

**Калач Г.М.,**

кандидат економічних наук, доцент,  
декан факультету економіки та оподаткування  
Національного університету ДПС України

## ВПЛИВ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ НА ФОНДОВИЙ РИНОК УКРАЇНИ

*Розглянуто динаміку розвитку фондового ринку, вплив міжнародних потоків капіталу на обсяг операцій із цінними паперами й на рівень ризику фондового ринку. Проаналізовано залежність стану національного фондового ринку від обсягу і структури приватних запозичень фінансових установ на міжнародних фондових ринках. Визначено основні напрями впливу фінансової кризи на розвиток фондового ринку.*

*Considered in the article is the dynamics of development of the stock market, the influence of international capital on the volume of operations with securities and on the risk level of the stock market. The author analyzes the dependence of the national stock market on the volume and structure of private credits of financial institutions and international financial markets; and also determines the guidelines of financial crisis influence on the development of stock market.*

Характерною рисою світових економічних відносин стає інтенсивний розвиток фінансової глобалізації із залученням національних економік до світового ринку капіталу, посилення їх взаємозалежності.

Фінансова глобалізація має подвійний вплив на економіку: з одного боку, скасування обмежень на приплив капіталу дає змогу повніше задовольнити потреби суб'єктів господарювання у фінансових коштах і стимулює інвестиційний процес, з другого — ускладнюється утримання стабільного обмінного курсу, підвищується вразливість економіки до негативного впливу зовнішніх факторів, обмежуються можливості центрального банку у здійсненні незалежної монетарної політики.

Проблеми розвитку й інтеграції національних фондових ринків у світову фінансову систему розглянуто у працях вітчизняних науковців О. Мозгового, Б. Данилишина, З. Луцишин, І. Лютого. Проте в наукових дослідженнях немає єдиного підходу до визначення впливу фінансової глобалізації на розвиток фондового ринку, тож дослідження характеру цього впливу в умовах фінансової кризи є особливо актуальним.

Вітчизняний фондовий ринок було створено за дуже короткий період часу. Кількісну динаміку розвитку фондового ринку за період 2000—2007 років наведено в табл. 1.

Упродовж 1995—1998 років ринок швидко нарощував обсяги. Цей етап характеризується значним кількісним і якісним зростанням фондового ринку України. Каталізатором цього процесу можна вважати такі фактори, як прискорення темпів приватизації, зростання сектору державних цінних паперів з надзвичайно

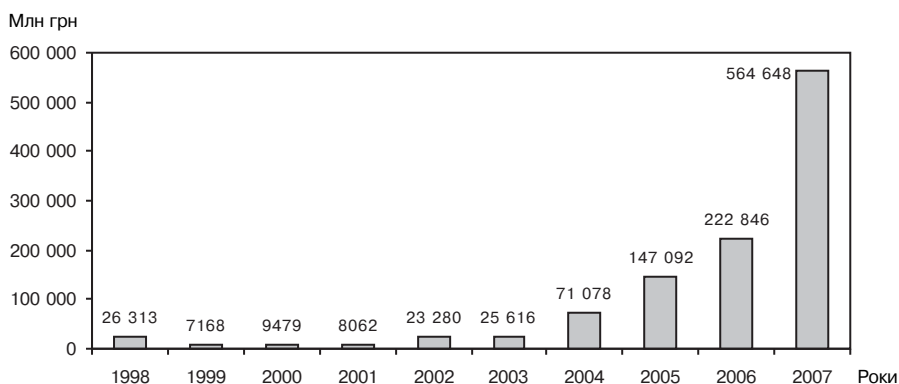
Таблиця 1. Розвиток фондового ринку України у 2000—2007 роках

Показник	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Обсяг зареєстрованих цінних паперів, млрд грн	24,80	64,35	86,64	110,26	145,02	207,01	291,08	424,33
Обсяг зареєстрованих випусків акцій, млрд грн	31,68	47,29	69,69	86,79	127,59	152,40	195,94	245,94
Обсяг зареєстрованих випусків облігацій підприємств, млрд грн	0,07	0,69	4,27	4,24	4,11	12,75	22,07	44,48
Кількість професійних учасників фондового ринку	—	1290	1321	1346	1401	1394	1488	1576
Відношення загального обсягу торгів фондового ринку до ВВП, %	21,40	29,01	45,20	76,82	90,63	96,50	91,70	106,30

*Джерело:* складено автором на підставі даних річних звітів ПФТС, Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Міністерства економіки України.

високою дохідністю, високі темпи інфляції та фіксований валютний курс, що стимулювало приплив грошей нерезидентів, схильних до ризику. У період фінансової кризи 1997—1998 років відбувся масовий вихід іноземного капіталу з фінансового ринку, і лише з 2000 року ринок знову почав нарощувати обсяги.

Масштаби ринку капіталів у тій чи іншій країні характеризуються показниками капіталізації. В Україні протягом періоду існування фондового ринку найбільші обсяги торгів цінними паперами укладалися на ПФТС. Динаміку показника капіталізації ПФТС наведено на рис. 1.



*Джерело:* річні звіти ПФТС за 2000—2007 роки: [Електр. ресурс]. — <http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/>

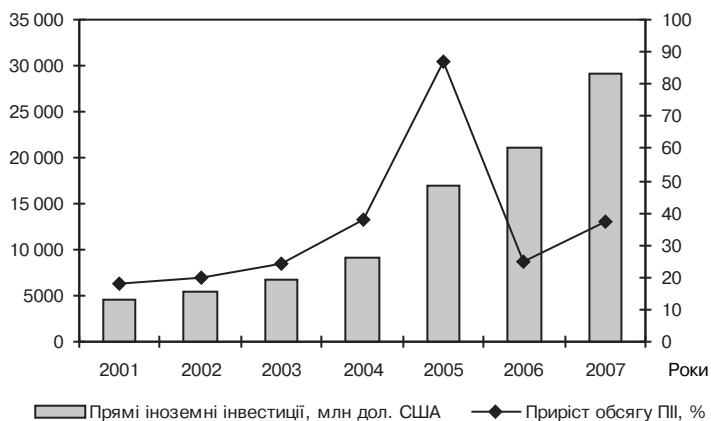
Рис. 1. Динаміка показника капіталізації ПФТС, 1998—2007 роки

Розвиток ринку у 2000—2007 роках стимулювався, з одного боку, стабільним розвитком економіки країни, зростанням обсягів ВВП, промислового виробництва, з другого — сприятливими зовнішніми факторами: зростанням попиту на світових ринках на продукцію основних українських експортерів, зростанням цін на продукцію металургії, а також усіх основних фондових індексів. Перелічені фактори в поєднанні з дешевиною фінансових активів призвели до чергового

припливу спекулятивних іноземних капіталів: за підсумками 2007 року індекс ПФТС зріс на 135,4 % — найвищий показник у Європі і другий у світі.

У 2007 році вперше за історію існування вітчизняного фондового ринку обсяг торгів на ринку цінних паперів досяг рекордного значення 754,31 млрд грн і перевищив обсяги випуску промислової продукції на 154,26 млрд грн.

За даними ПФТС, у 2007 році обсяг виконаних договорів торговців цінними паперами з нерезидентами становив 258,35 млрд грн (34,25 % від загального обсягу виконаних договорів у 2007 році)<sup>1</sup>. Динаміку обсягу прямих іноземних інвестицій (ПІІ) за період 2001—2007 років наведено на рис. 2. Приріст сукупного обсягу іноземного капіталу в економіку країни лише за I півріччя 2008 року у 2,7 раза перевищив показник за аналогічний період попереднього року<sup>2</sup>. Внаслідок припливу спекулятивних капіталів на фондовий ринок України значно зросли його ризики порівняно з іншими аналогічними ринками. Початок системної кризи, падіння попиту на продукцію металургійних підприємств спричинили масовий відплив спекулятивного капіталу, внаслідок чого індекс ПФТС за 10 місяців 2008 року зменшився у 4,6 раза. Зміну обсягів торгів у період з 2003 року по I півріччя 2008-го подано на рис. 3.



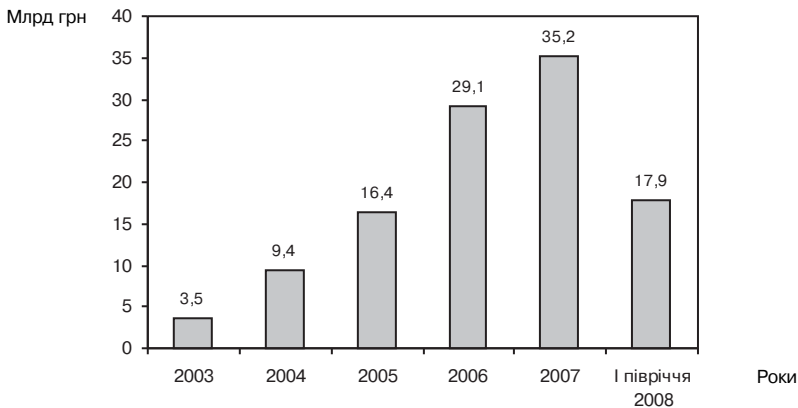
Джерело: Річний звіт ПФТС за 2007 рік: [Електр. ресурс]. — <http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/>

Рис. 2. Динаміка обсягу прямих іноземних інвестицій, 2001—2007 роки

Іншим фактором, що справляє негативний вплив на фондовий ринок, є неконтрольовані позики приватного сектору на міжнародних фондових ринках,

<sup>1</sup> Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

<sup>2</sup> Інформаційно-аналітичні матеріали щодо тенденцій розвитку та регулювання фондового ринку у I півріччі 2008 року. Затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06.08.2008 № 888: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua>.



*Джерело:* Інформаційно-аналітичні матеріали щодо тенденцій розвитку та регулювання фондового ринку у I півріччі 2008 року: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

**Рис. 3. Обсяг торгів на організаторах торгівлі, 2003 — I півріччя 2008 року**

який на сьогодні становить 85 % валового зовнішнього боргу. За розрахунками МВФ максимально допустимим рівнем зовнішнього боргу для країн із низьким і середнім рівнями доходів є сума, що становить 49,7 % ВВП, а в Україні цей показник наприкінці I півріччя 2008 року становив 59,9 %. На жаль, більшість із цих запозичень мають короткостроковий характер<sup>3</sup>.

Найбільшими темпами здійснювали зовнішні запозичення банківські установи. Зовнішній борг банківського сектору за 2007 рік збільшився у 2,2 раза<sup>4</sup>. Позики банківського сектору безпосередньо впливають на стан фондового ринку в умовах фінансової кризи. Це пов'язано з тим, що в Україні склалася змішана модель фондового ринку, яка передбачає активну участь комерційних банків в операціях на ринку цінних паперів. Про значний вплив банківського сектору на стан фондового ринку свідчить той факт, що у 2007 році у структурі зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку випусків облігацій 42,42 % належало банкам, а частка виконаних комерційними банками договорів з цінними паперами становила 36,56 % від загального обсягу виконаних договорів<sup>5</sup>. Через значну залежність банківських установ від інвестицій нерезидентів, складнощі, пов'язані з неможливістю рефінансування кредитних зобов'язань на зовнішніх кредитних ринках, відбулися дестабілізація банківської системи, девальвація національної валюти, заморожування операцій на фондовому ринку.

<sup>3</sup> Данилишин Б. Світова криза — тест для України // Дзеркало тижня. — 2008. — № 38 (717). — 11—17 жов.

<sup>4</sup> Інформаційно-аналітичні матеріали щодо тенденцій розвитку та регулювання фондового ринку у I півріччі 2008 року. Затв. рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку від 06.08.2008 № 888: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

<sup>5</sup> Звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2007 рік: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua>.

Глобальні інвестори розглядають фінансовий ринок України та його конкурентоспроможність у групі Frontier Market (граничний ринок) у складі семи інших країн (Латвія, Болгарія, Румунія, Литва, Естонія, Словенія, Хорватія). Ці ринки є невеликими за показниками капіталізації, наявністю ліквідних цінних паперів порівняно з групою Emerging Markets (ринками, що розвиваються). У групі Frontier Market Україна у 2006—2007 роках посідала перше місце за рівнем капіталізації і рівнем зростання місцевого індексу (табл. 2), що в поєднанні з високими показниками волатильності українського фондового ринку також є свідченням “перегріву” ринку і збільшення фінансових ризиків.

Таблиця 2. Показники розвитку фондового ринку країн, що входять до групи Frontier Market, 2005—2007 роки

Країна	Капіталізація, млн дол. США			Середньомісячний обсяг торгів, млн дол. США			Місцевий індекс: зміна, %		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
Україна	24 975,6	42 869,7	111 756,0	54,99	99,91	383,90	35,69	41,33	135,34
Румунія	20 587,9	32 784,3	44 925,0	283,21	354,99	758,41	50,89	22,23	22,05
Хорватія	12 918,0	29 005,6	65 977,0	66,52	151,91	416,05	27,57	60,68	63,24
Словенія	7898,9	19 181,7	28 963,0	65,68	84,92	300,29	-5,59	37,86	78,13
Литва*	8812,8	10 198,6	—	61,71	174,47	—	52,97	9,28	—
Естонія*	3495,1	5963,3	—	206,52	80,98	—	47,97	23,94	—
Словаччина*	4392,7	6576,0	—	5,76	7,67	—	28,81	-1,23	—
Болгарія	5085,6	10 325,0	21 793,0	115,70	125,75	770,93	—	—	—
Латвія*	2527,2	2704,9	—	8,00	9,29	—	63,54	-3,09	—

\*Литва, Естонія, Словаччина, Латвія у 2007 році не входили до складу групи Frontier Market.

Джерело: річні звіти ПФТС за 2005—2007 роки: [Електр. ресурс]. —<http://www.pfts.com/uk/yearly-reports/>

У листопаді 2008 року міжнародна рейтингова агенція “Standart&Poor’s” оприлюднила оцінку вересневого стану фондового ринку України. Індекс S&P/FCG — Україна на кінець вересня 2008 року становив 194,5, знизившись на 105 пунктів, або на 53 %, порівняно із серпнем<sup>6</sup>.

Проведений аналіз стану і динаміки фондового ринку свідчить про те, що в Україні сформувався волатильний, спекулятивний фондовий ринок, який перебуває у значній залежності від іноземного капіталу й зовнішньоекономічної динаміки. Ринку властиві висока концентрація власності й незначна участь населення в інвестуванні у фінансові активи. Сучасний етап розвитку фондового ринку характеризується втратою державою контролю як за макроекономічними показниками, про що свідчать від’ємне сальдо зовнішньоторговельного балансу, високі темпи інфляції, високий рівень державного боргу, так і за діяльністю

<sup>6</sup> <http://www.pfts.com/uk/news>.

фінансових інститутів, які безконтрольно здійснювали приватні запозичення на внутрішньому і зовнішньому ринках капіталу, що призвело до глибокої фінансової кризи. Зовнішні фактори лише підсилили негативний ефект від непродуваної фінансової політики.

В умовах фінансової кризи, коли вартість фінансових активів впала до найнижчих значень, відбувається черговий перерозподіл власності у світовому масштабі. У багатьох розвинутих країнах та, зокрема, в Росії держава здійснює купівлю акцій проблемних фінансових інститутів, що свідчить про переоцінку її ролі в регулюванні фондового ринку. У зв'язку з цим зауважимо, що в розвинутих країнах, наприклад у США, такі інвестиції спрямовуються переважно на купівлю привілейованих і звичайних не голосуючих акцій, які не мають права голосу, і держава може лише отримувати дивіденди. Такі кроки, з одного боку, засвідчують зацікавленість держав у активному втручанні у процеси контролю за купівлею-продажем цінних паперів, з другого, виникає небезпека прямого адміністративного впливу на діяльність фінансових установ.

Що стосується України, то за відсутності власних коштів на підтримку фондового ринку вона розраховує на кошти міжнародних фінансових організацій, які планується спрямувати на підтримку платоспроможності фінансових установ, насамперед системних банків. Оцінка таких заходів є досить неоднозначною і викликає запитання: які параметри відбору банків при цьому використовуються? Як оцінюватиметься ефективність використання державної позики цими приватними фінансовими установами?

Разом із тим уніфікація методів виходу з фінансової кризи більшістю країн світу, надання Україні стабілізаційної позики під визначені структурні зміни підтверджують той факт, що в умовах глобалізації фондовий ринок дедалі менше залежить від національних систем державного контролю й регулювання та більше — від світового фінансового простору. Об'єктивним підґрунтям цього процесу є потужні потоки приватного капіталу, які переміщуються у світовому фінансовому просторі й не контролюються державами. У таких умовах національні регулятори “не в змозі не лише регулювати потоки припливу і відпливу капіталу, а й контролювати власну внутрішню фінансову сферу”<sup>7</sup>.

Будь-яка фінансова криза поряд із негативними має й позитивні наслідки. На наш погляд, наслідком фінансової кризи будуть такі процеси на фондовому ринку:

- концентрація капіталу, укрупнення банківських і небанківських фінансових установ;
- активізація процесів злиття й поглинання, збільшення кількості угод купівлі-продажу для встановлення корпоративного контролю;
- зміна системи ціноутворення на фінансові активи з метою недопущення маніпулювання ринком, недобросовісної торгівлі;

---

<sup>7</sup> Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: Вид. центр “Друк”, 2002. — С. 86.

- зміна структури фінансових активів у бік збільшення боргових цінних паперів, спричинена як великими обсягами зовнішнього боргу, так і тим фактом, що мажоритарні акціонери не зацікавлені у зміні структури власників;
- розробка стандартів і кодексів, які ґрунтуються на міжнародних принципах і є придатними для застосування в національних умовах. Це стосується інформаційної прозорості емітентів, організації торгівлі цінними паперами, захисту міноритарних акціонерів, депозитарно-клірингової діяльності;
- розробка нових методів прогнозування, оцінки й управління ризиками, розробка ефективних процедур клірингу і взаєморозрахунків;
- створення ефективної податкової політики, яка має забезпечити однакове податкове навантаження для всіх суб'єктів фондового ринку<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Завдання та принципи регулювання ринку цінних паперів / Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO). — 2002. — С. 8—10.