

ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ ПРОЦЕСИ НА ФІНАНСОВИХ РИНКАХ ТА ОЦІНКА ЇХ ВПЛИВУ ШЛЯХОМ РОЗРАХУНКУ VAR ІНДЕКСУ ПЕРШОЇ ФОНДОВОЇ ТОРГІВЕЛЬНОЇ СИСТЕМИ

Високої актуальності набуває проблема аналізу взаємозалежності фондових індексів. Індекси ринків, що розвиваються, як, наприклад, українські, дуже чутливі до змін у світових індексах, тому необхідно виявляти ступінь цієї залежності, чому і присвячена ця робота. Дослідженнями з цієї тематики займається небагато українських учених.

Аналіз останніх досліджень і публікацій свідчить про значний інтерес науковців до функціонування ринку цінних паперів. Цій проблемі присвячено праці О.М. Мозгового, В.В. Оскольського, М.О. Бурмаки, В.В. Корнєєва, Г.В. Карпенко, Г.М. Терещенко та інших вітчизняних дослідників. Але бурхливий розвиток світового фондового ринку, що супроводжується появою нових фінансових інструментів і технологій у сфері обігу цінних паперів, змушує постійно повертатися до зазначеної теми, здійснюючи моніторинг усіх змін і нововведень на ринку цінних паперів України з метою вироблення ефективніших рекомендацій щодо поліпшення умов його функціонування й регулювання. В.Ляшенко належить ґрунтовне дослідження фондових індексів та рейтингів, В.Кучеренко характеризує ПФТС (Індекс Першої фондової торгівельної системи), М.Назарчук визначає взаємозв'язок між фондовими індексами та показниками розвитку економіки України [4; 8; 9]. Цікавими є роботи російських учених, зокрема, автокореляційний аналіз Б.Алехіна, дослідження чинників впливу на фондові індекси окремих галузей економіки М. Алексєнкової, визначення особливостей поведінки фондових індексів в 1997 р. В. Боровикова [1; 4; 8]. Актуальним для України є дослідження якості фондових індексів білоруського вченого А. Бельзєцького [2; 3].

Тому метою цієї статті є аналіз сучасних глобалізаційних процесів на фінансових ринках, їх впливу на вітчизняний фондовий ринок шляхом розрахунку VAR індексу Першої фондової торгівельної системи.

Глобалізаційні процеси, які не лише кількісно, а й якісно змінюють систему міжнародних економічних відносин, помітно впливають на радикальну зміну інфраструктури європейського фінансового ринку. Переплітаючись із внутрішньоєвропейськими інтеграцій-

ними процесами, вони ведуть до створення специфічної ситуації. Схоже, що поступово відновлюється фінансова рівновага між Старим і Новим світом, причому відновлення відбувається не скільки за рахунок послаблення позицій заокеанських фінансистів, скільки в результаті підвищення можливостей їх європейських конкурентів [24].

Фінансовий ринок є важливою складовою фінансової та економічної систем. З одного боку, це елемент насамперед фінансової системи, який посідає в ній особливе місце. По-перше, він є своєрідною надбудовою, через яку координується діяльність усієї фінансової системи. По-друге, це сполучна сфера, через яку здійснюється рух фінансових ресурсів. Тобто, якщо фінанси суб'єктів господарювання виконують роль двигуна, а державні фінанси — функції системи керування, то фінансовий ринок можна порівняти з трансмісією. Образно кажучи, це кровоносна система, яка живить увесь фінансовий організм. З іншого боку, фінансовий ринок поряд з ринками праці, товарів та послуг, засобів виробництва й технологій, духовних благ є надзвичайно важливою складовою ринкової економіки, її визначальним елементом, без якого не може працювати весь механізм. Усе починається з фінансового забезпечення діяльності суб'єктів господарювання [25, с. 23].

Сутність відносин у сфері фінансового ринку полягає в купівлі-продажу фінансових ресурсів. Їх ціною є плата за користування ресурсами, насамперед у вигляді процента. Фінансовий ринок поділяється на дві ланки: ринок грошей і ринок капіталів. Ринок грошей — це сфера, де можна їх купити. Його функціонування забезпечується насамперед кредитною системою — сукупністю кредитних установ, які здійснюють концентрацію тимчасово вільних грошових коштів та їх надання у кредит. Кредитна система складається з двох частин: банківської системи й небанківських кредитних установ (кредитні спілки, ломбарди, каси взаємодопомоги та ін.). Банківська система — це ядро кредитної системи. Вона складається з двох рівнів: центральний банк та комерційні банки. Центральний банк здійснює емісію грошей, організовує грошовий обіг,

керує діяльністю всієї банківської системи, виконуючи роль банку банків. Комерційні банки виконують функції мобілізації ресурсів, кредитування і проведення розрахунків. Вони можуть бути універсальними (які виконують усі операції для всіх галузей) і спеціалізованими (на певних операціях та галузях).

Ринок капіталів — це сфера торгівлі не тільки грошима, а й правом власності. Інструментом ринку капіталів є спеціальні цінні папери — акції. Крім того, до ринку капіталів належать середньо- та довгострокові кредитні зобов'язання. Акції та інші цінні папери, що не дають права власності, у тому числі ті, що випускаються державою, формують ринок цінних паперів. За його допомогою здійснюється швидкий та ефективний перерозподіл ресурсів між окремими суб'єктами господарювання, галузями, регіонами і країнами. Причому на відміну від сфери державних фінансів, насамперед бюджету держави, де подібний перерозподіл має певні ознаки суб'єктивізму, перерозподіл через ринок цінних паперів завжди має об'єктивний характер, оскільки визначається критеріями ефективності використання фінансових ресурсів [26, с. 134]: реформуванням бюджетної системи, практична реалізація усіх положень Бюджетного кодексу України; економне витрачання бюджетних коштів, посилення контролю за їх цільовим використанням; реформування системи оподаткування в напрямку послаблення податкового тиску; зменшення кількості та розмірів відрахувань до державних цільових фондів, відокремлення їх від бюджету; раціональне використання коштів, залучених за допомогою державного кредиту, зміцнення довіри до державних цінних паперів.

Л. М. Красавіна під час розгляду міжнародних валютно-кредитних і фінансових відносин використовує поняття «світового кредитного ринку» як специфічної сфери ринкових відносин, де відбувається рух грошового капіталу між країнами на умовах повернення і сплати відсотків та формується попит і пропозиція. Світовий фінансовий ринок — це частина ринку позичкових капіталів, де переважно здійснюється емісія, купівля-продаж цінних паперів, у тому числі в євровалюті. Протиріччя полягає в тому, що у структурі світового ринку позичкових капіталів, яку пропонує Л. М. Красавіна, поняття «світовий кредитний ринок» ми не знаходимо, а натомість розглядається світовий ринок позичкових капіталів. Він, згідно із запропонованою авторкою диверсифікацією, включає світовий грошовий ринок, світовий ринок капіталів, світовий фінансовий ринок. Далі автор зазначає, що грошовий ринок — це ринок короткотермінових позичкових капіталів, а ринок капіталів — це ринок середньо- і довгострокових капіталів, що включає і фінансовий ринок. На нашу думку, цей підхід не дає мож-

ливості об'єктивно говорити про економічну сутність таких понять, як «кредитний ринок», «фінансовий ринок», «ринки позичкових капіталів» та ін.

Т. Райс і Б. Койлі відзначають, що для нормально-го розвитку економіки постійно потрібна мобілізація, розподіл і перерозподіл фінансових засобів між її сферами та секторами. В ефективно функціонуючих економіках цей процес здійснюється на ринку фінансових ресурсів. Ринок фінансових ресурсів, на їх думку, — це загальне визначення тих ринків, де виявляється попит і пропозиція на різні платіжні засоби, а структура цього ринку представлена кредитним ринком, ринком інструментів власності та валютним ринком. Ринок фінансових ресурсів може інтегрувати ринок інструментів власності та частину кредитного ринку (ринку інструментів позики), яка, на думку авторів, може бути позначена в літературі як ринок цінних паперів.

К. Редхед, С. Х'юс при розгляді проблем управління фінансовими ризиками прив'язують її до «валютного і фондового ринку та ринку позичкових капіталів»; також мова йде і про фінансовий ринок, ринки акцій та облігацій, при цьому розкриття економічного змісту ключових понять відсутнє.

А. А. Пересада, пропонуючи схему класифікації ринків, наголошує, що найбільш розроблені класифікації фінансових ринків, але єдиної принципової схеми не існує. У його «спрощеному розумінні» (дослівно) «фінансовий інвестиційний ринок капіталу — це місце, де громадяни й організації, які хочуть взяти гроші в борг, зустрічаються з тими, у кого є зайві гроші».

Н. С. Рязанова розкриває зміст фінансового ринку через таке визначення: «Фінансовий ринок — це грошові відносини, що складаються в процесі купівлі-продажу фінансових активів під впливом попиту та пропозиції на позичковий капітал, рух якого втілюється в цінних паперах».

І. А. Бланк відзначає, що «у найбільш загальному вигляді фінансовий ринок є ринком, на якому об'єктом купівлі-продажу виступають різноманітні фінансові інструменти і фінансові послуги».

Методологічні підходи різних авторів можна звести до таких положень.

Фінансовий ринок — це складна економічна система, що є:

— сферою прояву економічних відносин під час розподілу доданої вартості та її реалізації шляхом обміну грошей на фінансові активи. Під фінансовими активами розуміють грошові зобов'язання та інвестиційні цінності. Інвестиційні цінності — це інструменти утворення фінансових ресурсів (цінні папери, валютні цінності, дорогоцінні метали, нерухомість та ін.);

— сферою прояву економічних відносин між продавцями і покупцями фінансових активів. На фінан-

совому ринку взаємодіють попит в особі покупця фінансових активів і пропозиція в особі продавця цих активів. Кожний з них має свої інтереси, що можуть збігатися або не збігатися. При збігу інтересів відбувається акт купівлі-продажу, дарування, застави фінансових активів. А це означає реалізацію вартості та споживчої вартості, укладених у цих активах;

— сферою прояву економічних відносин між вартістю і споживчою вартістю тих товарів, що обертаються на цьому ринку. Товари, що обертаються на фінансовому ринку, — це фінансові активи. До них належать гроші (як гривня, так і валюта), депозити, цінні папери різних видів, зобов'язання та борги (що навіть хочуть закласти в бюджет), позичковий капітал, дорогоцінні метали і дорогоцінне каміння, об'єкти нерухомості.

Фінансовий ринок для конкретного підприємця — це сукупність споживачів (покупців, вкладників), які зацікавлені в активах (тобто в продукції) і послугах, запропонованих цим підприємцем, і мають кошти купити їх сьогодні або завтра. Підприємець залежить від свого ринку (від своєї «ніші» на ньому). Кожен підприємець багатий не тільки тим, що в нього є майно, фінансові активи, робітники, а й тим, що в нього є ринок, на якому реалізується його продукція, у т. ч. фінансові активи та послуги.

Фінансовий ринок — це відносини між населенням, виробниками й державою щодо перерозподілу вільних грошових засобів на основі повної економічної самостійності, механізму саморегуляції ринкової економіки, внутрішньогалузевого і міжгалузевого переливу фінансових ресурсів.

Сутність та роль фінансового ринку в економіці держави найбільш повно розкривається в його функціях, основними з яких є [26, с 34] такі:

1) мотивована мобілізація заощаджень приватних осіб, приватного бізнесу, державних органів, зарубіжних інвесторів та трансформація акумульованих грошових коштів у позичковий та інвестиційний капітал;

2) реалізація вартості, утіленої у фінансових активах, та організація процесу доведення фінансових активів до споживачів (покупців, вкладників);

3) перерозподіл на взаємовигідних умовах грошових коштів підприємств з метою їх ефективнішого використання;

4) фінансове обслуговування учасників економічного кругообігу та фінансове забезпечення процесів інвестування у виробництво, розширення виробництва та дольової участі на основі визначення найбільш ефективних напрямів використання капіталу в інвестиційній сфері;

5) вплив на грошовий обіг та прискорення обороту капіталу, що сприяє активізації економічних процесів;

6) формування ринкових цін на окремі види фінансових активів;

7) страхова діяльність та формування умов для мінімізації фінансових та комерційних ризиків;

8) операції, пов'язані з експортом-імпортом фінансових активів; інші фінансові операції, пов'язані із зовнішньоекономічною діяльністю;

9) кредитування уряду, місцевих органів самоврядування шляхом розміщення урядових та муніципальних цінних паперів;

10) розподіл державних кредитних ресурсів і розміщення їх серед учасників економічного кругообігу тощо.

Тимчасово вільний капітал, який перебуває у формі суспільних заощаджень, тобто грошових та інших фінансових ресурсів населення, підприємств, державних органів, не витрачений на споживання і реальне інвестування, залучається через механізм фінансового ринку окремими його учасниками для подальшого ефективного використання в економіці країни.

Механізм функціонування фінансового ринку забезпечує виявлення обсягу і структури попиту на окремі фінансові активи та своєчасне його задоволення в межах усіх категорій споживачів, які тимчасово мають потребу в залученні капіталу із зовнішніх джерел.

Функція фінансового ринку, що полягає в організації процесу доведення фінансових активів до споживача, виявляється через створення мережі різноманітних інститутів з реалізації фінансових активів (банків, бірж, брокерських контор, інвестиційних фондів, фондових магазинів, страхових компаній і т. д.). Її завдання полягає у створенні нормальних умов для реалізації грошових ресурсів (заощаджень) споживачів (покупців, вкладників) в обмін на фінансові активи, що їх цікавлять.

Задовольняючи значний обсяг і широке коло інвестиційних потреб господарюючих суб'єктів, механізм фінансового ринку через систему ціноутворення на окремі інвестиційні інструменти виявляє найбільш ефективні сфери й напрями інвестиційних потоків з позицій забезпечення високого рівня доходності капіталу, який використовується з цією метою.

Зміст функції фінансового забезпечення процесів інвестування полягає у створенні фінансовим ринком умов для залучення (концентрації) підприємцем фінансових ресурсів, необхідних для розвитку виробничо-торгового процесу. Процес залучення фінансових ресурсів містить у собі і накопичення капіталу, і взяття його в борг (позика), у найм (селенг).

Сутність функції впливу на грошовий обіг зводиться до створення фінансовим ринком умов для безупинного переміщення грошей у процесі здійснення різноманітних платежів і регулювання обсягу грошової маси в обігу. Через цю функцію здійснюється реалізація на фінансовому ринку грошової політики дер-

жави. Від усталеності грошового обігу залежить стабільність фінансового ринку.

Ринковий механізм ціноутворення на фінансовому ринку протилежний державному, хоча й перебуває під певним впливом державного регулювання. Він дозволяє повністю врахувати поточне співвідношення попиту і пропозиції за різними фінансовими активами, яке формує відповідний рівень цін на них; максимальною мірою задовольнити економічні інтереси продавців і покупців фінансових активів.

Робота з таким специфічним товаром, як фінансовий актив, передбачає наявність каналів, за якими грошові кошти (фінансові активи) переміщуються від власників заощаджень до користувачів коштів. Це переміщення може здійснюватись за двома напрямками: каналами прямого та непрямого інвестування. Можна виділити два види каналів прямого фінансування: дольова участь і фінансування шляхом одержання позик. У першому випадку власник заощаджень шляхом обміну одержує право на дольову участь у власності фірми або на умовах пайовика, або на умовах акціонера. А при позиках фірми одержують грошові кошти у вигляді інвестицій в обмін на зобов'язання виплатити ці гроші у майбутньому з обумовленим відсотком, при цьому правом власності власник грошового внеску не володіє.

При непрямому фінансуванні заощадження населення, пересуваючись до фірм, проходять через так званих фінансових посередників, до числа яких можна віднести банки, фінансові, страхові, інвестиційні компанії, позиково-ощадні асоціації, пенсійні фонди та фонди грошового ринку. У США, наприклад, близько 2/3 щорічного обсягу інвестицій проходить саме каналами непрямого фінансування.

Фінансовий ринок пов'язаний із здійсненням кваліфікованого посередництва між продавцем і покупцем фінансових активів. Такі фінансові посередники добре обізнані зі станом поточної фінансової кон'юнктури, умовами здійснення угод з різними фінансовими інструментами та в найкоротші терміни можуть забезпечити зв'язок продавців і покупців. Фінансове посередництво сприяє прискоренню не тільки фінансових, а й товарних потоків, забезпечує мінімізацію пов'язаних із цим суспільних витрат.

Наявність фінансового ринку та фінансових інститутів, що забезпечують його функціонування, допомагає мобілізувати великий обсяг заощаджень, ефективніше їх розмістити та знизити ризики, ніж це можуть зробити окремі вкладники, а також сприяє скороченню оперативних витрат; об'єднанню та диверсифікації ризиків; розвиткові спеціалізованих консультаційних послуг з управління ризику, перспектив інвестицій, оцінки платоспроможності тих, хто їх залучає; задоволенню потреб вкладників у ліквідності

та безпечності; задоволенню потреб інвесторів у терміновому вкладенні вільних коштів.

Фінансовий ринок виробив власний механізм страхування цінового ризику (і відповідно систему спеціальних фінансових інструментів), який в умовах нестабільності економічного розвитку країни та кон'юнктури фінансового й товарного ринків дозволяє знизити до мінімуму фінансовий та комерційний ризик продавців та покупців фінансових активів і реального товару, пов'язаний зі зміною цін на нього. Крім того, у системі фінансового ринку отримала широкого розвитку пропозиція різноманітних страхових послуг.

Вищезазначені функції фінансовий ринок здійснює переважно через відкриття банківських рахунків і заснування спеціальних фондів (пенсійних, страхових тощо); надання банківських кредитів, комерційних та інших позичок; здійснення операцій із цінними паперами підприємств та держави (акціями, облігаціями) тощо.

Забезпечуючи мобілізацію, розподілі ефективно використання вільного капіталу, забезпечення в найкоротші терміни потреби в ньому «окремих гостюючих суб'єктів», фінансовий ринок сприяє прискоренню обороту використаного капіталу, кожний цикл якого генерує додатковий прибуток і приріст національного доходу в цілому.

Ці функції й обумовлюють структуру фінансового ринку.

Фінансовий ринок поділяється на грошовий ринок і ринок капіталів. Під грошовим ринком розуміється ринок короткострокових кредитних операцій (до одного року). У свою чергу, грошовий ринок поділяється звичайно на обліковий, міжбанківський і валютний ринки [27, с. 13].

Міжнародний фінансовий ринок — це ринок вільних, придатних для інвестування за межами свого утворення та походження грошових ресурсів, міграція яких перебуває під дією попиту та пропозиції, які існують в окремих країнах та регіонах, а також під контролем держав та міжнародних валютно-фінансових центрів. Ця міграція здійснюється вже більше двох століть у формі експорту та імпорту капіталу із країни в країну. Значення міжнародного фінансового ринку важко переоцінити, достатньо лише відмітити, що експорт капіталу із країн «Старого світу» (Великобританія, Франція, Німеччина), став однією з головних причин економічного розвитку США, Канади, Австралії, Індії, Китаю та інших країн [24; 25, с. 113].

Експорт капіталу здійснювався в двох формах: експорту позикового капіталу та прямих інвестицій. Основним каналом експорту позикового капіталу була емісія облігацій зарубіжних емітентів, які потребували фінансових ресурсів. Облігації іноземних урядів розглядалися інвесторами як найбільш привабливі,

надійні, а тому й найбільш придатні для міжнародного обігу. До другої половини XIX ст. саме державні облігації були переважаючим різновидом цінних паперів на фінансових ринках країн. Пізніше з розвитком акціонерної форми капіталу на міжнародному ринку цінних паперів з'явилися акції та облігації національних компаній, що зацікавили іноземних інвесторів. Це були насамперед цінні папери транснаціональних корпорацій, виробнича діяльність яких за межами країни їх базування спонукала фірми до переведення своїх цінних паперів на іноземні біржі. Найбільшу активність у цьому проявили американські компанії, саме завдяки їх діяльності на міжнародному ринку з'явилися і цінні папери «першого порядку» (акції та облігації фірм виробників), і похідні від них — цінні папери «другого порядку» (емітовані інвестиційними компаніями, які, у свою чергу, купували та розміщували папери промислових фірм). Також в обігу на міжнародному фінансовому ринку почали використовуватись фінансові деривативи — опціони, процентні ф'ючерси та ін. Із виникненням євровалют, якими почали оперувати міжнародні банки, на міжнародному фінансовому ринку з'явилися євроакції та єврооблігації — цінні папери, що виникли як надбудова над національними фондовими цінностями. Таким чином, виникнення міжнародного фінансового ринку можна розглядати як наслідок інтернаціоналізації господарської діяльності та виникнення міжнародного підприємництва. Міжнародний фінансовий ринок є ринком вторинних фінансових ресурсів, своєрідною надбудовою над національними фінансовими ринками. Формування міжнародного фінансового ринку пов'язано з науково-технічною революцією та породженими нею велетенськими за капіталоємкістю проектами та необхідністю пошуку для їх реалізації відповідно потужних джерел фінансових ресурсів. Можна виокремити низку чинників, що сприяють формуванню міжнародного фінансового ринку та розширенню його географії. До їх числа можна віднести:

— зростаючий взаємозв'язок між національним та іноземним секторами економіки як наслідок посилення значення зовнішньої торгівлі;

— перерегулювання з боку держави грошових, капітальних потоків, валютних курсів та міграції трудових ресурсів;

— посилення ролі та значення міжнародних фондових бірж та фінансових інститутів у результаті впровадження новачій в торгівлю фінансовими інструментами та удосконалення платіжних розрахунків;

— розвиток електронних міжбанківських телекомунікацій, електронний переказ фінансових активів.

Характерною ознакою міжнародного фінансового ринку є те, що операції на ньому, як правило, не підпадають під регулювання будь-якої однієї країни.

Учасниками міжнародного фінансового ринку стають уряди, центральні банки, фінансові інститути, великі промислові корпорації, фізичні особи окремих держав, а також міжнародні організації, міжнародні фінансові інститути, наднаціональні корпорації.

Таким чином, фінансовий ринок = грошовий ринок + ринок капіталів. Головною функцією фінансового ринку є забезпечення процесу розподілу фінансових ресурсів у економіці. Він створює умови для вільного міжгалузевого звертання капіталів, дозволяє перетворювати заощадження в робочі інвестиції. Будучи оптимальним розподільним механізмом, фінансовий ринок сприяє зниженню витрат, що виникають у процесі руху капіталу.

На міжнародному ринку банки залучають кошти переважно на короткий термін і під відсоткові ставки, розраховані на основі відповідних відсоткових ставок на національних ринках так, щоб інвестиції на міжнародному ринку були привабливими для інвесторів. Крім вкладів, банки залучають на ринку кошти, емітуючи комерційні цінні папери, депозитні сертифікати, векселі тощо.

Стан фондового ринку в Україні експерти визначають як обнадійливий [1 — 3]. Якщо не зважати на поточний, сподіваємось, тимчасовий спад, зумовлений світовою фінансовою кризою, а також, якщо забути про суттєві, непереборені недоліки його розвитку, зумовлені недосконалим станом корпоративних відносин в акціонерних товариствах. Фондовий ринок вже давно очікував нового законодавчого пакету на покращення корпоративних відносин, насамперед закону «Про акціонерні товариства». Сподівання, що цей закон разом змінить ситуацію, перебільшені. Фактично стан вітчизняного ринку визначається не стільки законами, скільки традиціями і тими відносинами між акціонерами, які склалися внаслідок приватизації.

Вітчизняний фондовий ринок виник як побічний продукт процесів роздержавлення і приватизації. Ідея проводити приватизацію основної маси підприємств у формі продажу акцій акціонерних товариств була сміливою, підтвердженою позитивним досвідом багатьох постсоціалістичних країн, і могла бути надзвичайно ефективною у випадку, якби був створений дух спільного, корпоративного інвестування. Створення товариства для спільного інвестування чи для поділу державного майна — це різні речі. Але якби в процесі продажу акцій державою були дотримані прості принципи, що лежать в основі корпоративних відносин — рівні права учасників, можливість рівного доступу в придбанні акцій, однакова ціна всіх акцій одного випуску, відсутність пільг тощо — тоді, можливо, вітчизняні тридцять тисяч акціонерних товариств могли стати основою національного фондового ринку.

Реформування економіки України, перехід на ринкові принципи господарювання посилює актуальність наукових досліджень у сфері грошового обігу. Фінансовий ринок посідає ключове місце в ринковій економіці як механізм, що забезпечує акумуляцію й перерозподіл капіталу. Зазначимо, що сьогоденний стан розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, з одного боку, віддзеркалює історичні тенденції розвитку, з другого — залежить від напрямків розвитку міжнародних фондових ринків. У свою чергу, зміни на світових ринках цінних паперів відбуваються надзвичайно швидко та потребують адекватного реагування з боку регулюючих структур.

Особлива увага приділяється фондовому ринку, використанню його механізмів при перерозподілі коштів, і особливо у процесі глобалізації світової економіки.

Головне завдання фондового ринку полягає, насамперед, у забезпеченні можливості залучення інвестицій на підприємства. Цінні папери відіграють особливу роль у платіжному обігу держави: через них мобілізуються тимчасово вільні фінансові ресурси, які спрямовуються в найефективніші сфери народного господарства.

Виділяють такі функції фондового ринку: кредитування економіки; забезпечення переливу капіталу між галузями народного господарства; доступ до вільного капіталу (заощаджень) суб'єктів господарювання й фізичних осіб; залучення капіталу шляхом емітування цінних паперів; інформативна функція та інші. Приватизація й акціонування, розвиток підприємництва і кредитних інститутів вимагають ефективного розвитку грошово-кредитних відносин. Що стосується ринку цінних паперів в Україні, то від самого початку його створення гостро стоїть питання його ефективного функціонування. І сьогодні фондовий ринок не виконує своїх функцій: не сприяє залученню інвестицій і перерозподілу капіталу [20]. Крім того, потребують розв'язання ціла низка проблем, а саме: невеликий обсяг і неліквідність; низький рівень капіталізації; високий ступінь ризиків; нестача кваліфікованого персоналу; відсутність відкритого доступу до інформації; порушення прав інвесторів; недосконалість нормативно-правового забезпечення.

У зв'язку з цим першочерговим завданням є вдосконалення регулятивної системи ринку цінних паперів. Регулятивний аспект, як підтверджує досвід України та інших країн із перехідною економікою, може набувати виняткового значення та бути основою для розвитку фондового ринку. Напрями оптимізації системи регулювання фондового ринку повинні узгоджуватися із загальними принципами й цілями єдиної

державної політики на фондовому ринку України та світовим досвідом регулювання ринків капіталів.

Через ринок цінних паперів у сучасній економіці здійснюється відшкодування витрат, розподіл і перерозподіл ресурсів, капіталу й доходів. Ефективність функціонування цього ринку залежить від мікро- й макроекономічного середовища. Як зазначалося, основною функцією цінних паперів є мобілізація коштів для фінансового забезпечення активної підприємницько-виробничої діяльності. Проблема полягає в тому, що в економіці водночас можуть змінюватися всі її складові, тому вкрай важливим є визначення їх субординації, послідовності та напрямів взаємодії і взаємовпливу.

Той, хто пам'ятає, яким чином в Україні здійснювалась приватизація, не може не сказати, що все відбувалося з точністю «до навпаки». План приватизації кожного підприємства передбачав продаж акцій окремими пакетами різного розміру, за різною ціною, з різними платіжними засобами, у різний час. Певні групи покупців отримували пільги, додаткові умови конкурсів, писались під окремими учасників. Якщо додати до цього той факт, що оцінка майна різних підприємств здійснювалась у різний час в умовах високої інфляції, тоді відповідність номіналу акцій чистим активам ніколи не витримувалась.

У результаті такої приватизації ті покупці, хто зміг зібрати пакет, який дає можливість контролю, установив у своєму товаристві замість корпоративної демократії лад, що нагадує диктатуру, замкнув на себе фінансові потоки і зневажає права міноритарних акціонерів. А як же могло бути інакше? Чи може особа, яка придбала свої акції за грошові кошти, поважати права «партнерів», які отримали свої пакети безкоштовно за приватизаційні сертифікати? Тому акціонерних товариств як форми об'єднання інтересів інвесторів у нас майже не існує. Тому дивіденди, як правило, не нараховуються і не виплачуються. Тому найпоширенішим способом перерозподілу акцій з метою встановлення контролю є додаткова емісія. Тому, нарешті, лістинг ПФТС складається всього з кількох десятків емітентів, ризики інвестування в яких невимірні аналітиками.

Що могло б оживити ринок акцій? Багато надій покладається на інвестиційний ресурс, кошти, що залучаються інвестиційними фондами і особливо пенсійними фондами. Але проблема все ж таки не в коштах, а в об'єктах інвестицій. Змінити ситуацію могла б друга хвиля акціонування — вихід акціонерних товариств на IPO з метою залучення інвестицій. Правильно було б говорити про додаткову емісію на українському фондовому ринку, а не про IPO. На жаль, сьогодні публічні емісії здійснюються тільки великими власниками в основному з метою міжнародного підтвердження

вартості своїх активів за кордоном, на Лондонській біржі. Українське IPO — це поки що теорія.

Набагато цікавіше було б вивести на фондовий ринок активи неприватизованих великих підприємств. Поштовх фондовому ринку могла б дати приватизація «Укртелекому», «Укрнафти», «Укрзалізниці», «Укрпошти». Безперечно, колись вони будуть приватизовані. Питання лише в тому, яким чином їх приватизувати, щоб ці величезні активи не були монополізовані одним власником, навіть якщо дехто готовий заплатити премію відносно їх ринкової ціни (як це відбулось у випадку з «Криворіжсталлю»)? Спосіб приватизації, гідний цих об'єктів, повинен забезпечити ефективно розпилення акціонерного капіталу поміж достатньої кількості портфельних інвесторів, щоб унеможливити абсолютний контроль більших власників. Мова не йде про участь у приватизації громадян, пенсіонерів і т. д. Припустимо, що 90% «Криворіжсталі» було придбано не однією особою, а однією тисячею підприємців, торговців цінними паперами, інвестфондів і т. ін. Тоді кожен із них повинен був заплатити державі по 21,6 млн. грн. Особа, яка мала можливість внести такі кошти, беззаперечно, має можливість брати участь в управлінні акціонерним товариством і має необхідність підтримувати ліквідність своїх активів через котирування на фондовій біржі. Очевидно, такий спосіб приватизації повинен базуватися на тих самих простих принципах, що згадані вище: рівні права покупців, можливість рівного доступу в придбанні акцій, однакова ціна всіх акцій одного випуску, відсутність дискримінаційних умов (саме такою умовою може бути розмір пакету).

Відповідним способом приватизації може бути відкрита підписка на акції за фіксованою (номінальною) ціною без попереднього обмеження кількості акцій, що продаються, розміром статутного капіталу. При цьому кошти, отримані від підписки в розмірі статутного капіталу, має отримати держава, усе понад — саме товариство. Безумовно, необхідно проробити всі особливості такої підписки — методику оцінювання початкової вартості об'єкта, попереднє прийняття статуту товариства, що відповідає зразковим принципам корпоративного управління, необхідність попередньої розробки плану використання інвестиційних коштів, можливість відмови від підписки з втратою суми застави тощо.

Фондовий ринок живе своїм життям, він працює. Учасники ринку власними зусиллями давно вже підготували пропозиції і відправили їх до відповідних державних органів для прийняття. Вони самі формують середовище, у якому працюють. Створення нових фондових бірж не є великим явищем у

нашому суспільстві. Створена, наприклад, ще одна українська біржа зусиллями Російської торгової системи, чи буде вона конкурувати з ПФТС? Звичайно, буде. Буде конкуренція між двома-трьома такими реально працюючими біржами, і це нормальне явище. Ненормальне явище — це коли біржа не працює, але називається біржою, прокручує там собі якісь операції. Всі вони мають працювати на одних засадах, в одному біржовому просторі, в одному біржовому часі. Оце дуже важливо. На фондовому ринку, можливо, найближчим часом з'явиться цікавий бізнес або гра, що залучатиме громадян України. На фондовий ринок можна буде заходити з невеликими коштами, володіти та управляти невеликими пакетами акцій на всьому просторі української держави.

Резервом фондового ринку можна вважати підприємства, які ще не вийшли на українське IPO. Будь-який створений суб'єкт, у якого є обсяг реалізації понад мільярд гривень, цікавий для фондового ринку. Щодо залучення заощаджень фізичних осіб, то весь світ будується заради цього. Фондовий ринок створений для того, щоб можна було здійснити кругообіг грошей у суспільстві. Ці гроші просто треба розумно вкладати.

VAR — це виражена в грошових одиницях (базовій валюті) оцінка величини максимального від'ємного результату транзакції, який може мати місце протягом певного періоду часу t із заданою ймовірністю α (рівнем довіри) [4]. На сучасному етапі основними класичними підходами розрахунку VAR вважаються: метод історичного моделювання; метод параметричної (аналітичної) оцінки, найпоширеніший у формі варіаційно-коваріаційної моделі; метод імітаційного моделювання (Монте-Карло) [6]. Коваріаційний (variance-covariance) метод розрахунку величини VaR є єдиним інструментом, що дозволяє одержати оцінку VaR у замкнутому вигляді. У його основі лежить припущення про нормальний закон розподілу змін факторів ринкового ризику (щоденних доходностей r_t) — цін фінансових інструментів, котирувань цінних паперів, що й дозволяє здійснювати моделювання цінового ризику [4].

Таким чином, метою цієї статті є спроба зробити розрахунок VAR індексу для Першої фондової торговельної системи в Україні.

Оскільки ціни активів та їх відношення не можуть бути від'ємними, то як доходність активу (r_t) звичай приймаються логарифмічні прирощування значень цін:

$$r_t = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}}, \quad (1)$$

де r_t — дохідність активу в період часу t ;

P_t — ціна активу в період часу t ;

P_{t-1} — ціна активу в період часу $t-1$.

Якщо логарифми відношень цін (безперервно на-
рошена дохідність) розподілені нормально, то ці відно-
шення будуть відповідати логнормальному розподілу:

$$r_t = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}} = \ln P_t - \ln P_{t-1} \sim N(\mu, \sigma^2) \quad (2)$$

де $N(\mu, \sigma^2)$ — нормальний закон розподілу;

μ — середнє значення дохідності активу,

σ^2 — дисперсія дохідності активу.

Досить часто на практиці замість логарифмічних
прирошувань використовуються звичайні процентні зміни
цін, оскільки, як можна переконалися шляхом розкла-
дання в ряд Тейлора, для незначних $\Delta P_t = (P_t - P_{t-1})$ ці
величини будуть приблизно однаковими:

$$r_t = \ln \frac{P_t}{P_{t-1}} = \ln \left[1 + \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \right] \approx \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}. \quad (3)$$

У випадку нормально розподіленої випадкової
величини довірчий інтервал $(1 - \alpha)$ завжди характе-

ризується єдиним параметром — квантілем $k_{1-\alpha}$,

що показує положення певного значення випадкової
величини (симетрично в обох хвостах розподілу)
щодо середнього ($E[r_t] = \mu$), вираженого в кількості

стандартних відхилень дохідності портфелю (σ_t).

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (r_i - \bar{r})^2} \quad (4)$$

де σ — волатильність (мінливість) активу;

r_i — значення параметра дохідності активу;

\bar{r} — середня очікувана дохідність;

n — кількість днів (спостережень).

Так, для часто застосовуваних значень довірчо-
го інтервалу α в 95% й 99% відповідні квантілі будуть
дорівнювати 1,65 й 2,33 (табличні дані) стандартних
відхилень дохідності портфелю.

На теоретичному рівні величина VaR в парамет-
ричному методі визначається формулою:

$$VaR = -P_t \cdot k_{1-\alpha} \cdot \sigma_t, \quad (5)$$

Де P_t — ціна активу в період часу t ;

σ_t — волатильність (мінливість) активу;

$k_{1-\alpha}$ — квантіль.

VAR відображає не ціну (або вартість) як таку, а
її найбільш очікувану зміну за один день [8].

Досить часто знак «-» опускають й оперують
абсолютним значенням величини.

Для часових горизонтів, що перевищують один
день, припускають, що дисперсія змін цін пропорцій-
на тривалості часового горизонту прогнозування, що
дозволяє одержати оцінку ринкового ризику шляхом
простого масштабування одноденної величини, тобто
VaR в цьому випадку розраховується за формулою:

$$VaR = -P_t \cdot k_{1-\alpha} \cdot \sigma_t \cdot n \quad (6)$$

Варто зазначити, що така оцінка буде прийнят-
ною лише для порівняно невеликих інтервалів часу
(не більше 10 — 15 днів), при цьому її точність падає
зі збільшенням часового горизонту.

Таким чином, центральною проблемою під час
розрахунку величини VaR коваріаційним методом є
знаходження дисперсії дохідності фінансового інстру-
менту.

На практиці варіаційно-коваріаційний метод ро-
зрахунку VaR має нижче наведений алгоритм [6].

На першому етапі визначається вихідний ряд по-
казників (глибина розрахунку) — значень вартості пев-
ного портфелю для усіх фіксованих в історичному
періоді станів ринку за кілька років. У найпростішо-
му випадку одного інструмента розглядається історич-
ний ряд ринкових цін (котирувань), одержаних з по-
казників ринкової статистики (табл. 1).

Як приклад застосування коваріаційного методу
для оцінки ризиків на ринку акцій українських емі-
тентів, за вихідний показник візьмемо індекс акцій
ПФТС за 2005 — 2007 р. (742 днів). Тобто глибина
розрахунку VaR складає 3 роки.

На другому етапі отриманий часовий ряд пере-
водиться в ряд відносних змін за формулою:

$$\Delta P = \frac{P_t}{P_{t-1}} \quad (7)$$

Наведеному вище ряду значень відповідає такий
розподіл відносних змін індексу (на рис. 2).

Третім етапом і першим специфічним кроком ва-
ріаційно-коваріаційного способу розрахунку VAR є
визначення параметрів розподілу, що найкращим чи-
ном наближають фактичний розподіл розглядувано-
го показника до нормального.

З погляду статистики нормальний розподіл опи-

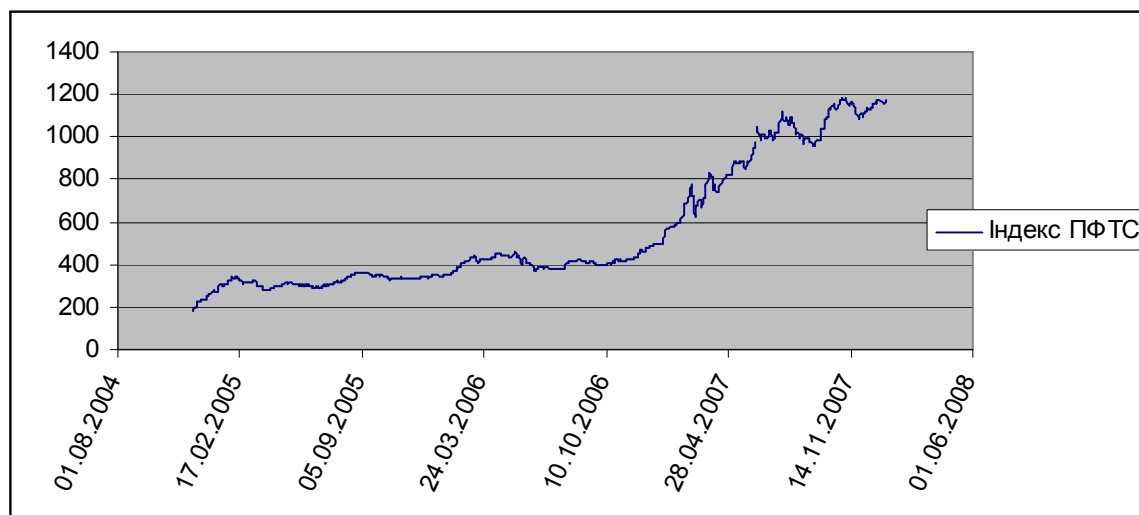


Рис. 1. Індекс ПФТС за 2005 — 2008 рр.

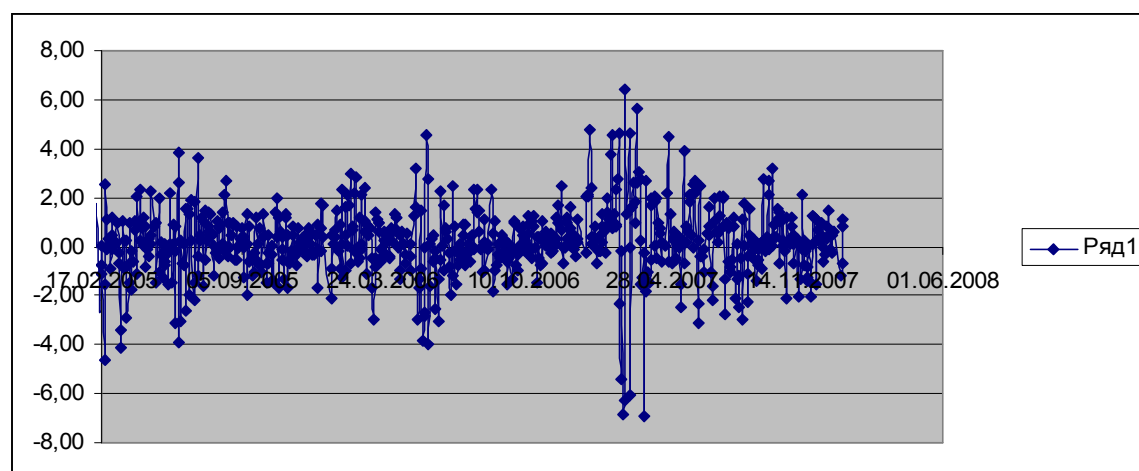


Рис. 2. Відносні зміни індексу ПФТС

сується двома параметрами — математичним очікуванням і стандартним відхиленням, які для наведеного прикладу індексу ПФТС дорівнюють, відповідно, 0,16% й 1,15%.

Рис. 3 ілюструє прийнятну точність наближення змін індексу ПФТС до нормального розподілу.

Далі визначається значення оберненого нормального розподілу відповідно до отриманих раніше параметрів:

— установленим рівнем довіри α — для короткої позиції, ризик для якої оцінюється за позитивними змінами, або

— оберненим довірчим рівнем (тобто $1 - \alpha$) — для довгої позиції (для яких ризик проявляються лише в зниженні ринкової ціни) й, відповідно, негативних змінах.

Для цього прикладу індексу ПФТС найбільш типовим значенням довірчого рівня відповідають

такі значення оберненого нормального розподілу (табл. 2).

Отримані значення VaR рівновіддалені від середнього значення лінійного тренду (VaR 2,0% та 2,3% з ймовірністю 97%), а тому варіаційно-коваріаційне моделювання не враховує асиметрію розподілу. Отже, різноманітні ймовірнісні характеристики додатних і від'ємних коливань відносно тренда (наприклад, раптові, але суттєві падіння цін в умовах постійного незначного приросту) у цій моделі не враховуються.

На завершальному етапі отримані значення — відносна оцінка VAR — переводяться в абсолютний еквівалент — у випадку з використанням прямих вартісних ринкових або розрахункових показників (котирувань, курсів, індексів цін) множенням на поточну вартість позиції. Розрахунок абсолютного значення VaR для індексу ПФТС на 28.12.2007 р. (поточна вартість індексу = 1174,02) подано в табл. 3. Отже, інвестувавши у фондо-

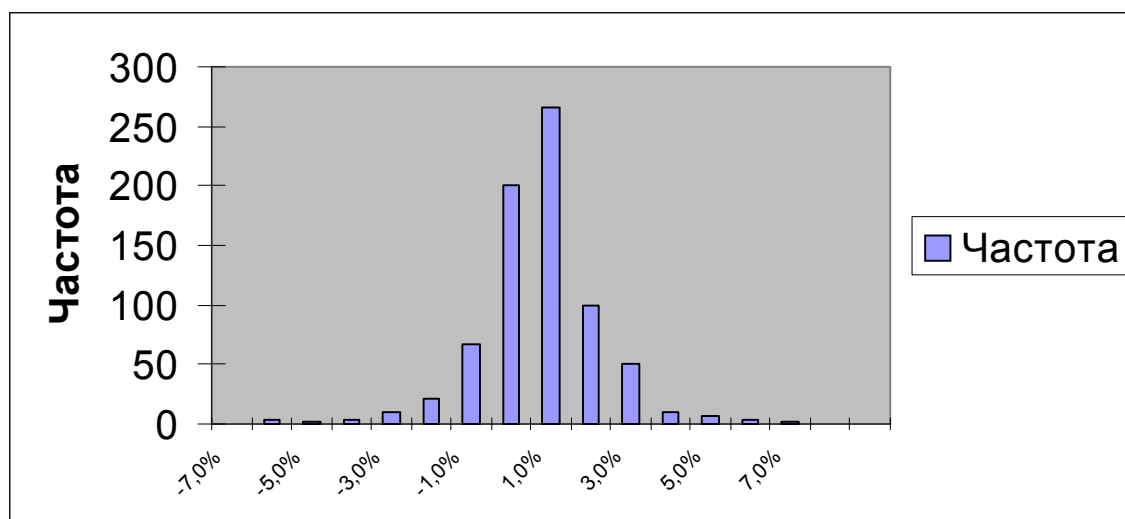


Рис. 3. Розподіл змін індексу ПФТС

Таблиця 2

Відносне значення оберненого нормального розподілу (параметричне (варіаційно-коваріаційне) моделювання)

Рівень довіри	Найбільш ймовірне значення	Найменше значення	VaR для довгої позиції	Найбільше значення	VaR для короткої позиції
95%	0,16%	1,7%	2,1%		
97%		2,0%	2,3%		
99%		2,5%	2,8%		

Таблиця 3

Абсолютне значення VaR на 28.12.2007 р. Параметричне (варіаційно-коваріаційне) моделювання

Рівень довіри	Найменше значення VAR	Найбільше значення VAR
95%	19,95	24,65
97%	23,48	27
99%	29,35	32,87

вий інструмент ПФТС 28.12.2007 року, ми могли б максимально втратити 29,35 пунктів цього індексу протягом найближчої доби з ймовірністю 99% та глибиною розрахунку в 1 рік, тобто поточна вартість інструменту максимально могла б знизитися до позначки 1144,67.

Представлений вище алгоритм відповідає розрахунку VaR для 1 інструмента.

Деякі російські аналітики вважають, що при аналізі поведінки російського фондового ринку в контексті його залежності від світових ринків уважніше

треба дивитись на поведінку індексу американських нафтових акцій ХОІ, що торгуються в АМЕХ, а не індексу американського широкого ринку S&P 500 чи на складні технічні зіставлення графіків. Цієї думки дотримується, наприклад, В. Луньков з УК «Альфа-Капітал», який поведінку індексу РТС чітко прив'язує до індексу ХОІ [2].

Ми порівняли названі індекси та український індекс ПФТС за один і той самий термін. У композиції на рис. 4 розміщено: перший графік (зверху) — графік

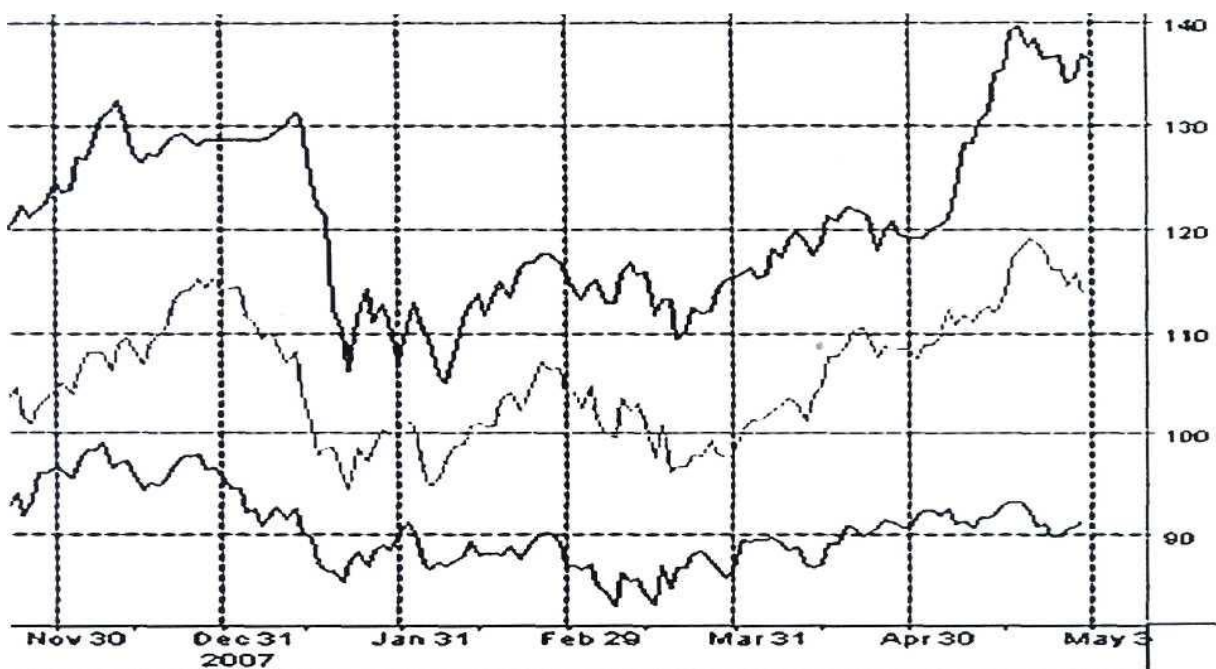


Рис. 4. Графік індексу РТС, ХОІ та S&P 500

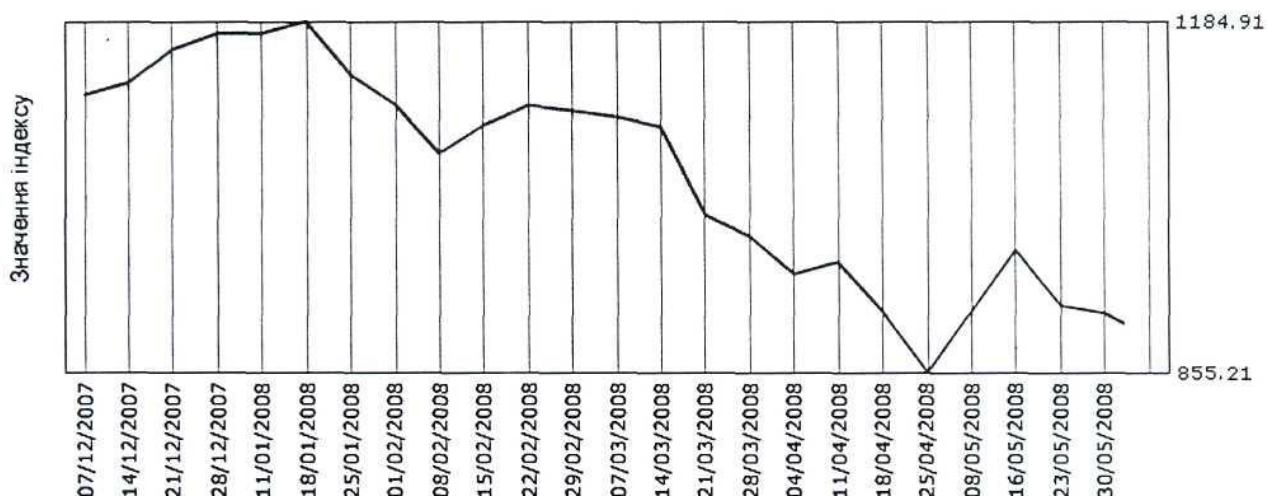


Рис. 5. Графік індексу ПФТС [2, с. 26]

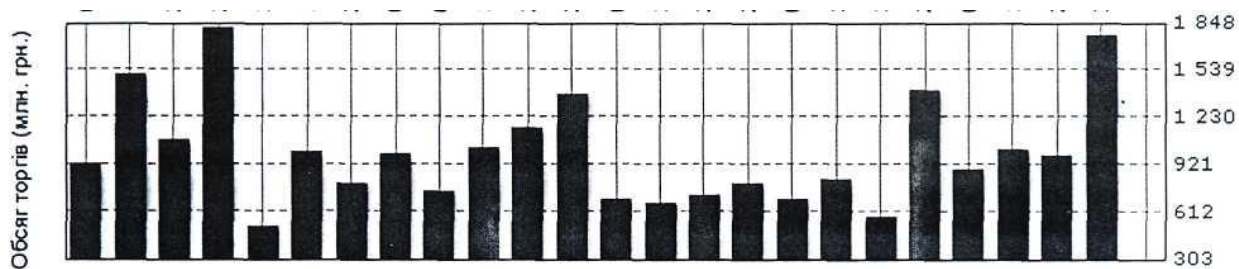
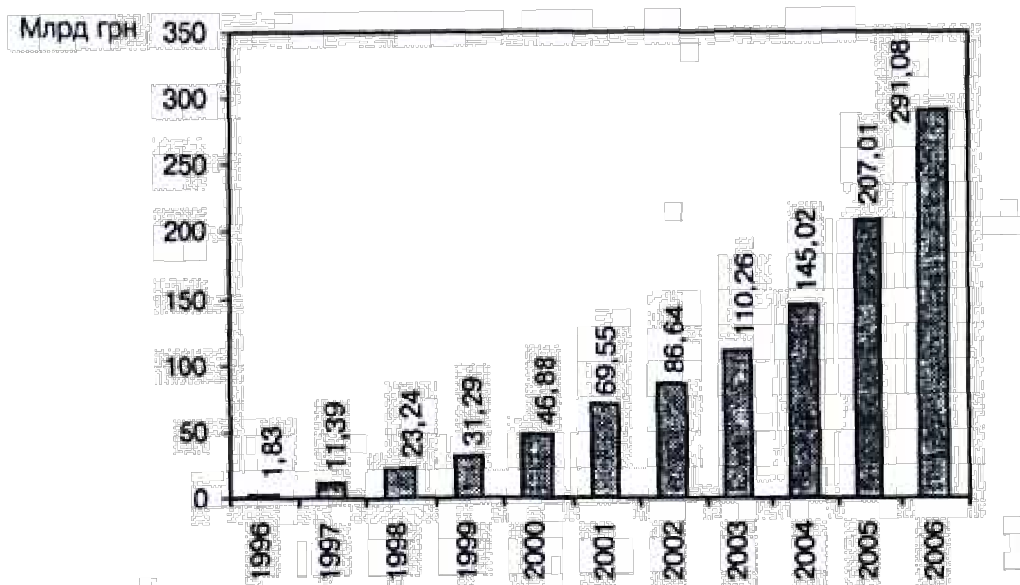


Рис. 6. Обсяги торгів на ПФТС [2, с. 26]

індексу РТС, другий — ХОІ, третій — S&P 500, на рис. 5 та 6 — четвертий (спрощений) — ПФТС. Бачимо збігання тільки одного «піку» в середині травня й

розуміємо, що наш фондовий ринок — це щось особливе. Треба вивчати становлення ринку. Треба вивчати, чого очікують суб'єкти ринку.



Джерело: Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

Рис. 7. Динаміка обсягу випусків цінних паперів в Україні протягом 1996—2006 рр. [19, с. 97]

Таким чином, варіаційно-коваріаційний метод розрахунку VaR є досить вдалим та прийнятним для оцінки ризику змін вартості фінансових інструментів. Він відрізняється концептуальною й розрахунковою простотою. Зміна вартості фінансового активу в цьому методі являє собою лінійну комбінацію доходностей чинників ризику, що мають нормальний розподіл. Такий підхід дозволяє розраховувати показник VaR на основі тільки поточної вартості портфелю та оцінок мінливості доходності чинників ризику, що особливо зручно для великих диверсифікованих портфелів.

Визначити ступінь розвитку фондового ринку України неможливо без кількісної та якісної оцінки структури цінних паперів, що представлені на ньому. Адже велика кількість пропонованих фінансових інструментів розширює можливості інвестування та приваблює додаткових інвесторів у економіку країни. Отже, станом на 01.01.2007 р. загальний обсяг випусків цінних паперів, зареєстрованих Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР), дорівнював 291,08 млрд. грн. (рис. 7).

У 2006 р. загальний обсяг зареєстрованих ДКЦПФР випусків цінних паперів становив 84,07 млрд. грн., що є найвищим показником від початку реєстрації таких випусків, із них: акцій — на 43,54 млрд. грн. (із урахуванням скасування випуску); облігацій підприємств — на 22,07 млрд. грн.; облігацій місцевих позик — на 83,50 млн. грн.; опціонів — на 16,68 млн. грн.; інвестиційних сертифікатів пайовими інвестиційними фондами — на 16,61 млрд. грн.; акцій корпоративними інвестиційними фондами — на

1,53 млн. грн. У 2005 р. ДКЦПФР вперше зареєстровано випуск сертифікатів фонду операцій із нерухомістю ТОВ «Нова фінансова компанія» на загальну суму 21 млн. грн., у кількості 21 тис. штук номінальною вартістю 1 тис. грн., що випускаються в бездокументарній формі. У 2006 р. зареєстровано випуск сертифікатів фонду операцій із нерухомістю на суму 216 млн. грн. Серед фінансових інструментів найбільшу частку становили акції й облігації підприємств відповідно 51,79 % і 26,26 % від загального обсягу зареєстрованих випусків цінних паперів у 2006 р. Станом на 01.01.2007 ДКЦПФР зареєстровано випусків акцій на суму 195,9 млрд. грн. (рис. 8).

У 2006 р. ДКЦПФР було зареєстровано 1419 випусків акцій на загальну суму 43,54 млрд. грн., що на 18,73 млрд. грн. більше, ніж у 2005 р. Досвід розвинутих країн свідчить, що найкращим інструментом інвестування є звичайні акції. Інвестиції в акції можуть бути способом «добре заробити», якщо курс випуску швидко підніметься, а також забезпечити певний рівень поточного доходу. Враховуючи масштаби фондового ринку розвинутих країн, треба визнати: хоч би якою була мета інвестора, завжди знайдуться такі види звичайних акцій, які їй відповідатимуть. Що стосується облігацій підприємств, то у 2006 р. ДКЦПФР було зареєстровано 800 їх випусків на суму близько 22,07 млрд. грн. (рис. 9; табл. 4).

Поява таких цінних паперів, як акції й корпоративні облігації зумовлена об'єктивними потребами виробництва: вони слугують важливим інструментом централізації реальних капіталів.

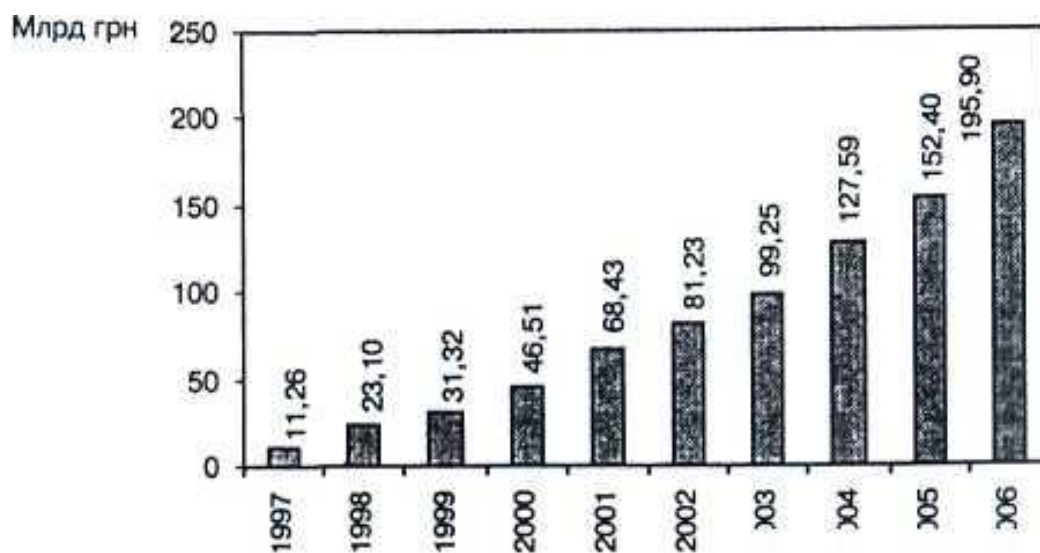
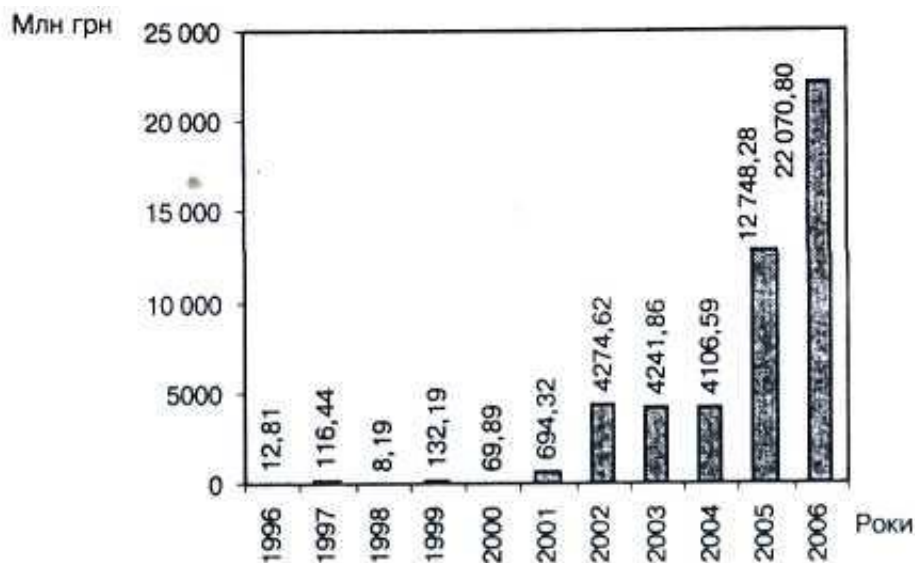


Рис. 8. Динаміка обсягу випусків акцій (наростаючим підсумком у 1997 — 2006 рр. [19, с. 98])



Джерело: Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

Рис. 9. Динаміка обсягу випусків облігацій підприємств у 1996 — 2006 рр.

Водночас використання корпоративних цінних паперів сприяло залученню населення в ринкові відносини, поступовому формуванню зацікавленості у зростанні ефективності виробництва, культури економічного спілкування. Облігації підприємств є вагомим інструментом залучення інвестицій у виробництво, що дуже поширений на світових ринках цінних паперів. Тому відновлення використання облігацій підприємств стало однією з головних подій останніх років на фондовому ринку України. Слід зазначити, що на сучасному етапі до становлення й ефективного функціонування ринку корпоративних облігацій ще далеко. Тому він потребує вивчення та аналізу з метою вдос-

коналення нових фінансових інструментів та їх використання для залучення інвестицій у виробництво.

Поступово розвивається ринок муніципальних запозичень. Так, упродовж 2006 р. ДКЦПФР було зареєстровано 6 випусків облігацій місцевої позики на суму 83,5 млн. грн. Залучення коштів шляхом випуску облігацій місцевих позик стає дедалі популярнішим для розв'язання поточних і довготермінових проблем, які пов'язані з фінансуванням бюджетних видатків органами місцевих рад. Також розвивається ринок похідних цінних паперів (деривативів). Зокрема, у тому ж році ДКЦПФР зареєстровано випусків опціонів на суму 16,68 млн. грн. Утім, порівняно з

Таблиця 4

Обсяги зареєстрованих ДКЦПФР випусків облігацій підприємств за видами емітентів у 1999 — 2006 рр., млн. грн. [19, с. 100]

Емітенти	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Банки	—	5,00	73,44	87,38	329,16	217,93	2564,73	49,94
Страхові компанії	—	—	—	25,15	7,00	112,00	41,90	85,00
Інші підприємства	132,19	64,89	620,88	4162,09	3905,71	3776,66	10 141,65	16 991,80
Разом	132,19	69,89	694,32	4274,62	4241,86	4106,59	12 748,28	22 070,80

Джерело: Річний звіт ДКЦПФР за 2006 рік.

2005 р. обсяг емісії опціонів зменшився на 143,87 млн. грн. (рис. 10).

Світовий ринок похідних фінансових інструментів розвивається досить швидкими темпами. Першими деривативами стали валютні ф'ючерси й форварди (початок 1970-х рр.), згодом з'явилися опціони, а на початку 1980-х — свопи — валютні, а пізніше процентні. На відміну від акцій і облігацій поява похідних цінних паперів зумовлена безпосередньо відтворювальним процесом, потребою в перерозподілі цінних ризиків, а їх основною економічною функцією є хеджування, тобто страхування від зміни цін на ринку капіталів (не бажаючи зазнавати збитків, корпорації починають працювати з деривативами). Ринок похідних цінних паперів — найдинамічніший сегмент світових фондових ринків. В Україні процес реєстрації похідних цінних паперів почався тільки у 2000 р. Відтоді ДКЦПФР зареєстровано випуски опціонів, здійснені 19 емітентами, обсяги яких незначні порівняно з обсягами ринків похідних цінних паперів розвинутих країн. Також слід зазначити: останнім часом багато відомих фінансистів, зокрема Дж. Сорос та У. Баффет, стверджують, що ринок похідних фінансових інструментів становить потенційну загрозу для фінансової системи США, де обертається їх переважний обсяг, та світової економіки в цілому [21].

Зважаючи на це, українським органам регулювання ринку цінних паперів слід ставитися до обігу деривативів із особливою увагою. Специфікою українського фінансового ринку є недостатня ефективність діяльності інститутів спільного інвестування. Так, станом на 01.01.2007 р. ДКЦПФР зареєстровано випуски інвестиційних сертифікатів пайовими інвестиційними фондами на суму 42,64 млрд. грн., зокрема у 2006 р. зареєстровано 232 випуски інвестиційних сертифікатів пайовими інвестиційними фондами на суму 16,61 млрд. грн. (рис. 11).

Також ДКЦПФР на 01.01.2007 р. було зареєст-

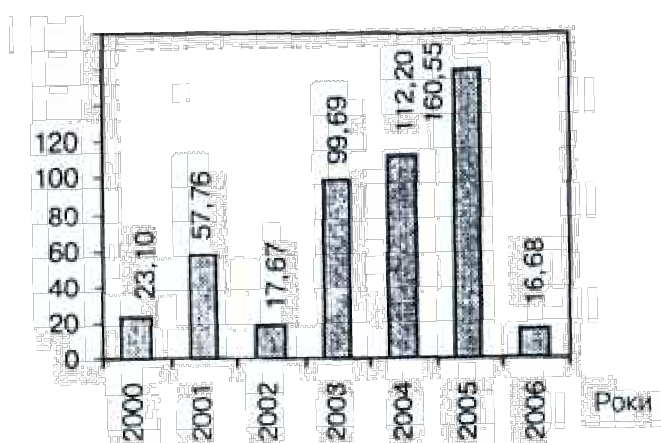


Рис. 10. Динаміка обсягу випусків опціонів у 2000 — 2006 рр., млн. грн.

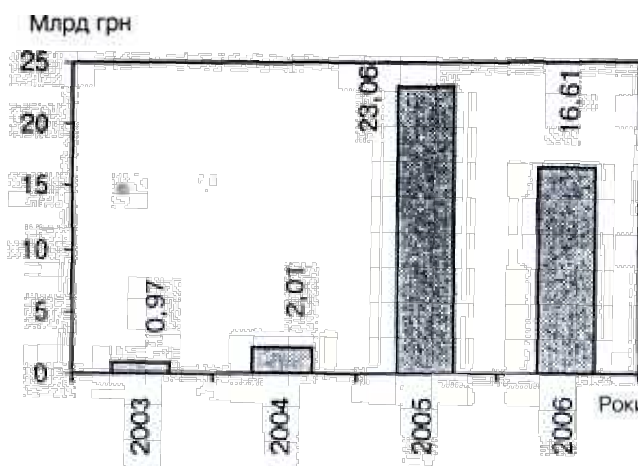


Рис. 11. Обсяги випусків інвестиційних сертифікатів пайових інвестиційних фондів у 2003 — 2006 рр.

ровано випуски акцій корпоративними інвестиційними фондами на суму 2,66 млрд. грн., зокрема протягом 2006 року зареєстровано 29 випусків акцій корпоративними інвестиційними фондами на суму 1,53 млрд. грн. (рис. 12).

Обсяги зареєстрованих випусків цінних паперів

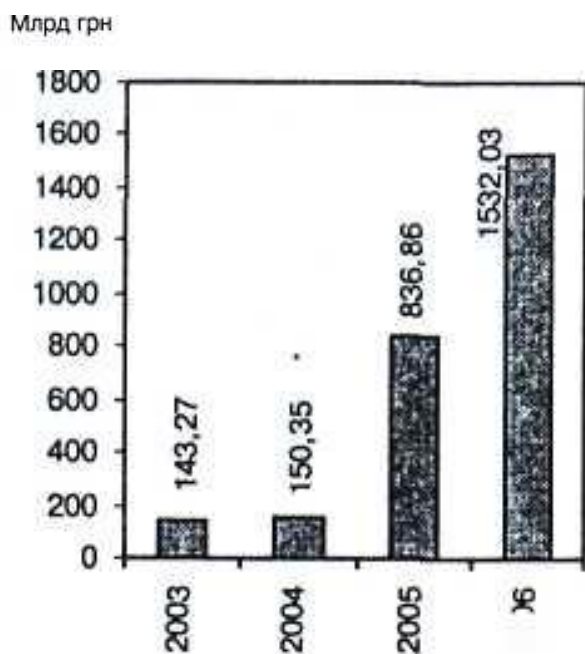


Рис. 12. Обсяги випусків акцій корпоративних інвестиційних фондів у 2003 — 2006 рр.

інститутами спільного інвестування у 2006 році демонструють тенденцію до постійного збільшення обсягів зареєстрованих випусків акцій корпоративними інвестиційними фондами. У першу чергу, це пов'язано з тим, що в цьому році в Єдиний державний реєстр ІСІ внесено 42 корпоративні інвестиційні фонди, що становить 54 % від загальної кількості корпоративних інвестиційних фондів, зареєстрованих протягом 2003 — 2006 рр.

У січні—вересні 2007 р. ДКЦПФР зареєстровано випуски сертифікатів ФОН ТОВ «Житло-Інвест» (на загальну суму 1,7 млрд. грн.), АКБ «Аркада» (28,7 млн. грн.) та 2 випуски ТОВ «Майстер Фінанс» на загальну суму 150,0 млн. грн. У січні того ж року вперше зареєстровано випуск звичайних іпотечних облігацій та проспект емісії ВАТ «Акціонерний банк «Укргазбанк» на суму 50,0 млн. грн.

Проаналізуємо також стан вітчизняного ринку цінних паперів порівняно з іншими ринками, що розвиваються. Основним джерелом інформації щодо стану розвитку ринків цінних паперів для міжнародних інвесторів є дані, які збираються та поширюються міжнародним рейтинговим агентством «Standard & Poor's». За класифікацією цього агентства, Україна належить до групи «Frontier» (граничний ринок), до якої, крім України, входить ще 21 країна (Румунія, Словенія, Словаччина, Хорватія, Болгарія, Естонія, Латвія, Литва та ін.).

Оцінюючи стан розвитку ринків групи «Frontier», «Standard & Poor's» розраховує для кожної країни цілу

низку показників (ринкова капіталізація, коефіцієнти P/E і P/BV тощо) та індекс S&P/IFCG. При цьому всі показники, які характеризують стан фондового ринку України, «Standard & Poor's» розраховує на підставі даних ПФТС. Порівнюючи розраховані агентством показники фондового ринку України за 2006 р. із аналогічними даними у нових незалежних державах групи «Frontier», можна побачити, що:

1) за рівнем капіталізації Україна посідає I місце у групі «Frontier» (42 869,7 млн. дол. США), значно випереджаючи Румунію (32 784,3 млн. дол.) і Хорватію (29 005,6 млн. дол.);

2) за рівнем зростання місцевого індексу Україна поступається лише Хорватії та за рівнем зростання індексу S&P/IFCG — Хорватії, Словенії й Румунії. До «індексного кошика» індексу S&P/IFCG-Україна у 2006 р. входили цінні папери 14 емітентів: ВАТ «Укртелеком», «Укрнафта», «Західенерго», «Центренерго», «Дніпроенерго», «Концерн «Стірол»», «Інтерпайп Нижньодніпровський трубопрокатний завод», «Маріупольський металургійний комбінат ім. Ілліча», «Азовсталь», «АКБ «Укрсоцбанк»», «Міттал Стіл Кривий Ріг», «Полтавський ГЗК», «Райффайзен Банк Аваль» та «Авдіївський коксохімічний завод»; ВАТ «АКБ «Укрсоцбанк», «Укрнафта», «Міттал Стіл Кривий Ріг» та «Укртелеком» входять до переліку 50 найбільших за капіталізацією підприємств групи «Frontier».

У жовтні 2008 р. світовим фінансовим ринкам загрожував гострий дефіцит ліквідності, вони періодично впадали в інвестиційну паніку, що змінювалася короткостроковим спекулятивним ростом, а на товарних і фондових ринках ціни продовжували в основному неухильно спадати. Початок листопада 2008 р. світові фондові ринки зустріли черговим обвалом цін на акції і в результаті масштабних розпродажів і відтоку інвестиційних ресурсів тільки в першій декаді фондові ринки втратили понад 5 трильйонів доларів, обваливши фондові індикатори в середньому на 20%. Незважаючи на те, що палата представників Конгресу США досить оперативно прийняла «Закон про надзвичайну економічну стабілізацію 2008», більше відомий, як «план порятунку» міністра фінансів Генрі Полсона, і те, що документ негайно підписав президент Джордж Буш, приватних і інституціональних інвесторів зовсім не надихнуло.

За прийнятим законом, Мінфін США одержав право негайно використати з федерального бюджету \$250 млрд. для викупу інвестиційних облігацій, що втратили ліквідність, і стабілізації фінансових ринків. Ще \$100 млрд. він зможе одержати за рішенням президента, а інші \$350 млрд. виділить Конгрес в травні 2009. План Полсона дозволяє Мінфіну за необхідності

призначати управляючих активами, створити наглядовий орган для контролю за використанням виділених коштів і ввести податкові пільги, загальна сума яких може перевищити \$100 млрд. Проте масовий інвестор, зневірившись в ефективності антикризових заходів національних урядів і Центробанків, виходить з ризикових інструментів, у найкращому випадку, вкладаючи свої кошти в держпапери й депозити державних і системних банків, що, звичайно, дуже сильно підриває реальний сектор економіки, прирікаючи корпорації на тривалий інвестиційний голод і низьку ділову активність, але разом з тим дозволяє державним фінансовим інституціям одержати досить потужний і відносно дешевий внутрішній фінансовий ресурс у непростий час.

Разом з тим, будь-який скандал через банкрутство або фінансові проблеми державного чи комерційного системного банку призведе до чергової ще потужнішої паніки серед інвесторів і може в цілому паралізувати банківську систему країни. Якщо європейські банки, одержавши потужну фінансову підтримку від Центробанків, поступово починають справлятися з недоліком ліквідності, то банківський сектор США в цей час поринає в нову хвилю кризи — цього разу, дефолта клієнтів за кредитними картками, а панічний психоз серед інвесторів і вкладників набирає загрозливих масштабів. Якщо більшість провідних країн, як європейських, так і азійських, виходячи з кризи, виділили сотні мільярдів євро під рекапіталізацію і націоналізацію найбільших системних банків, а деякі країни навіть гарантували повну схоронність внесків населення, щоб повернути довіру людей до цих інститутів, поновити кредитування виробництв і не допустити довгострокової стагнації економіки, Сполучені Штати пішли іншим шляхом.

У американців традиційно набагато сильніший сегмент інституціональних (взаємних і пенсійних фондів, страхових компаній) і приватних інвесторів, які значні інвестиції направляли не лише в державні папери і на депозити, але й у ринок акцій, корпоративних облігацій, іпотечні папери тощо. Активи тільки взаємних фондів США в останні роки становили майже 70% ВВП країни — на рівні 9 — 10 трильйонів дол. Протягом року ФРС США знизила дисконтну ставку більш ніж у 5 разів — з 5,25% до 1,0% річних — не лише для того, щоб поживити економіку, а й значно здешевити вартість кредитних грошей. Такими діями американський Центробанк намагався підтримати свій фондовий ринок.

Однак криза з американською іпотекою переросла у фінансову, а до початку осені 2008 р. охопила практично всі сегменти економіки країни. Зважаючи на негативну реакцію американського фондового рин-

ку на використання 700 млрд. доларів для викупу біржового «сміття», адміністрація США, за прикладом європейських країн, також виділила на рекапіталізацію своїх найбільших банків 250 млрд. доларів. Проте якоїсь вагомої позитивної дії для зміни спадних трендів навіть американських банківських паперів це рішення не дало.

У цілому в жовтні 2008 р. втрати світових бірж перевищили 10 трильйонів доларів, а більшість фондових індикаторів впали на 18 — 30%. Наприкінці цього місяця Банк Англії підвищив свою оцінку прямих світових фінансових втрат удвічі — до 2,8 трлн. дол. З початку кризи країни направили на боротьбу з її наслідками вже більше 4 трлн. дол., а з урахуванням дій світових Центробанків сума становить майже 8 трлн. дол., і ця допомога, на думку експертів Банку Англії, дозволила втримати світову фінансову систему від колапсу. Однак уряди і Центробанки мають бути готові за необхідності збільшити свої зусилля. Так, за заявою британського прем'єра Гордона Брауна, 250 млрд. дол. у фондах МВФ недостатньо для допомоги постраждалим державам, а тому Китай і країни Близького Сходу, які володіють значними валютними резервами, на його думку, могли б зробити значно більше для боротьби з кризою.

В Україні в жовтні 2008 р. індикатор українського організованого фондового ринку — індекс ПФТС звалився на 120,42 індексного пункту (-32,59%), скотившись з оцінки 369,47 і.п. 30 вересня до значення в 249,05 і.п. 30 жовтня 2008 р. Загальний попит у всіх цінних паперах у ПФТС за місяць знизився на 25,97% (до 68,25 млн. грн.), а загальна пропозиція на продаж склала 198,11 млн. грн. (-18,49%). Інтенсивність торгів істотно скоротилася і склала 2,01 млрд. грн.: на 45,21% або 1,66 млрд. грн. менше, ніж за результатами вересня, коли загальний торговельний оборот у ПФТС досяг 3,66 млрд. грн. У жовтні ринки державних бондів і паперів ІСІ демонстрували сталу присутність у ПФТС, інші ринки позиції здали. Найбільше знизився торговельний оборот на ринку муніципальних облігацій (-96,49%), корпоративних бондів наторгували на 56,84% менше, ніж у вересні, ринок акцій зменшив торговельний оборот на 53,14%, а ринок паперів ІСІ скоротився на 21,4%. У свою чергу, обсяг торгів на ринку державних бондів виріс на 33,03%, а ринок ІСІ — на 1,62% (табл. 4).

Лідером жовтня 2008 р. за обсягом торгів традиційно став ринок корпоративних облігацій. У вересні торги корпоративними бондами пройшли на суму 2,68 млрд. грн. з ринковою часткою 73,27%, у жовтні — усього на 1,16 млрд. грн., а частка ринку скоротилася до 57,72%. При цьому сукупний попит на покупку знизився на 48,36% до 16,42 млн. грн., а

Зміна когнрувань за «благитними фішками» 30.09 — 30.10.2008 [22]

Категорія	Кредитний від, грн.	Зміна на процент, %	Кредитний від, грн.	Зміна на процент, %	Зміна та процент, %	Остання гривня, грн.	Зміна, %	Серед, %	Обсяг гарантій, грн.
Аудиторський консольований звіт	4.518	-45,33	8.168	-76,28	-43,38	5.000	-43,38	18,63	938 906,80
Львівська	0,528	-47,80	0,998	-46,71	-47,82	0,945	-47,82	2,41	9 731 695,25
Львівський реструктурований коштів	0,053	-65,12	0,056		-65,47	0,053	-65,47	6,87	9558496,85
Дніпропетровська	360,800	-62,11	900,800	-80,08	-66,87	400,800	-66,87	38,89	4 196 395,00
Бухаринський реструктурований звіт	31,800	-57,64	30,000	-90,65	-90,66	31,500	-90,66	16,71	6000439,41
Дніпропетровська	317,800	-4,46	283,800	-5,15	-5,48	281,800	-5,48	2,17	461 1424,58
Кіровоградська	1 78,000	-58,12	31,000	-21,08	-25,86	13,000	-25,86	87,98	625 772,80
Кіровоградський консольований звіт	0,508	-28,65	11,000	-21,26	-25,86	18,508	-25,86	15,79	9 996 358,56
Міжбанківський звіт власного консольовування	0,508	-65,65	15,000	-48,19	-68,91	48,508	-68,91	97,89	848 227,90
Міжбанківський реструктурований коштів в. Львівська	0,508	-68,75	8,178	-53,88	-61,86	0,658	-61,86	34,88	585 923,81
Міжбанківський звіт	195,800	-48,95	334,800	-32,93	-43,11	190,800	-43,11	14,87	6 828 021,51
Новоолександрівський реструктурований звіт	6,058	-13,57	6,408	-23,79	-19,44	5,808	-19,44	3,79	251 840,45
Рівненський звіт	0,238	-45,93	0,158	41,86	-48,83	0,128	-48,83	8,78	4 640 974,58
Середня	37,500	-46,60	31,000	-38,88	-52,86	25,508	-52,86	30,88	682 617,55
Середня консольований звіт НЕБО в. Фінанс	30,500	-57,15	31,508	-33,88	-41,87	18,508	-41,87	47,82	217 134,80
Ужгородська	87,800	-14,16	88,508	-33,52	-14,13	88,008	-14,13	2,58	9 227 077,45
Ужгородська	0,248	-38,46	0,178	-31,58	-35,86	0,128	-35,86	11,58	384838,60
Ужгородська	0,261	-31,32	0,408	-2,30	-34,81	0,308	-34,81	93,26	81284,81
Черкаська	5,288	-34,99	8,128	-34,52	-35,84	5,258	-35,84	2,51	8016440,58

загальна пропозиція на продаж склала 129,59 млн. грн. (-16,19%). Найбільший обсяг торгів відбувся з облігаціями «Укргазбанку»: серія 3 — 107,38 млн. грн.; серія Е — 97,73 млн. грн., серія Д — 82,31 млн. грн.

На другій сходинці — ринок державних облігацій. Якщо у вересні ринкова частка ОВДП склала 13,2% від загального обсягу торгів 482,98 млн. грн., то в жовтні вона збільшилася до 32,04% і 642,51 млн. грн. Загальна пропозиція на продаж зменшилася до 5,48 млн. грн. (-12,18%), а загальний попит на купівлю склав 11,95 млн. грн. (+44,67%). У лідери торгів вийшли ОВДП з терміном погашення 17. 12. 2008 р. і обсягом торгів — 344,94 млн. грн., 01. 01. 2009 р. — 127,42 млн. грн. і 30. 12. 2009 р. — 114,26 млн. грн.

Третій рядок в рейтингу торгів місяця посів ринок акцій. Так, у вересні торгівля ризиковими інструментами склала 415,42 млн. грн. або 11,35%, а в жовтні скоротилася більш ніж вдвічі — до 194,65 млн. грн. (9,71%). Сукупний попит на покупку акцій знизився на 23,2% — до 39,12 млн. грн., а загальна пропозиція на продаж склала 55,65 млн. грн. (-24,96%). Лідери місяця — ЦП «Західенерго» з обсягом торгів 46,11 млн. грн. і 110 угодами за період, «Центренерго» — 10,16 млн. грн. і 88 угод і «Азовсталь» — 9,73 млн. грн. і 245 угод.

Четвертим був ринок пайових паперів ІСІ. Інвестиційних сертифікатів наторгували на суму 6,47 млн. грн. з ринковою часткою 0,38%, у вересні обсяг торгів пайовими бумами склав 8,23 млн. грн. і 0,22%.

На останній сходинці рейтингу ПФТС — ринок муніципальних облігацій. У жовтні обсяг торгів облігаціями муніципалітетів досяг тільки 2,52 млн. грн., а частка ринку склала 0,13%. У вересні торги пройшли на суму 71,73 млн. грн. з часткою ринку — 1,96% від загального обсягу торгів. За місяць сукупний попит на покупку зменшився до 0,76 млн. грн. (-36,13%), а загальна пропозиція на продаж склала 7,39 млн. грн. (-7,97%). Лідерами торгів серед муніципальних бондів стали облігації Бориспільської міської ради (серія А) — обсяг торгів 839,35 тис. грн., Запорізької міської ради (серія Е) — 697,32 тис. грн. і Донецької міської ради (серія 3) — 337,87 тис. грн.

На ринку, який стрімко втрачає свою біржову капіталізацію, найбільш ліквідними цінними паперами можна вважати акції емітентів, які найменше знизили вартість за ціною покупки. За даним критерієм у лідери жовтня вийшли акції «Західенерго», кращі котирування яких мали вигляд: на покупку — 277,0 грн. (-4,48%), на продаж — 283,0 грн. (-5,35%), остання угода пройшла за ціною 281,9 грн. (-5,4%) за одну акцію. Спред з котирувань досяг 2,17%. У жовтні з акціями генеруючої компанії відбулося 110 угод на

суму 46,11 млн. грн. На другому місці — ЦП «Нижньодніпровського трубопрокатного заводу»: ціна на покупку акцій емітента зменшилася на 13,57% — до 6,05 грн., на продаж — до 6,4 грн. (-15,79%), остання угода відбулася за ціною 5,8 грн. (-19,44%) за одну акцію. Спред між кращими котируваннями — 5,79%. Було укладено 9 угод на суму 251,04 тис. грн. На третій сходинці представників індексного кошика ПФТС — цінні папери ВАТ «Укрнафта». Кращі котирування акцій: на покупку — 97,0 грн. (-14,16%), на продаж — 99,5 грн. (-15,32%), ціна останньої угоди — 99,0 грн. (-14,13%) за одну акцію. Спред між котируваннями досяг 2,58%. Відбулося 156 угод на суму 9,23 млн. грн.

Про зростання інвестиційної зацікавленості нерезидентів у придбанні українських біржових паперів можна забути щонайменше до кінця I півріччя 2009 р. При цьому досить незначний ріст цін на українські акції можливий лише у випадку істотного зниження негативних чинників і внутрішнього, і зовнішнього характеру, що мало ймовірно, але можливо, враховуючи перспективи термінової приватизації привабливих для інвесторів об'єктів, насамперед підприємств енергетики. На такий крок керівництво країни може піти вже у найближчі місяці.

Якщо політики приймуть таке рішення, то в очікуванні майбутніх державних розпродажів українські акції можуть зацікавити вітчизняних і закордонних спекулянтів, зважаючи й на те, що більшість акцій, де контрольний пакет належить державі, у жовтні торгувалися на надзвичайно низьких рівнях, близьких до номінальної вартості. Водночас розраховувати на якунебудь прихильність не тільки з боку портфельних інвесторів у здійсненні біржових покупок, але навіть з боку потенційних «стратегів» у придбанні контролю над інвестиційно привабливими підприємствами за більш справедливими цінами, примарно. Імовірно, український біржовий ринок продовжить рухатися в спадному тренді, а глибина його падіння, залежно від обсягу негативних новин, може скласти ще майже 30% (табл. 5).

Торгівля в ПФТС, залежно від інтенсивності торгів, зокрема, корпоративними облігаціями і державними паперами за репо-угодами складе 2,1 — 3,2 млрд. грн. Лідером листопада через досить високу активність банків по репо-угодах, очевидно, залишиться ринок корпоративних облігацій з оборотом у ПФТС в 1,1 — 1,5 млрд. грн. (табл. 6). У 2009 р. індекс ПФТС може зрости на 10 — 15% за рахунок девальвації гривні та поліпшення ситуації у вітчизняній металургії. Однак рівня початку 2008 р. індекс досягне не раніше ніж у 2010 р.

У 2008 р. індекс ПФТС просів на 74%. Инди-

Таблиця 5

Порівняння динаміки фондових індексів [22]

Індекс	Значення на 30.10.2007	Значення на 30.10.2008	Зміна за період, %
ПФТС-Індекс	1175,99	249,05	-78,82
Ineko-DEX	1497,42	389,09	-74,02

Таблиця 6

Структура торгів цінними паперами в ПФТС у вересні — жовтні 2008 р. [22]

Вид цінних паперів	Обсяг торгів за вересень, грн.	Частка в загальному обсязі торгів,%	Обсяг торгів за жовтень, грн.	Частка в загаль- ному обсязі торгів, %	Зміна за період, %
Ринок державних цінних паперів	482976141,29	13,20	642511059,31	32,04	33,03
ОВДП	482976141,29	100	642511059,31	100	33,03
Ринок муніципальних цінних паперів	71731261,36	1,96	2521276,74	0,13	-96,41
Муніципальні облігації	71 731 261,36	100	2 521 276,74	100	-96,49
Ринок корпоративних облігацій	2 681 909 689,92	73,27	1157535245,99	57,72	-56,84
Корпоративні облігації	2 681 909 689,92	100	1 157 535 245,99	100	-56,84
Ринок акцій	415415335,80	11,35	194 651543,86	9,71	-53,14
Блакитні фішки	227 671 395,79	54,81	124 722 829,84	64,07	-45,22
Акції 2-го й 3-го рівнів	187 743 940,02	45,19	69 928 714,02	35,93	-62,75
Ринок цінних паперів пайових ІСІ	8 230 923,46	0,22	8 364 027,79	0,417	1,62
Інвестиційні сертифікати	8 230 923,46	100	8 364 027,79	100	1,62
Похідні цінні папери	-				
Опціони					
Разом	3 660 263 351,83	100,00	2005583153,69	100,00	-45,21

катор українського фондового ринку стабільно знижувався протягом практично всього 2008 р., незначне зростання спостерігалось лише в лютому (+1,25%), травні (+6,7%) і в останні два місяці року (+14,8% у листопаді, +6,7% у грудні). На думку

деяких експертів, позитивний настрій ринку в листопаді-грудні носив технічний характер — наближалось закінчення року, інвесткомпанії намагались штучно наторгувати янайбільше, укласти максимальну кількість угод. Утім, деякі інвестори все ж



Рис. 12. Зростання фондових індексів на початку 2009 р. [28]

таки зайшли на наш ринок наприкінці 2008 р.: девальвація гривні до 9,6 UAH/USD у середині грудня істотно здешевила українські акції для нерезидентів [23].

Однак великих угод із залученням вітчизняних паперів не було. У листопаді-грудні 2008 р. обсяги торгів на ПФТС були незначними: у листопаді — 839 млн. грн., з яких 578 млн. грн. припало на акції Харцизького трубного заводу (учасники ринку вважають, що угода була технічною). Роком раніше, у листопаді 2007-го, обсяг угод становив 1,3 млрд. грн.

Початок весни 2009 р. ознаменувався бурхливим зростанням світових фондових ринків (рис. 12). MSCI World Index до початку квітня збільшився на 19,4%. Фондові індекси в США та ринки акцій економік, що розвиваються, безупинно зростали протягом чотирьох тижнів. Причини позитивної динаміки фондових ринків — узгодження пакета заходів із підтримки світової економіки в розмірі \$1,1 трлн. на Лондонському саміті G20. Також відіграло свою роль пожвавлення китайської економіки. З'явилися позитивні новини про стабілізацію ситуації в країнах, що розвиваються. Ще один важливий позитивний чинник — збільшення ресурсів Міжнародного валютного фонду і його го-

товність переглянути розмір допомоги країнам, які постраждали від кризи.

Однак підйом світових фондових ринків — явище короточасне. Уже на початку квітня 2009 р. ринки акцій охололи після тривалого ралі та увійшли у стадію корекції. Негативні статистичні дані про стан економіки Єврозони й повідомлення про збитки в 497 млн. дол. американського алюмінієвого гіганта Alcoa у I кварталі 2009 р. призвели до зниження європейських фондових індексів. Фондові індекси США знизилися через невпевненість інвесторів у тривалості зростання ринку акцій внаслідок подальшого погіршення стану американської економіки.

Український фондовий ринок на початку весни 2009 р. також продемонстрував позитивну динаміку — індекс ПФТС за місяць збільшився на 31,8%. Подальший стан вітчизняного ринку акцій багато в чому залежатиме від рішення МВФ про продовження співпраці з Україною, стану української економіки та стабільності національної валюти. Як очікують експерти, у 2009 р. індекс ПФТС підросте, однак не більше ніж на 15% (рис. 13). Ситуація на світових фінансових ринках залишається напруженою, глобальна економіка входить



Рис. 13. До кінця 2008 р. індекс ПФТС досяг рівня початку 2005 р. [23]

у фазу рецесії. Інвестори всього світу втратили інтерес до фондового ринку: акції вважаються роздутим активом, вартість якого не підкріплена реальними коштами.

Нерезиденти заходять на український ринок здебільшого в періоди девальвації гривні, купуючи вітчизняні акції практично за безцінь. Сприятливі зростання фондового ринку могли б позитивні корпоративні новини компаній — емітентів цінних паперів. Але вони навряд чи з'являться найближчим часом: цього року очікується істотне скорочення промислового виробництва і падіння реального ВВП. Біржовики сподіваються залучити на український фондовий ринок місцевих інвесторів: у грудні рада ПФТС за рекомендацією торговельного комітету біржі ви-

рішила змінити мінімальні розміри торговельних лотів. З 22 грудня мінімальний торговельний лот становить 15 тис. грн. для акцій із котирувального списку першого рівня (раніше — 25 тис. грн.), 10 тис. грн. для другого рівня (раніше — 15 тис. грн.) і 7 тис. грн. для позалістингових паперів (раніше 10 тис. грн). Керівництво біржі вважає, що зменшення суми торговельних лотів розширить коло покупців акцій за рахунок фізосіб, однак це малоймовірно. Придбання цінних паперів в Україні можливе лише через спеціалізованого посередника, який стягує комісійні за свою роботу (від 200 грн. за угоду). А тому зменшення розмірів лотів на 3 — 10 тис. грн. практично нічого не змінює. До того ж навіть до кризи населення не інвестувало у фондовий ринок, а після його падіння втричі — тим більше.

Інвесторам (іноземним чи місцевим), які все ж зважаться на вкладення в український фондовий ринок, багато аналітиків рекомендують інвестувати в травні-червні, коли ціни на акції сягнуть дна. На їхню думку, ринок буде у стані стагнації все перше півріччя 2009 р., а потім можливе зростання котирувань. На незначну активізацію торгівлі вплине поліпшення ситуації в українській металургії: у грудні обсяги виробництва сталі виросли до 2 млн. т. — на 500–600 тис. т. більше, ніж очікували аналітики. У січні можливе збільшення обсягів металовиробництва до 2,2 млн. т. Це позитивно позначиться на котируванні акцій: українська економіка в цілому зав'язана на металургії, тому позитивні новини сектору позитивно позначатимуться на інвестиційній привабливості акцій металкомпаній.

Підсумовуючи сказане, можна зробити такі висновки.

В Україні, як і в цілому світі, стан фондового ринку відбиває стан розвитку економіки в цілому. Він характеризується несформованими традиціями і прави-

Таблиця 7

Чинники зростання українського фондового ринку у 2009 р. [23]

Чинники зростання індексу ПФТС	Вірогідність у 2009 р.
Послаблення світової фінансової кризи, поліпшення світової економічної кон'юнктури; активізація торгів на більшості іноземних фондових майданчиках світу	Низька
Масова скупка акцій вітчизняних компаній українськими інвесторами	Низька
Девальвація гривні: у результаті можлива короткочасна активізація на ринку за рахунок купівлі дешевих акцій іноземними інвесторами	Середня
Поліпшення кон'юнктури на українському металургійному ринку	Висока

лами роботи, що зумовлює потребу в запровадженні системи ефективного регулювання й управління на-самперед із боку держави.

Разом із тим фондовий ринок України є таким, що динамічно розвивається та постійно пропонує інвесторам нові види цінних паперів. Сьогодні такими цінними паперами є акції й корпоративні облігації, поява яких зумовлена об'єктивними потребами виробництва, оскільки вони слугують важливим інструментом централізації реальних капіталів. Крім того, розвивається ринок муніципальних запозичень і ринок похідних цінних паперів (деривативів). Важливою особливістю українського фінансового ринку є недостатня ефективність діяльності інститутів спільного інвестування: обсяги зареєстрованих випусків ними цінних паперів у 2006 р. демонструють тенденцію до постійного збільшення обсягів зареєстрованих випусків акцій корпоративними інвестиційними фондами.

Незважаючи на в цілому позитивні тенденції, слід зауважити, що вибір ліквідних фінансових інструментів на ринку цінних паперів України досить обмежений для внутрішнього інвестора. Утім, поки що фондовий ринок істотно не впливає на стан фінансового ринку зокрема та економіки в цілому.

Поступовий розвиток фондового ринку в Україні виявив цілу низку проблем (високий ступінь маніпулювання, асиметричність інформації, низька ліквідність і капіталізація, невеликі обсяги). У зв'язку з цим є нагальна потреба в удосконаленні інфраструктури вітчизняного ринку цінних паперів поряд із механізмом державного регулювання.

Література

1. **Алексеев М. В.** Факторы отраслевого анализа для российской переходной экономики : Препринт WP2/2001/01 — М. : ГУ-ВШЭ, 2001. — 34 с.
2. **Кірюхін Б. П.** Фондовий ринок України очікує інновацій / Б. П. Кірюхін, А. А. Отченас // Економіст. — 2008. — № 5. — С. 26 — 27.
3. **Бельзецкий А.** Фондовые индексы: оценка качества / А. Бельзецкий. — М. : Новое знание, 2006. — 310 с.
4. **Боровиков В.** Некоторые особенности поведения фондовых индексов в 1997 году / В. Боровиков. — Режим доступа: <http://www.statsoft.ru> — проверено 27.10.2008.
5. **Єріна А. М.** Теорія статистики : практикум / А. М. Єріна, З. О. Пальян. — К. : Товариство «Знання», КОО, 1997. — 325 с.
6. **Лобанов А.** Проблема метода при расчете value at risk / А. Лобанов // Рынок ценных бумаг, 2000. — № 21. — с. 54 — 58.
7. **Лобанов А.** Анализ применимости различных моделей расчета value at risk на российском рынке акций / А. Лобанов, А. Порох // Рынок ценных бумаг, 2001. — № 2. — С. 65 — 70.
8. **Лобанов А. А.** Энциклопедия финансового риск-менеджмента / А. А. Лобанов, А. В. Чугунов. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2006. — 680 с.
9. **Бриггем Ю.** Финансовый менеджмент / Ю. Бриггем, Л. Гапенски. — СПб : Экономическая школа. — 1997. — Т. 1. — 568 с.
10. **Брейли Р.** Принципы корпоративных финансов / Р. Брейли, С. Майерс. — М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. — 424 с.
11. **Вільям Г. Грін** «Економетричний аналіз» / Вільям Г. Грін. — К. : «ОСНОВИ», 2005. — 1199 с.
12. **Eric Zivot.** Introduction to Computational Finance and Financial Econometrics / Eric Zivot. — 2002. — 544 с.
13. **Індекс ПФТС.** — Режим доступа : <http://www.pfts.com/uk/shares-indexes/> — проверено 10.10.2008.
14. **Russell Davidson.** Foundations of Econometrics / Russell Davidson, James G. MacKinnon. — Oxford Press — 1999. — 640 с.
15. **G. Box.** Time Series Analysis: Forecasting and Control, 2nd ed. / G. Box, G. Jenkins. — San Francisco : Holden Day, 1984. — 324 с.
16. **VAR Intro** — Introduction to Vector Autoregression Models — Stata User's Manual. — Режим доступа : www.stata.com. — проверено 10.10.2008.
17. **Аналітика:** оперативна інформація щодо стану фондового ринку та ринку цінних паперів України станом на 2008-01-31. — Режим доступа : <http://www.ssmc.gov.ua/8/1> — проверено 27.10.2008.
18. **Боровкова В. А.** Рынок ценных бумаг / В. А. Боровкова. — СПб. : Питер, 2006. — 320 с.
19. **Чернишук В. Р.** Развитие рынка ценных бумаг: проблемы и перспективы / В. Р. Чернишук, А. П. Данькевич // Финансы Украины. — 2008. — № 8. — С. 96 — 103.
20. **Терещенко Г. М.** Захист державних корпоративних прав на ринку цінних паперів в Україні / Г. М. Терещенко // Проблеми розвитку фінансової системи України : наук.-теорет. конф. — К. : НДФІ, 2002. — С. 316.
21. **Забулонов А.** Производные финансовые инструменты: теоретический подход с учетом реаллий рынка / А. Забулонов // Вопр. экономики. — 2003. — № 8. — С. 41—55.
22. **Морква О.** Повне фіаско / О. Морква // Украина-бизнес. — 2008. — № 52 — 53. — 6 лист. — С. 7.
23. **Руденко В.** Упал, отжался / В. Руденко // Контракты. — 2009. — № 3 — 4. — С. 18.
24. **Дорошенко І. В.** Структуризація фінансових ринків у контексті сучасних глобалізаційних процесів / І. В. Дорошенко // Бюлетень Міністерства юстиції України. — 2009. — № 1. — С. 127 — 134.
25. **Кавалець С.** Реформування колишніх ощадних банків: можливості та ризику / С. Кавалець // Семінар з питань стратегії з вибраних напрямків розвитку та реформування банківської системи. — К., 2004. — 135 с.
26. **Фредерік С. Мишкін.** Економіка грошей,

банківської справи і фінансових ринків / Фредерік С. Мишкін. — К., 2005. — 234 с. 27. **Fabozzi J.** Capital markets: institutions and instruments / J. Fabozzi, E. Modigliani. — Prentice Hall Inc. — 2006. — 23 p. 28. **Мінливий** тренд // Контракти. — 2009. — № 15. — С. 8.

Ляшенко С. В. Глобалізаційні процеси на фінансових ринках та оцінка їх впливу шляхом розрахунку VAR індексу Першої фондової торгівельної системи

Високої актуальності набуває проблема аналізу взаємозалежності фондових індексів. Індекси ринків, що розвиваються, як, наприклад, українські, дуже чутливі до змін у світових індексах, тому необхідно виявляти ступінь цієї залежності, чому й присвячена ця робота.

Ключові слова: фондовий ринок, акції, індекси, глобалізація.

Ляшенко С. В. Глобализированные процессы на финансовых рынках та оценка их влияния

путем расчета VAR индекса первой фондовой торговой системы

Высокую актуальность приобретает проблема анализа взаимозависимости фондовых индексов. Индексы рынков, которые развиваются, как, например, украинские, очень чувствительны к изменениям в мировых индексах, потому необходимо обнаруживать степень этой зависимости, чему и посвящена эта работа.

Ключевые слова: фондовый рынок, акции, индексы, глобализация.

Lyashenko S. Globalization of financial market and evaluation of its influence by VAR index of first fund trade system

High actuality is acquired by the problem of analysis of interdependence of fund indexes. Indexes of markets which develop, as, for example, Ukrainian, very perceptible to the changes in world indexes, that is why it is necessary to find out the degree of this dependence, why and this work is devoted.

Key words: fund market, actions, индексы, globalization.