

Пасечник Т.О.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри банківської справи
Одеського державного економічного університету

Копилова О.В.,

аспірант кафедри економічної теорії
та історії економічної думки
Одеського національного університету
імені І.І. Мечникова

ЄВРОПЕЙСЬКА ІНТЕГРАЦІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ЯК МЕХАНІЗМ ЗНИЖЕННЯ РИЗИКІВ

Проаналізовано причини фінансових криз 1998 і 2008 років та показники волатильності як розвинутих ринків, так і ринків, що формуються. Зроблено висновки стосовно переваг і недоліків інтеграції національного фондового ринку до європейської фінансової системи як способу зниження й нівелювання ризиків.

The reasons of financial crises of 1998 and 2008 and volatility indicators of both the developed and the developing markets are analyzed in the article. The advantages and disadvantages of integration of the national stock market into European financial system are specified with the aim to decrease financial risks.

Функціонування сучасної біржової системи, що має складну структуру і велику кількість фінансових інструментів, видів послуг, учасників, залежить насамперед від кон'юнктури ринку, економічних процесів, як зовнішніх, так і внутрішніх, і світових тенденцій. Згідно з теорією хвиль М. Кондратьєва світові ринки цінних паперів вступили у п'яту хвилю, тобто перебувають у зоні підвищених ризиків, тому характеризуються дуже високою волатильністю, яка перевершує історичні крайні показники. При цьому групою ринків, найбільше схильних до волатильності, ринкових шоків і криз, залишаються ринки країн із економікою, що формується, до яких належить і Україна. Тож одним із засобів зниження фінансових ризиків є інтеграція українського фондового ринку до європейської фінансової системи.

У більшості публікацій, присвячених фінансовій кризі 2008 року, розглядаються причини й наслідки кризи: за її етапами і проявами¹, як іпотечної кризи, кризи ринку деривативів², системи управління ризиками³, банківської

¹ Вахненко Т.П. Фінансова криза в Україні: фактори, механізми дії, заходи подолання // Фінанси України. — 2008. — № 10. — С. 3—21; Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия // Финансовая академия при правительстве РФ. — 2008. — <http://www.mirkin.ru>.

² Чибриков Г.Г. Содержание и арифметика финансового кризиса // Банковское дело. — 2008. — № 12; Астраханцева М., Лецинский М. Секьюритизация по-американски, или с какими иллюзиями нам придется расстаться? // Рынок ценных бумаг. — 2008. — № 12.

³ Мищенко В.І., Мищенко С.В. Основні напрями забезпечення стабільності фінансового сектору України в контексті глобальних процесів // Фінанси України. — 2008. — № 5. — С. 56—69.

кризи⁴. Проте поза увагою залишаються інфраструктура фондового ринку та її інтеграція до міжнародної фінансової інфраструктури як засобу зменшення внутрішніх факторів, що посилюють кризу. Питання інтеграції до європейського й міжнародного фондових ринків досліджують такі вітчизняні й закордонні науковці, як А. Бардакова, О. Бей, Н. Думная, Я. Міркін, Б. Рубцов, О. Сохацька, С. Тігіпко⁵ та ін. Ці публікації, як правило, присвячені загальним тенденціям, законодавчим перетворенням і проблемам використання закордонного досвіду, проте майже не здійснюється аналіз інтеграційних процесів як засобу нівелювання деяких проявів кризових ситуацій на фінансових ринках.

Враховуючи, що питання порівняння впливу інтеграційних процесів, переваг і недоліків інтеграції фондового ринку України до європейської фінансової системи залишаються мало розкритими в економічній літературі, метою статті є аналіз волатильності фондового ринку України у кризових умовах та його європейської інтеграції як механізму зниження й нівелювання фінансових, політичних і системних ризиків.

Головною небезпекою входження фінансових ринків, що формуються, до міжнародної фінансової системи є зростання схильності до фінансових криз. Оскільки ефективне існування закритого фондового ринку є неможливим, для участі українського ринку цінних паперів у процесах глобалізації та інтернаціоналізації потрібно розробити систему механізмів, спрямованих на зменшення негативного зовнішнього впливу. Фінансова криза на фондовому ринку виявляється насамперед через неконтрольоване падіння курсів цінних паперів, кризу довіри серед національних та іноземних інвесторів, а також масштабний відплив капіталів із країни. Розглянемо причини й наслідки двох наймасштабніших криз на українському фондовому ринку — 1998 і 2008 років.

Криза 1998 року була викликана як зовнішніми, так і внутрішніми факторами. Російська фінансова криза серпня 1998 року спровокувала падіння довіри іноземних інвесторів до ринків цінних паперів як РФ, так і України, а отже, і масовий відплив іноземного капіталу. Серед основних внутрішніх факторів були такі:

- переважна більшість іноземних інвесторів належали до категорії спекулятивних;
- велику частину фондового ринку становили державні боргові цінні папери — ОВДП (подібно до російської фінансової “піраміди”);
- держава виявила свою неплатоспроможність.

⁴ Рыбин Е.В. Финансовый кризис в России как путь реструктуризации банковского сектора // Банковское дело. — 2008. — № 12.

⁵ Бардакова А.В. Проблема интеграции Украины в мировой фондовый рынок // Діловий вісник. — 2005. — № 12 (139). — С. 7; Бей О. Теоретичні підстави міжнародної інтеграції. — Мюнхен: Український вільний університет, 2005. — 80 с.; Думная Н.Н., Петров М.А. Формирование международных интегрированных рынков в условиях глобализации. — http://www.mirkin.ru/_docs/_dumnaуа/integro.pdf; Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. — М.: Перспектива, 1995. — 536 с.; Рубцов Б.Б. Современные фондовые рынки: Учеб. пособ. для вузов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 926 с.; Сохацька О. Зарубіжні біржові ринки // Фінанси України. — 2000. — № 4. — С. 59—66; Тігіпко С.Л. Інтеграційний розвиток української економіки в умовах глобалізації фінансових ринків. — Суми: ВПП “Мрія-1” ЛТД; УАБС, 2004. — 33 с.

У результаті дії зовнішніх і внутрішніх факторів настала криза, що вплинула не лише на слабозвинутий фондовий ринок України, а й банківську систему, систему національної валюти, державних фінансів. При цьому масовий вихід іноземних інвесторів із ринку став основною причиною глобальної фінансової кризи. Проте наслідки були не такими катастрофічними: так, російські банки втратили близько 100 млн дол. США, а прямі збитки українських банків становили всього 14 млн дол⁶. У результаті конверсії цінних паперів іноземні інвестори змогли повернути майже 50 % своїх коштів, тоді як у Росії цей показник коливався в межах 10—15 %⁷.

За 10 років ситуація мало змінилася. Незважаючи на відносну закритість українського фондового ринку від світових фінансових криз, він продовжує чутливо реагувати на зовнішні фактори. Показовим став 2007 рік. Найбільше зростання серед провідних індексів тоді показав DAX-індекс, що відображає темпи зросту 30 найбільших акціонерних підприємств Німеччини. У свою чергу, індекс Доу-Джонса, що показує динаміку 30 “блакитних фішок” американської економіки, на кінець року виріс лише на 2,31 %. Японський фондовий ринок, мабуть, найбільше відчув на собі наслідки світової кризи: його найважливіший індекс Nikkei 225 Stock Average за підсумками року впав на 11,79 %. На тлі цього український фондовий ринок показав бурхливе зростання⁸, що значною мірою відбулося за рахунок збільшення обсягів прямих іноземних інвестицій в економіку України. Лєвова частка цих коштів вкладалася в акції та облігації українських емітентів. Крім того, на тлі сповільнення доходів від депозитних вкладень населення переорієнтувало свої кошти у фондовий ринок, що стало можливим із розвитком інститутів спільного інвестування, вкладення в які за минулі роки стрімко зростали.

Наприкінці 2007 — на початку 2008 років вплив зовнішніх (іпотечна криза в США, що перетворилася на світову фінансову кризу) і внутрішніх факторів (перевага на фондовому ринку іноземних спекулятивних інвесторів) призвів до різкого падіння індексу ПФТС — основного індикатора стану ринку. За п’ять місяців 2008 року індекс ПФТС знизився на 32,45 %⁹. Іноземні інвестори воліли вивести свої активи з цінних паперів і вкласти їх у більш ліквідні швейцарські франки й золото, а місцеві інвестори підтримали цю тенденцію. Неспекулятивні іноземні інвестори, що зазнали збитків на західних ринках, також стали виводити свої активи з українського фондового ринку для покриття своїх збитків;

⁶ Крапивенко Д. Экономическое чудо наоборот // Украинский деловой еженедельник “Контракты”. — 2003. — № 35. — <http://www.kontrakty.com.ua/show/rus/article/4/352003565.html>.

⁷ Козлов Н.Б. Формирование рынка ценных бумаг в постсоциалистических странах. — М.: ИМЭПИ РАН, 2002. — С. 88.

⁸ Annual statistics. 2006. Equity Markets. World federation of exchanges. — <http://www.world-exchanges.org/statistics/annual/2006/equity-markets>.

⁹ Обвал фондового рынка Украины приобретает катастрофические масштабы // Агентство международной информации “Новости-Украина”. — 2008. — 24 квіт. — <http://www.newsukraine.com.ua>.

насамперед почали виводи кошти з ризикових активів: як зазначає Ж. Гаращук, “...першими почали позбавлятися від українських паперів західні інвестфонди. З початку цього року західні інвестори з українського фондового ринку вивели від \$50 до \$100 млн”¹⁰. При цьому вітчизняні банки тримали до 17 % своїх активів у державних цінних паперах і для підтримки своєї ліквідності стали масово продавати корпоративні цінні папери. У результаті склалася несприятлива ситуація, за якої вплив іноземного капіталу й падіння фондового ринку вже неможливо було стримати завдяки активам місцевих інвесторів і зусиллям держави. Через свої незначні обсяги український фондовий ринок швидко відреагував на вихід нерезидентських коштів зниженням котировок як “блакитних фішок”, так і інших емітентів. Це, у свою чергу, спричинило вихід із фондового ринку спочатку великих українських учасників, а згодом і населення.

Зважаючи на вищесказане, можна дати визначення кризи на фондовому ринку — це криза, що виявляється у вигляді різкого зниження ліквідності ринку, падіння фондових індексів і курсів цінних паперів, виникнення дефолту емітентів за зобов’язаннями по цінних паперах, що призводить до банківської, валютної та боргової криз. Наслідком міжнародних фондових криз є масовий вплив іноземних інвестицій, вивезення з країни коштів національних інвесторів, різке падіння курсу національної валюти й інфляція. При цьому важливою особливістю поширення фондових криз на ринках цінних паперів країн із економікою, що формується, є висока ймовірність виникнення ланцюгової реакції виходу інвесторів із фондових ринків унаслідок падіння одного з великих ринків, що формуються. Це пояснюється тим, що на таких ринках, як правило, працюють ті самі міжнародні інвестори, які в разі виникнення ризику падіння ринку починають виводити свої активи з усіх аналогічних ринків.

Аналіз кризових явищ на українському й російському фондових ринках виявляє спільні особливості, якими є:

- висока залежність від іноземних портфельних інвесторів, що, на жаль, найчастіше здійснюють короткострокові спекулятивні вкладення;
- концентрація вкладень у цінні папери незначної групи великих емітентів;
- концентрація іноземних портфельних інвестицій навколо незначної групи великих інституціональних інвесторів, що здійснюють операції в умовах високого ризику й високої залежності від зовнішніх позик;
- дефекти архітектури внутрішнього фондового ринку.

Для даного дослідження особливо актуальним є існування дефектів архітектури фондового ринку, які виявляються в концентрації ризиків у найслабших місцях складної організаційної системи. Виникає ланцюгова реакція наростання ризиків, унаслідок чого фондовий ринок втрачає можливість самостійно, стабільно й ефективно працювати. Олігополістична структура іноземних інвесторів породжує

¹⁰ Гаращук Ж. Нерезиденти вивели з фондового ринку України \$150 млн // Ділові новини України. — 2008. — 6 трав. — <http://www.rynok.biz>.

проблему — маніпулювання фондовим ринком у їхніх спекулятивних інтересах, пов'язаних із одержанням прибутку від короткострокових змін кон'юнктури ринку. При цьому ізольованість національної торгово-організаційної інфраструктури, по-перше, надає можливість для подібних маніпуляцій, по-друге, унеможлиблює доступ до міжнародних ринків капіталів для рефінансування в умовах кризи.

Крім того, наслідком досить високого ступеня інтеграції економіки у світові економічні процеси є виникнення ряду взаємозалежностей:

- залежність від світових ринків-лідерів: іпотечна криза США 2007 року спричинила кризи в більшості країн із розвинутою економікою;

- падіння фондових ринків країн із розвинутою економікою спричиняє вплив коштів для ліквідації внутрішніх проблем із ринків, які формуються, що сприяє виникненню кризи й на них;

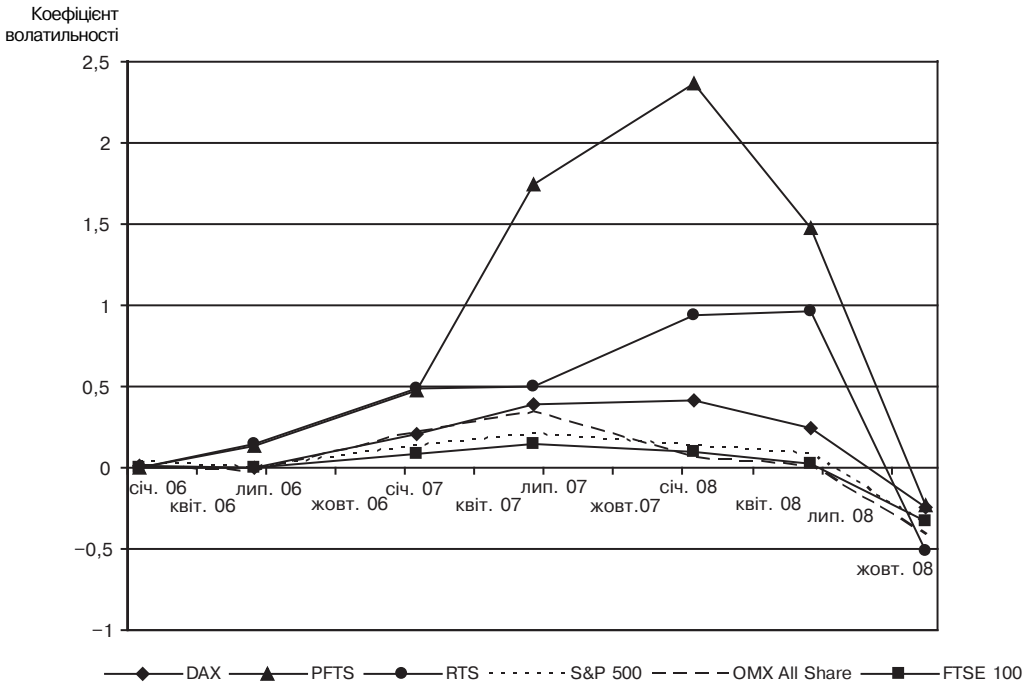
- взаємозалежність фондових ринків, що формуються, зумовлена присутністю загальних груп інвесторів, які мають подібні рівень розвитку і внутрішні проблеми.

Аналіз динаміки фондових індексів FTSE, OMX All Share, DAX, S&P 500, CAC 40, RTS і SBPXUKRA у 2006—2008 роках показує тенденції руху ринків унаслідок кризи 2008 року:

- синхронність зростання й падіння індексів країн із розвинутою економікою;
- несинхронність руху індексів України й Росії;
- часовий лаг у русі індексів SBPXUKRA і RTS слідом за індексами країн із розвинутою економікою;
- більш глибоке падіння індексів України й Росії.

Виходячи з описаних тенденцій, можна зробити припущення щодо того, наскільки український фондовий ринок інтегрований у міжнародну фінансову систему і яким є рівень його залежності від світових фінансових криз. Насамперед відзначимо, що криза 2008 року виявила дуже важливий негативний аспект інтеграції національного ринку цінних паперів у міжнародну фінансову систему: з одного боку, досить вільний доступ великих закордонних спекулятивних інвесторів (зацікавленість у можливості одержання більш високих доходів при більш високому рівні ризику) викликає сильну залежність від настроїв на світовому ринку; з другого боку, закритість біржової системи й висока вартість входу на український ринок роблять практично неможливим залучення дрібних і середніх неспекулятивних інвесторів. Під впливом зовнішніх факторів національний фондовий ринок піддається впливові криз, при цьому кризові фактори посилюються слабкою структурою учасників ринку, отже, падіння його внаслідок кризи виявляється більш глибоким, ніж на ринках країн із розвинутою економікою. Таким чином, можна стверджувати, що крім усіх інших структурних недоліків закритість торгово-організаційної інфраструктури для іноземних інвесторів збільшує падіння ринку майже на 10 %.

Для більш глибокого аналізу руху фондових індексів країн із розвинутою економікою й економікою, що формується, побудовано графік волатильності (рис. 1).

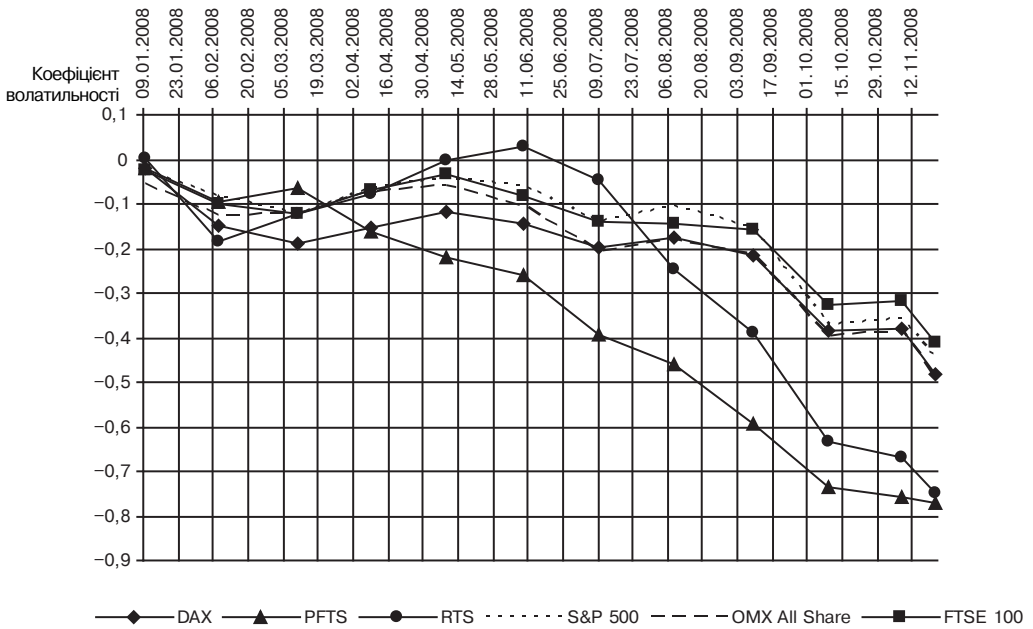


Джерело: розраховано за даними сайтів ПФТС, RTS, Market Summary. — <http://www.finance.yahoo.com>.

Рис. 1. Волатильність ринків США, Європи, Росії й України у 2006—2008 роках

Волатильність — це статистичний показник, що характеризує тенденцію ринкової ціни або доходу, що змінюються в часі. Він являє собою ступінь ризику використання фінансового інструмента за заданий проміжок часу і є важливим фінансовим показником у керуванні фінансовими ризиками. У даному дослідженні використовується історична волатильність, тобто величина, що дорівнює стандартному відхиленню фінансового інструмента за певний проміжок часу, розрахованому на основі історичних даних про його вартість.

Як видно з рисунка, найбільш волатильним із зазначених ринків акцій є український ринок, який найбільше схильний до ризиків і ринкових шоків, що характерно для ринків цінних паперів, що формуються. У свою чергу, належність до групи країн із ринком, що формується, припускає вбудований високий рівень волатильності. Незважаючи на значне падіння індексу RTS, наслідки кризи для російського фондового ринку є менш вагомими, ніж для українського. Це пояснюється тим, що ринок акцій РФ історично більш ізольований системою поділу ринку RTS на два ринки. Більшість іноземних інвесторів здійснюють операції з акціями шляхом використання АДР/ГДР чи на класичному ринку RTS (грошові розрахунки за кордоном у іноземній валюті). В Україні існує ліберальніша система руху капіталів, унаслідок чого зростає ймовірність виникнення фінансової кризи, посиленої масштабним виведенням активів іноземними інвесторами.



Джерело: розраховано за даними сайтів ПФТС, RTS, Market Summary. — <http://finance.yahoo.com>.

Рис. 2. Волатильність ринків США, Європи, Росії й України у 2008 році

Для даного дослідження найважливішим є проміжок часу, на який припадає світова фінансова криза в аспекті його впливу на український фондовий ринок. Розглянемо цей проміжок часу докладніше та побудуємо графік волатильності за базою 2 січня 2008 року, отже, покажемо зміни індексів у час кризи відносно початку 2008 року (рис. 2). Аналіз даних рисунка дає підстави зробити ряд висновків:

- в умовах кризи російський ринок акцій виявив більшу волатильність, ніж український;
- ринки акцій країн із економікою, що формується, однаково реагують на кризові явища;
- падіння фондових ринків Росії й України є значно глибшим, ніж інших країн;
- відсутня синхронність руху між ринками цінних паперів країн із розвинутою економікою й економікою, що формується.

Для запобігання подібним ситуаціям, на думку авторів, потрібно створити єдину національну конкурентоспроможну фондову біржу з чіткими, прозорими вимогами до її учасників, високим рівнем технічного забезпечення, що практично не можливо без інтеграції до європейського ринку. Така фондова біржа зможе істотно стимулювати зростання частки організованого ринку цінних паперів, що

значно знизить волатильність ринку і його схильність до зовнішніх криз. Для обмеження входу на ринок спекулятивного інвестора слід створити чітку систему вимог до іноземних інвесторів.

Аналіз кризових ситуацій, які є тимчасовим явищем, проте дають можливість виявити найслабші місця у функціонуванні ринку цінних паперів, допомагає визначити переваги й недоліки інтеграції торгово-організаційної інфраструктури України до європейської фінансової системи.

Перевагами інтеграції є:

- залучення на національний ринок іноземних стратегічних інвесторів і зміна структури останніх у бік зменшення кількості спекулятивних інвесторів;
- допуск більшого числа інвесторів і послаблення ролі декількох існуючих великих спекулятивних інвесторів;
- зниження волатильності фондового ринку;
- зниження концентрації фінансових інструментів і фінансових інститутів;
- поява доступу для невеликих інвесторів та емітентів до міжнародних ринків капіталу;
- зниження концентрації фінансових ризиків;
- збільшення частки організованого ринку не регулятивними, а ринковими засобами;
- посилення прозорості ринку й обмеження використання інсайдерської інформації.

Недоліками інтеграції є:

- зменшення ролі національних інвесторів та, як наслідок, масовий пошук закордонних об'єктів інвестування;
- більш високий ступінь схильності до світових процесів, у тому числі криз.

Аналіз кризових явищ на українському й російському фондових ринках за останні два десятиліття дав можливість виявити ряд загальних рис і взаємозалежностей, отже, зробити висновок щодо ступеня інтегрованості українського фондового ринку до міжнародної фінансової системи: з одного боку, високий рівень волатильності доводить його сильну залежність від світових процесів, з другого, високий рівень різних груп ризиків, що виникають унаслідок такої інтегрованості, свідчить про порушення в архітектурі фондового ринку, що призводить до поглиблення негативних наслідків від світових фінансових криз і спекулятивних дій іноземних інвесторів. Реалізація запропонованих механізмів нівелювання наслідків кризових ситуацій можлива лише за умови залучення до розбудови біржового ринку цінних паперів України іноземних інвесторів, у тому числі таких великих транснаціональних бірж, як Euronext NYSE, NASDAQ OMX.