

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО АНАЛІЗУ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ В КОНТЕКСТІ ІНСТИТУЦІЙНИХ ЗМІН

У статті узагальнено основні структурні характеристики фондового ринку і побудована структурно-логічна схема його аналізу та система узагальнюючих показників функціонування. Ця логічна схема аналізу може бути використана на різних рівнях міжнародного ринку цінних паперів – міжнародному, національному, регіональному.

Ключові слова: фондовий ринок, аналіз, стимули, розвиток, цінні папери.

Базисна інституційна структура формує умови економічного зростання. Структура стимулів повинна сприяти зниженню витрат економічних трансакцій через гарантії прав власності. Тому перебудова інституціональної структури має на меті зміну спрямованості стимулів діяльності економічних суб'єктів. Витрати, що супроводжують швидке економічне зростання, визначаються адаптивною ефективністю інститутів, а швидкість зміни інституційної структури залежить від рівня, в якому зворотний зв'язок із застосуванням чинних норм був точним і тому формував правильні моделі навколишнього середовища у суб'єктів економічної діяльності. „Спрямованість змін визначається траєкторією розвитку (path dependence). Політичні та економічні організації, які утворилися внаслідок існування інституціональної матриці, прагнуть зберегти інституційну структуру. Згадані взаємодоповнюваність, економія від обмеження видів діяльності, мережеві зовнішні ефекти „підлаштовують” зміни у бік реалізації інтересів наявних організацій” [1].

Базисна інституційна структура складається з формальних правил і неформальних норм. Інституційні зміни, що забезпечують зниження витрат економічних і політичних трансакцій, вибудовують нову політичну та економічну структуру і забезпечують економічне зростання та інтеграцію в економічну систему більш високого рівня. У цьому полягає спрямованість процесу інституційних змін. „Ціна” швидкого економічного зростання частково обумовлена адаптивною ефективністю інститутів. Інституційна структура може бути причиною неефективного функціонування економіки. Для підвищення її ефективності необхідна така трансформація інституційної структури, яка змінює спрямованість стимулів.

Дослідженню різних аспектів функціонування фондового ринку в межах неокласичної парадигми і на основі методології системного аналізу присвячено значну кількість робіт зарубіжних і вітчизняних вчених. В останні п'ять років суттєво розширився аналіз інституціональних аспектів функціонування фондового ринку. Тенденції розвитку світового фінансового ринку, міжнародного ринку капіталу

досліджували Бестужева С. В., Васильчук І. П., Дубик В. Я., Загоруйко В. В., Затварська О. О., Коваленко В. В., Косинський Р. В., Криштопа І. В., Михасюк І. Р., Стукало Н. В., Шатковська А. О., Юрій Е. О. та ін., аналіз глобалізаційних аспектів розвитку фондового ринку і його інститутів представлений у роботах Клименко В. В., Картунова Г. Г., Кужелева М. О., Любохинець Л. С., Свічинського М. М. та ін.

Метою статті є побудова структурно-логічної схеми аналізу основних структурних характеристик фондового ринку й розробка системи узагальнюючих показників його функціонування.

Зміст поняття „розвиток фондового ринку” розкривається на основі зіставлення широкого спектра емпіричних показників розвитку ринку цінних паперів. Оскільки український фондовий ринок перебуває на етапі становлення, його розвиток може бути досліджено за допомогою системи показників, що враховують специфіку перехідного періоду та кризових коливань в економіці України. Узагальнення показників, що пропонуються у науковій літературі, розробка нових дали можливість сформулювати систему показників, яка містить такі основні їх групи (таблиця 1).

1. Узагальнюючі індикатори розвитку фондового ринку можуть бути представлені трьома блоками показників, що відображають різні якісні аспекти розвитку фондового ринку, а саме:

- показники інвестиційної якості (ємність фондового ринку, ліквідність, прибутковість, волатильність, оцінка вартості фінансових активів (з точки зору їх справедливого оцінювання відповідно до гіпотези ефективності ринку), зростання інвестицій);
- показники структури ринку (концентрація ринку, структура ринку за різними критеріями);
- показники динамічності фондових ринків (темпи зростання індивідуальних індикаторів розвитку фондових ринків, темпи зростання агрегованих індикаторів розвитку фондових ринків).

2. Регулятивні інституційні індикатори розвитку фондового ринку. Ця група індикаторів може бути агрегована в 4 блоки:

- індикатори рівня прозорості;
- показники відкритості (таблиця 2);

Таблиця 1. Система індикаторів розвитку фондового ринку (за їх групами)

№ з/п	Групи індикаторів розвитку фондового ринку	Система показників
1	Узагальнюючі індикатори розвитку	Індикатори динамічності
		Показники структури ринку
		Показники інвестиційної якості
2	Регулятивні інституційні індикатори розвитку	Показники фінансового розвитку і політичних ризиків
		Індикатори розвитку фінансових посередників
		Індикатори рівня прозорості
		Показники відкритості
3	Індикатори залученості національних фінансових ринків у процеси глобалізації	Показники інтегрованості розвинених ринків
		Ступінь залученості
		Фінансова інтеграція
		Фінансова відкритість

Таблиця 2. Показники відкритості

Показник	Опис показника
Лібералізації рахунку капіталу Міжнародного валютного фонду	Індикатор лібералізації рахунку капіталу має значення 0, якщо країна має як мінімум одну рестрикцію в категорії „обмеження на платежі за транзакціями по рахунку капіталу”. Вимірюється на основі щорічних звітів про валютні курси й валютні рестрикції МВФ. Ці звіти містять 6 категорій інформації.
Лібералізації рахунку капіталу Quinn	На відміну від попереднього індикатора МВФ, що набуває значення від 0 до 1, індикатор Quinn може набувати значення від 0 до 4,5 одиниць виміру (0; 0,5; ...; 3,5; 4), причому 4 означає повністю відкриту економіку. Таким чином, показник дає більш повне, деталізоване уявлення про відкритість рахунку капіталу. Цей показник також береться з щорічних звітів, що публікуються МВФ – валютні курси та валютні обмеження.
Офіційної лібералізації ринку цінних паперів	Пов'язаний з даними про формальні зміни в системі регулювання, після яких іноземні інвестори офіційно можуть вкладати кошти в акції та будь-які похідні цінні папери якої-небудь країни. Індикатор офіційної лібералізації набуває значення 1, коли ринок цінних паперів лібералізований, і 0 в інших випадках. Дані про офіційну лібералізацію наводяться у Bekaert and Harvey [2]. Ця хронологія ґрунтується більш ніж на 50 джерелах.
Інтенсивності (глибини, ступеня) лібералізації ринку цінних паперів	Показник інтенсивності заснований на коефіцієнті ринкової капіталізації фірм, що входять в IFC Investable index, який внесений у IFC Global index по кожній країні [3]. IFC Global index призначений для подання загального ринкового портфеля для кожної країни, у свою чергу IFC Investable index – для подання портфеля національних цінних паперів, які доступні іноземним інвесторам. Показник рівня лібералізації ринку означає рівень, при якому усі цінні папери доступні іноземним інвесторам. Країни з повністю сегментованим ринком мають показник інтенсивності, що дорівнює нулю, повністю лібералізовані – рівний 1.
Відкритості ринку для іноземних банків	Іноземні банки отримують доступ на внутрішній банківський ринок через установи своїх філій і дочірніх підрозділів або через поглинання національних банків. Можливий розрахунок індикатора, який набуває значення від 0 до 1, коли країна робить перші суттєві кроки до збільшення доступу іноземних банків.

- індикатори розвитку фінансових посередників (агреговані індекси розвитку фінансових посередників, динаміка фондових індексів і показників розвитку фінансових посередників, показники взаємозв'язку розвитку фондового ринку і фінансових посередників, кореляція між різними індикаторами розвитку фондових ринків і розвитку фінансових посередників);
 - показники фінансового розвитку і політичних ризиків (індекси, які використовуються для ранжування ступеня інституційного розвитку ринків цінних паперів); капіталізація фондового ринку у відсотках до ВВП (таблиця 3).
3. Індикатори фінансової глобалізації та фінансової

залученості національних фінансових ринків, які характеризують такі 4 напрями розвитку: фінансова відкритість; фінансова інтеграція; ступінь залученості; індикатори ступеня інтегрованості розвинених ринків.

Проблема взаємозв'язку розвитку фондового ринку і довготривалого економічного зростання є найбільш актуальним напрямом досліджень українського фондового ринку. Питання про вплив фондового ринку на економічне зростання активно досліджується в зарубіжній науковій літературі.

Більшість дослідників підкреслюють важливість фінансової системи в мобілізації заощаджень, розподілі капіталу, посиленні корпоративного

Таблиця 3. Фінансовий розвиток і політичний ризик

Показники	Опис показника
Співвідношення приватного кредиту до ВВП	Кредит приватному сектору є фінансовими ресурсами, які передані приватному сектору, такі як позики, торговельні кредити та ін. платежі, які можуть бути отримані, тобто становлять вимогу про сплату. Джерело: World Bank Development Indicators
Оборот ринку цінних паперів	Співвідношення цінних паперів які продаються до ринкової капіталізації. Джерело: Standard and Poor's / International Finance Corporation's Emerging Stock Market Factbook
Масштаб ринку цінних паперів	Співвідношення капіталізації ринку цінних паперів до ВВП. Джерело: Standard and Poor's / International Finance Corporation's Emerging Stock Market Factbook
Якість інститутів	Сума компонентів, що належать до політичного ризику з міжнародного довідника ризику країни. PRS оцінює закон і порядок окремо, вважаючи, що кожен з компонентів може набувати значення від 0 до 3. Субкомпонент Закон – це оцінка сили і неупередженості правової системи, тоді як Порядок – це оцінка дотримання суспільством законів. Таким чином, країна може мати високий рейтинг (3,0) з точки зору оцінки правової системи, але низький рейтинг (1,0), якщо закони не виконуються.
Показник закону про інсайдерську торгівлю	Вперше оцінили роботу над законами про інсайдерську торгівлю в якості показників Bhattacharya і Daouk [4].
Рейтинг політичного ризику	Оцінюється PRS (Political Risk Service). Набуває значення від 0 (високий ризик) до 100 (низький ризик). Рейтинг ризику – це комбінація 12 компонентів. Джерело: Міжнародний довідник ризику країни (International Country Risk Guide).
Інвестиційний профіль	Це показник ставлення уряду країни до внутрішніх інвестицій. PRS визначає інвестиційний профіль, що складається з 3 компонентів: 1) ризик експропріації або життєстійкості контрактів; 2) затримки платежів; 3) репатріація прибутку. Кожен компонент розраховується за шкалою від 0 (дуже високий ризик) до 4 (дуже низький ризик)

контролю та управлінні ризиками. Більш того, в деяких концепціях обґрунтовуються положення про те, що великі й найбільш ефективні фондові ринки прискорюють економічне зростання. Зокрема, Levine Ross і Sara Zervos [5] досліджують залежність між розвитком фондового ринку та довгостроковим економічним зростанням.

Фондовий ринок чинить перманентний позитивний вплив на структурні зрушення в економіці тільки за умови паралельного функціонування всіх сегментів ринку інвестиційних ресурсів. Ринковий закон відповідності попиту та пропозиції щодо інвестицій визначає взаємний вплив фондового ринку й структурних зрушень в економіці. При цьому вплив структурних зрушень на інвестиційний попит має мультиплікативний характер.

Взаємозв'язок динаміки фондового ринку та економічних циклів, випереджальний і проциклічний характер показників та індикаторів фондового ринку дають можливість використовувати їх у якості індикаторів попередження про зміну характеру динаміки ділового циклу (зміну його фаз) та ідентифікувати входження у нову фазу економічного циклу. У межах синергетики як загальнометодологічної наукової парадигми виявлення таких індикаторів розвитку фондового ринку та індикаторів раннього попередження складає найважливіше завдання економічної науки. Узагальнено кількісні та якісні параметри фондового ринку, які виступають такими індикаторами і можуть бути віднесені до групи показників динамічності фондових ринків.

Усі макроекономічні показники можуть бути поділені на три групи з огляду на їх зв'язок зі станом економіки: запізнілі, випереджаючі, синхронні.

Макроекономічні змінні можуть бути також класифіковані залежно від характеру зв'язку їх динаміки з динамікою економічного циклу: проциклічні змінні мають тенденцію до зростання в період економічного підйому й до зменшення під час спаду; протіциклічні змінні мають тенденцію до зростання у фазі економічного спаду й зменшення у фазі підйому (тобто знаходяться в протифазі економічного циклу); ациклічні змінні змінюються поза зв'язком безпосередньо з циклом ділової активності.

Більшість індикаторів ділової активності мають одночасні коливання. Проте окремі демонструють велику амплітуду коливань і дають більш ранні сигнали про зміну поточної кон'юнктури або входження в нову фазу економічного циклу. Такі випереджальні індикатори пов'язані в основному з інвестиціями в реальному секторі. До них належать і показники розвитку фондового ринку.

Проциклічні показники й індикатори РЦП, пов'язані з динамікою економічного циклу:

1. Середнє для ринку значення показника ціна/дохід, тобто P/E ratio.

Середнє значення цього показника для економіки загалом або окремих галузей підвищується в період підйому і знижується в періоди спаду. Наприклад, для США середнє значення в період депресії перебувало в межах 7-9, а в період підйому – 15-18 [6]. Це наслідок зниження вартості основних активів у період спаду і її зростання в періоди поживлення та підйому.

Проте на рівень цього показника впливає не лише поточна макроекономічна ситуація, а й темп зростання прибутку компаній. Отже, зміни в рівні цього показника свідчать про зміни очікувань інвесторів щодо темпів зростання прибутку. У цьому випадку, якщо ціна акції зростає при стабільному E

(чистий прибуток на 1 акцію), то загалом співвідношення ціна/дохід (P/E) зростає, і це свідчить про очікування зростання прибутку в майбутньому. В аналізі цей показник порівнюється зі середньогалузевим значенням і динамікою середнього P/E ratio для ринку.

2. Індикатори широти ринку і грошового потоку, розраховані за даними фондових індексів або цінних паперів провідних компаній, що визначають структуру національної економіки, також свідчать про приплив або відтік капіталу на фондовий ринок. У періоди підйому капіталізація ринку зростає, зростають й індикатори грошового потоку. (Осцилятор Чайкіна (CO), індикатор накопичення (розподілу) (ADL), індикатор грошового потоку (MFI) та ін.).

3. Фондові індекси. Їх аналіз за економічним змістом – це аналіз динаміки прибутковості ринку акцій за рахунок приросту курсової вартості (або інакше – аналіз динаміки вартості та прибутковості ринкового портфеля або його складових). Аналіз зміни темпу зростання здійснюється на основі виявлення довгострокових трендів. Зростання фондових індексів як довгострокова тенденція характерне для стадії підйому, бічний тренд – для депресії або уповільнення зростання, тренд, що має динаміку зниження, відповідає, як правило, спаду в економіці (що не робить винятком кон'юнктурних коливань).

4. Динаміка середнього значення поточної прибутковості акцій. Його зростання відбувається в період пожвавлення і підйому, зниження – в період закінчення стадії зростання, оскільки в цій фазі циклу ціни акцій зростають при стабільних дивідендах (виплат дивідендів може не бути зовсім).

5. Зростання питомої ваги першої емісії акцій у загальному обсязі емісій на РЦП характерне для стадії депресії, часто пов'язане з хвилею засновництва (грюндерства) або масштабного перерозподілу прав власності.

6. Зростання питомої ваги перших і додаткових емісій акцій в обсязі операцій на РЦП, тобто зростання частки первинного ринку, характерне для поворотної точки від депресії до підйому. Це означає, що кошти інвесторів йдуть із спекулятивної сфери (вторинного ринку) на первинний ринок. У короткостроковому періоді це може викликати зниження цін акцій і облігацій, але у середньо- і довгостроковій перспективі цей фактор викличе зростання ринку корпоративних цінних паперів, оскільки інвестиції з певним лагом почнуть давати віддачу: формується економічний ланцюжок „зростання прибутку на 1 акцію → зростання рентабельності акціонерного капіталу → зростання економіки → зростання цін акцій”.

7. Інверсія процентних ставок. Спадна, або горбата, тимчасова структура процентних ставок свідчить про очікування зниження процентних ставок, отже, очікується спад або депресія в економіці.

Дослідження стану і динаміки РЦП у функціональному та інституційному аспектах є основою оцінювання його ефективності як регулятивного інституту ринкової економіки. Це оцінювання спирається на аналіз структури ринку та її динаміки, а також на систему узагальнюючих показників його функціонування. Ринок цінних паперів як система має 3 основні типи структури: інституційну, організаційну та економічну.

На основі узагальнення основних структурних

характеристик фондового ринку побудовано структурно-логічну схему його аналізу й систему узагальнюючих показників його функціонування. Ця логічна схема аналізу може бути використана на різних рівнях міжнародного РЦП – міжнародному, національному, регіональному. Аналіз на кожному рівні має вестися у контексті тенденцій розвитку ринку більш високого рівня в економічній системі в умовах процесу фінансової глобалізації. У цьому контексті системні й структурні характеристики ринку є найважливішим елементом фундаментального аналізу і взаємопов'язані з технічним аналізом.

Список літератури

1. Норт Д. Институциональные изменения рамки анализа / Д. Норт // Вопросы экономики. – 2003. – №3. – С. 9-16.
2. Bekaert G., Harvey C. Chronology of Important Economic, Financial and Political Events in Emerging Markets / G. Bekaert, C. Harvey – [http // www.duke.edu/~charvel/chronology.htm](http://www.duke.edu/~charvel/chronology.htm).
3. Bekaert G. Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets / G. Bekaert // World Bank Economic Review. – 2007. – №9. – С.75-107.
4. Bhattacharya U., Daouk H. The World Price of Insider Trading / U.Bhattacharya, H. Daouk // Journal of Finance. – 2008. – № 57. – P. 75-108.
5. Levine Ross Zervos Sara Stock Market Development and Long-Run Growth / R. Levine // World-Bank-Economic – Review. – № 10 (2). – 2002. – P. 323-39.
6. Мертенс А. В. Инвестиции. Курс лекций по современной финансовой теории / А. В. Мертенс. – К.: Киевское инвестиционное агентство, 2003. – 261с.

РЕЗЮМЕ

Болдуева Оксана

Методические подходы к анализу развития фондового рынка в контексте институциональных изменений

В статье обобщены основные структурные характеристики фондового рынка и построена структурно-логическая схема его анализа и система обобщающих показателей функционирования. Эта логическая схема анализа может быть использована на различных уровнях рынка ценных бумаг - международном, национальном, региональном.

RESUME

Bolduyeva Oksana

Methodological approaches to the analysis of stock market development in the context of institutional changes

The article summarizes the main structural characteristics of the stock market. There has been proposed the structural-logic circuit of its analysis and the system of generalized indicators of its functioning. This logic circuit of analysis can be used at different levels of securities markets - international, national, regional.

Стаття надійшла до редакції 04.04.2012 р.