647-1649 рр. у Парижі гроші в торгівлі були такі рідкісні, що для проведення платежів тільки четверту їхню частину давали готівкою, а три чверті – білетами або вексями, підписаними на пред'явника. Тобто, коли не вистачало готівки, використовувався кредит через тогочасні цінні папери. Він мав свої переваги і отримав значну підтримку серед економістів.

Оскільки одними з перших цінних паперів були векселі, то і перша згадка в економічній теорії про ринок цінних паперів була згадкою про ринок векселів. Зокрема Г. Торнтон у книзі «Принципы бумажно-денежного кредита в Великобритании» (1802 р.) писав, що «грошова рівновага в економіці з наявністю негрошових активів існує лише тоді, коли відсоткова ставка на грошовому ринку дорівнює нормі прибутку на вкладений капітал на товарних ринках» [2, с. 146].

«Банківська школа» Д. Фуллартона стверджувала, що змішана грошова маса збільшуватиметься і зменшуватиметься відповідно до підприємницьких і комерційних потреб. Вона спиралася на те, що банківські активи, як правило, складаються з «реальних векселів». Якщо банки обмежують свої позики самоліквідними комерційними вексями (тобто дисконтуванням короткотермінових векселів під товари, що перебувають у процесі виробництва), то обсяг таких платіжних засобів в економіці розширюватиметься відповідно до кількості вироблених товарів.

Досить переконливі аргументи проти доктрини реальних векселів сформульовано у роботі «Природа паперового кредиту» Г. Торнтон (1802 р.). А саме: 1) той самий товар можна продавати неодноразово, внаслідок чого з'являється новий «реальний вексель». Тому пропозиція грошей може вийти за межі потреб торгівлі та підприємництва; 2) важко відрізнити реальні векселі від спекулятивних; поточний обсяг векселів функціонально залежить не тільки від обсягу трансакцій, а й від тривалості термінів їхньої оплати, тобто від швидкості їхнього обігу. Тому вексель може бути використаний кілька разів упродовж періоду своєї дії, і при кожному такому використанні він справляє вплив на ціни [2, с. 185].

На противагу Торнтону К. Маркс був прихильником закону зворотного припливу. Він стверджував, що кількість грошей в обігу визначається потоком грошових витрат: кількість банкнот в обігу регулюється потребами торгівлі і кожна зайва банкнота негайно повертається назад до її емітента.

К. Маркс обґрунтовував необхідність функціонування акціонерних товариств. Утворення таких підприємств призводить до надзвичайного розширення масштабів виробництва і виникнення підприємств, які були

неможливі для окремого капіталу. Підприємства, які раніше були урядовими, стають суспільними [6, с. 446]. В акціонерних товариствах функція виробництва відділена від власності на капітал, як наслідок, і праця повністю відмежована від власності на засоби виробництва. На думку марксистів, це результат вищого розвитку капіталістичного виробництва, необхідний перехідний пункт до перетворення капіталу у власність виробників, але вже не у приватну власність роз'єднаних виробників, а у власність асоційованих виробників, у безпосередню суспільну власність. У марксистській теорії значна увага приділяється також такому інструменту ринку цінних паперів, як вексель. Марксистичні вважали його більш важливим засобом обігу в оптовій торгівлі, ніж банкноти. Останні «ніколи не можуть лишатися в надлишку, поза банком, тому що надлишок неминуче припливав би назад у банк для розміну; тимчасом двомісячні векселі можуть бути випущені в значному надлишку, тому що не має засобу контролювати їх випуск, поки не настане строк платежу, а до цього моменту вони можуть бути вже знов заміщені іншими векселями» [7, с. 80]. Це, в свою чергу, значно розширює можливості капіталу як на товарному, так і на фінансовому ринках.

Більш організована теорія визначення ролі ринку цінних паперів розроблена Дж. М. Кейнсом у праці «Загальна теорія зайнятості, відсотка і грошей». Вчений вважав облігації єдиним видом активів, спроможним конкурувати з грошми, а фондовий ринок – одним з найважливіших елементів у структурі ринку будь-якої країни.

Кейнс писав, що «там де немає ринку цінних паперів, немає сенсу переоцінювати інвестиції» [1, с. 253]. Щоденні переоцінки на фондовій біржі, хоч і спрямовані насамперед на те, щоб сприяти переходу вже здійснених вкладень від однієї особи до іншої, обов'язково вирішально впливають і на рівень поточних вкладень. Адже немає сенсу створювати нове підприємство з більшими витратами, ніж сума, за яку можна придбати таке ж діюче підприємство. Одночасно є стимул витратити на новий проект дуже велику суму, якщо є можливість розмістити відповідні акції на фондовій біржі і отримати негайний прибуток.

В «Трактаті про грошову реформу» Дж. М. Кейнс вказував на те, що якщо акції компанії котируються високо, то вона має змогу мобілізувати більш значний капітал шляхом випуску більшого числа акцій за сприятливих умов. Тобто висока ціна акцій підприємства на біржі має такий ж результат, що і можливість взяти позику за низької норми відсотка [5].

На думку Кейнса, деякі категорії інвестицій регулюються швидше середніми очікуваннями тих, хто здійснює угоди на фондовій біржі (з відображенням в курсах акцій), ніж розрахунками професійних підприємців. Так чи інакше, але всі прогнози здійснюються на основі неповних знань, які стають ще більш неповними з плином часу, коли право власності віддається від правління нею, а частка інвестицій,

фінансованих з продажу акцій, стає щоразу більшою. Ці фактори викликають певні слабкості ринку капіталів і зокрема ринку цінних паперів. На недосконалість даних ринків, на думку Кейнса, впливають також такі чинники:

- в сукупних капіталовкладеннях суспільства поступово зростає частка осіб з акціями (що не дають права участі в управлінні), які не володіють спеціальними знаннями про речі, що мають безпосереднє відношення до теперішнього чи майбутнього даної сфери. В результаті серйозно послаблюється дійсна оцінка відповідних підприємств або цінних паперів тими, хто володіє, і тими, хто має наміри придбати;

- перехідний характер і незначні розміри прибутків від поточних вкладень капіталу мають тенденцію здійснювати надзвичайно великий вплив на ринок;

- в неспокійні часи, коли меншою мірою, ніж звичайно, можна розраховувати на збереження існуючого становища, ринок капіталу і ринок цінних паперів потрапляє під вплив зміни оптимістичних і песимістичних настроїв, які не мають ґрунтовних причин і є закономірними там, де відсутні економічні розрахунки;

- більшість професійних інвесторів і біржових гравців свої знання спрямовують не на створення найкращого довгострокового прогнозу очікуваного доходу від інвестицій за весь час їх експлуатації. Цих учасників цікавить не реальна вартість об'єкта вкладень капіталу, а те, як ринок буде оцінювати його під впливом масової психології через певний проміжок часу. Кейнс вважає, що фондовий ринок схожий на карточну гру, в якій гравці витрачають свої здібності на те, щоб «угадати наперед, якою буде середня думка відносно того, якою буде середня думка» [1, с. 257]. Єдиний вихід з цієї складної ситуації Кейнс вбачає у введенні податку на укладання угод з цінними паперами. Цей захід знижуватиме ліквідність ринку достатньою мірою для того, щоб значна частка угод, характерна для фондових бірж, стала неможливою. Запровадження значного державного податку на усі види біржових угод з купівлі-продажу цінних паперів буде корисною реформою для того, щоб зменшити перевагу спекуляції над підприємництвом на фондовому ринку.

Розглядаючи роль ринку цінних паперів в економіці слід звернути увагу і на думки представників неокласичної теорії.

Протягом довгого часу в центрі уваги економістів-теоретиків знаходилась проблема механізму ціноутворення на товарних ринках і ринках факторів виробництва. Однак питаннями ціноутворення на фінансових ринках, в тому числі і на ринку цінних паперів, до 1960-1970-х років увага не приділялася.

В теорії корпоративних фінансів, яка розроблялася саме в цей час, значна увага зверталась на дослідження проблеми функціонування ринку акцій, його особливостям (порівняно з товарними ринками) і закономірностям розвитку. Головною його особливістю класики теорії

корпоративних фінансів Р. Брейлі і С. Майерс вважали те, що ринкові курси акцій змінюються випадково і жоден з інвесторів або професійних учасників ринку не можуть впливати на зміни курсу акцій або наперед абсолютно точно знати їх майбутню динаміку [3, с. 312-315]. Майже усі основні концепції функціонування фондового ринку були побудовані саме на цьому припущенні.

Найбільш цілісне і логічне обґрунтування причин зміни ринкових цін акцій міститься у концепції ефективного фондового ринку, розробленій професором Чикагського університету Ю. Фама на початку 1970-х років. На його думку, ідеальним типом фондового ринку є той, де ціни забезпечують точну інформацію для розподілу ресурсів. Тобто, ринок, на якому фірми приймають рішення про вклад капіталу у виробництво і де інвестори здійснюють вибір відносно вигідності інвестицій у фінансові активи різних емітентів, повинен враховувати всю доступну інформацію в цінах цих активів [11; 12].

Методологічною базою даної концепції є неокласична теорія і, насамперед, концепція ефективної економіки і ринкової рівноваги Ф. Еджуорта і В. Парето [2, с. 542]. За цією концепцією ефективність ринку цінних паперів можна розглядати як неможливість для будь-якого інвестора (чи групи інвесторів) отримати надприбутки на фондовому ринку, оскільки зміна цін акцій має випадковий характер.

При аналізі проблеми ефективності фондового ринку слід звернути увагу і на альтернативні теорії, зокрема, інституціоналізм і неоінституціоналізм.

Інституціоналісти розглядали ефективність фінансового ринку зовсім по-іншому, ніж неокласики та їх послідовники, які розвивали теорію корпоративних фінансів. Якщо в неокласичній концепції ефективність відносин на фондовому ринку визначається максимізацією корисності економічного суб'єкта, можливістю укладання взаємовигідних угод і рівним доступом до інформації, то інституціоналісти та неоінституціоналісти вважають, що ефективність угод на ринку залежить від того, наскільки добре працюють інститути (правила регулювання ринку, правові основи економіки і т. д.). Інституціоналісти у своїх твердженнях виходили з того, що «ринку не здатний зробити все», ринкова ефективність насправді є наслідком впливу на ринок ефективно працюючих політичних та економічних інститутів, за допомогою яких здійснення трансакцій стає більш дешевим [10, с. 6]. Неокласики, на думку Д. Нортона, приймали ці фактори як задані, у зв'язку з тим проблема ефективно діючих інститутів в рамках традиційної економічної теорії не розглядалась. Недоліки неокласичної теорії були успадковані і фінансовими моделями, які пояснювали поведінку людей і фірм на фондовому ринку, такими, як концепція «трьох форм ринкової ефективності» Ю. Фама і модель оцінки вартості фінансових активів, розроблена нобелівським лауреатом У. Шарпом. Загалом, базуючись на

неоінституційній концепції можна дати загальне визначення ефективності фондового ринку: це здатність інститутів, які регулюють ринок, створювати і підтримувати «правила гри», які забезпечують стабільність і надійність виконання контрактів [8, с. 102].

Таким чином, проведені дослідження показали, що інтерес вчених до проблеми фондового ринку протягом останніх століть викликаний його важливістю для економічного розвитку країни, оскільки значні фінансові ресурси суспільства знаходять своє застосування у вигляді цінних паперів як на первинному, так і на вторинному ринках. На наш погляд, ефективність ринку цінних паперів повинна визначатися на основі комплексного підходу, який можливий лише на основі ґрунтовного аналізу історичного досвіду та напрацювань представників різних економічних шкіл.

В статье основное внимание уделяется характеристике положений экономических теорий относительно определения функций и задач рынка ценных бумаг в экономике. На базе достижений мировой экономической мысли определяются подходы к формированию эффективного фондового рынка.

1. *Антология экономической классики.* – М.: «ЭКОНОВ», «Ключ», 1993. – 486 с.
2. *Блауг М.* Экономическая мысль в ретроспективе / Пер. з англ. – Изд. 4-е. – М.: «Дело Лтд», 1994. – 720 с.
3. *Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. – М.: Олимп-Бизнес, 1999. – 420 с.
4. *Бродель Ф.* Матеріальна цивілізація, економіка і капіталізм, XV-XVIII ст. – Том 1 / Пер. з фр. – К.: Основи, 1995. – 544 с.
5. *Кейнс Дж. М.* Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента і грошей: Реферат-дайджест. – К.: АУБ, 1999. – 189 с.
6. *Маркс К.* Капітал. Критика політичної економії. – Том 3. – Кн. 3 / К. Маркс, Ф. Енгельс. Твори. – Том 25. – Ч. 1. – 507 с.
7. *Маркс К.* Капітал. Критика політичної економії. – Том 3. – Кн. 3 / К. Маркс, Ф. Енгельс. Твори. – Том 25. – Ч. 2. – 511 с.
8. *Мильчакова Н.* Эффективность фондового рынка: институциональный подход // *Вопр. экономики.* – 2004. – № 5. – С. 97-110.
9. *Мозговий О. М.* Фондовый рынок: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.
10. *Норт Д.* Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. – М.: Начала-Пресс, 1997. – 226 с.
11. *Fama E., French K.* Dividend Yields and Expected Stocks Returns // *Journal of Financial Economist.* – 1998. – Vol. 22. – P. 3-25.
12. *Lorie J., Brealey R.* Modern Developments in Investment Management. – N.Y.: Dryden Press, 1978. – 322 p.
13. *Hume D.* Essai sur la balance du commerce. – N.Y.: Melanges d'economie politique, 1968. – 215 p.
14. *Schnapper B.* Les Rentes au XVI siecle. Histoire d'un instrument de credit. – Aldershot, 1957. – 295 p.

Одержано 26.01.2007.