

Агранов А.

УДК336.761(477:94)

**АНАЛІЗ ФОНДОВИХ РИНКІВ УКРАЇНИ ТА АВСТРАЛІЇ ТА ПРОГНОЗЕВОЛЮЦІЇ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ**

*Анотація.* У статті представлено порівняльний аналіз фондових ринків України та Австралії. Доведено, що зараз український ринок має великий потенціал зростання, але потерпає через низьку ліквідність. Розглянуто теоретичні засади, проаналізовано конкурентні переваги за допомогою ключових показників, розглянуті інфраструктурні питання та проведений кореляційний аналіз.

У даній роботі складено порівняльну характеристику фондових ринків України та Австралії, проаналізовано основні відмінності та зроблено необхідні узагальнення. На основі проведеного аналізу зроблено власний прогноз подальшої еволюції фондового ринку України.

*Ключові слова:* фондовий ринок, фондова біржа, фондовий індекс, ринок деривативів, позабіржова торгівля, ринкова концентрація, доходність ринку, показники ліквідності, глибина ринку, щільність ринку, швидкість реакції, пружність, волатильність.

*Аннотация.* В статье представлен сравнительный анализ фондовых рынков Украины и Австралии. Доказано, что сейчас украинский рынок имеет большой потенциал роста, но страдает от низкой ликвидности. Рассмотрены теоретические основы, проанализированы конкурентные преимущества с помощью ключевых показателей, рассмотрены инфраструктурные вопросы и проведён корреляционный анализ.

В данной работе составлена сравнительная характеристика фондовых рынков Украины и Австралии, проанализированы основные отличия и сделаны необходимые обобщения. На основе проведенного анализа составлен собственный прогноз дальнейшей эволюции фондового рынка Украины.

*Ключевые слова:* фондовый рынок, фондовая биржа, фондовый индекс, рынок деривативов, внебиржевая торговля, рыночная концентрация, доходность рынка, показатели ликвидности, глубина рынка, плотность рынка, скорость реакции, упругость, волатильность.

*Summary.* The article presents a comparative analysis of the markets of Ukraine and Australia. It is proved that now Ukrainian market has great growth potential, but it suffers from a lack of liquidity. Theoretical basics as well as competitive advantages with key indicators are analysed. Author discusses infrastructure issues throughout correlation analysis.

In this paper the comparative analysis of the stock markets of Ukraine and Australia is made, the main differences are analysed and the necessary generalization is done. Based on the analysis the original forecast on the future evolution of the stock market of Ukraine is drawn up.

With a view to analyze quantitative characteristics of Ukrainian and Australian trade systems, the comparative analysis of the following indicators is done: the size of the stock market; market concentration; market profitability; liquidity indices; market depth, density of the market, reaction rate, elasticity, brittleness market: price volatility and price "bubble." Based on the comparative analysis of the stock markets of Ukraine and Australia worded forecast future evolution of the stock market of Ukraine.

Thus, on the basis of the analysis the author formulated the conclusion that the prospects of the Ukrainian stock market will depend on the solving of these problems even more than on the macroeconomic situation. Therefore, we can say that now Ukrainian market has great growth potential and situation largely depends on whether regulators will implement policies that will revive the Ukrainian stock market and at least partially solve its main problem - the low liquidity. With the positive scenario (eg dual listed will be introduced and positive developments will take place more often in the regulation of the market) and a slow recovery in global economic growth may increase the stock market growth up to 20 - 30% per year. With a negative scenario (absence of any action by the state to encourage stock market) the market situation will get worse, average cost of trading will continue to fall.

*Keywords:* stock market, stock exchange, stock index, derivatives market, OTC trading, the market concentration, market return, reaction speed, elasticity, volatility.

Фондовий ринок України переважно відносять до прем'єрних ринків, тобто низьколіквідних ринків країн, що розвиваються, в той час, як фондовий ринок Австралії належить до великих зрілих ринків. Основною відмінністю даних ринків є фактична відсутність первинного публічного ринку акцій в Україні, оскільки українські емітенти через неможливість залучення достатнього фінансування та недосконалість державного регулювання, що ускладнює процес розміщення акцій на українських біржах та уможлиблює ворожі поглинання, проводять первинні публічні пропозиції закордоном.

Вагома відмінність також полягає у ступені залучення населення до функціонування фондового ринку. Усім розвинутим фондовим ринкам, особливо побудованим за англо-американською моделлю, до якої належить і австралійський фондовий ринок, притаманна значна активність населення на фондовому ринку, для якого купівля акцій є одною із інвестиційних альтернатив. Таким чином населення створює значну частку попиту на фондовому ринку. В Україні через низький рівень заощаджень населення, низьку фінансову грамотність та культуру, недовіру населення до фондового ринку та його низьку ліквідність та високу волатильність, фізичні особи не беруть помітної участі у діяльності фондового ринку. Цим можна пояснити і значно менший розмір інституційних інвесторів на українському ринку.

Основне регулювання фондового ринку в Україні здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку (НКЦПФР)[1], Національний банк України та Міністерство фінансів. В Австралії основним державним органом, який здійснює регулювання фондового ринку, є Австралійська комісія з цінних паперів та інвестицій (ASIC). Вона є незалежним урядовим органом, який здійснює нагляд та

регулювання діяльності компаній-емітентів, фінансових ринків і надання фінансових послуг. Порівняно з НКЦПФР, ASIC має значно ширшу сферу регулювання, яка не обмежується фондовим ринком [2].

Депозитарні та розрахункові функції в Австралії покладено на 2 структури – депозитарій ASX Austraclear для боргових цінних паперів та Австралійську клірингову електронну реєстраційну систему для акцій (CHES) [2]. В Україні депозитарну та розрахункову діяльність розмежовано між 2 установами – Центральним депозитарієм та Розрахунковим центром [3, 4].

На даний момент в Україні налічується 10 бірж [5]. Серед них можна виділити лише 4 постійно діючі біржі з середньодобовим оборотом, що перевищує 1 млн грн.:

- Українська біржа.
- Фондова біржа «ПФТС».
- Фондова біржа «Перспектива».
- Київська міжнародна фондова біржа.

Перш за все, ці біржі відрізняються за фінансовими інструментами, що на них торгуються. На Українській біржі ведеться торгівля акціями, корпоративними облигаціями, інвестиційними сертифікатами, а також укладаються строкові угоди (ф'ючерси, опціони на індекс Української біржі). Основну частину торговельного обороту складають акції [6].

На ПФТС та біржі «Перспектива» здійснюється торгівля акціями, інвестиційними сертифікатами, облигаціями внутрішньодержавної позики та корпоративними облигаціями. Найбільший обсяг торгів на ПФТС припадає на ОВДП та корпоративні облигації, а на біржі «Перспектива» – на ОВДП [7, 8].

Київська міжнародна фондова біржа суттєво поступається за обсягом торгів вищезгаданим торговим майданчиком, на ній основними фінансовими інструментами є інвестиційні сертифікати та корпоративні облигації [9].

Серед українських фондових бірж найбільший середній обсяг торгів має біржа «Перспектива» (середньоденний обсяг 1 130 млн грн), а найбільший денний оборот на ринку акцій на ПФТС (32 млн грн). Більш точні дані подані у таблиці 1.

На даний момент в Україні переважає позабіржовий ринок, який має дуже непрозорий характер, що фактично унеможливує будь-які його дослідження. За деякими даними, частка операцій з цінними паперами на біржах складає лише 12% [10, 11].

**Таблиця 1.** Середньоденна вартість торгівлі на українських фондових біржах<sup>1</sup>

Назва біржі	Середньоденний торговий оборот, млн грн	Середньоденний торговий оборот акцій, млн грн
Біржа «Перспектива»	1 130	9
ПФТС	327	21
Українська біржа	70	27

*Джерело:* Складено автором на основі [6, 7, 8].

В Австралії функціонують 4 біржі, при цьому домінуючі позиції належать Австралійській біржі цінних паперів ASX (Australian Securities Exchange). Ця біржа фактично є універсальною біржею, на якій здійснюються операції з акціями, облигаціями, похідними фінансовими інструментами (як на товарні, так і на фінансові активи) та валютою. На кожному з цих ринків біржі належать провідні позиції у регіоні. Основним австралійським фондовим індексом є S&P ASX 200, в який входять 200 найбільших корпорацій на Австралійській біржі цінних паперів. [12, 13]

Також слід звернути увагу на Національну фондову біржу Австралії NSX (National Stock Exchange of Australia) та Азійсько-Тихоокеанську технологічну біржу APTEX (Asia Pacific Technology Exchange). Ці біржі були створені 2000 – 2008 року за моделлю NASDAQ і покликані стати перехідною ланкою між біржовою та позабіржовою торгівлею, склавши конкуренцію ASX. Але поки що вони значно поступаються Австралійській біржі цінних паперів [14].

В Австралії переважає біржовий ринок цінних паперів. Основними цінними паперами на позабіржовому ринку є деривативи. Протягом останніх років було вжито низку заходів з метою збільшення прозорості та регульованості позабіржового ринку, що дозволяє зменшити волатильність на ринках та ризики для фінансової системи загалом [15].

З метою аналізу кількісних характеристик торговельних систем України та Австралії слід розглянути розмір фондового ринку; ринкову концентрацію; доходність ринку; показники ліквідності: глибину ринку, щільність ринку, швидкість реакції, пружність; крихкість ринку: волатильність цін та цінову «бульбашку».

Розмір є однією із основних характеристик фондового ринку і зазвичай вимірюється ринковою капіталізацією (сукупною вартістю акцій усіх емітентів на фондовому ринку держави). Ринкову капіталізацію можна визначати як на певний момент, так і як середній показник протягом періоду (як правило, 1 рік). Також часто застосовуються співвідношення ринкової капіталізації до ВВП країни.

Перед тим, як перейти до кількісних значень цих показників для фондових ринків України та Австралії, слід зазначити, що у випадку України використання номінальної ринкової капіталізації не є коректним. Кількість акцій, які перебувають у вільному обороті на фондових біржах України майже завжди значно менша за загальну кількість акцій, випущених емітентом. Найчастіше вартість акцій, що знаходяться у

<sup>1</sup>Показник обчислювався протягом періоду 1.04.2013 – 26.04.2013

вільному обороті (т. зв. Free-Float), розраховується як загальна вартість випущених акцій за виключенням акцій, що перебувають у власності тих інвесторів, які володіють понад 5% акцій компанії (вважається, що це інвестори з тривалим інвестиційним горизонтом, які ставлять собі за мету участь у керівництві компанією і наближаються до прямих інвесторів), акцій обмеженого обігу, а також акцій, що належать інсайдерам (топ-менеджменту та іншим особам, що беруть участь в управлінні компанією) [16].

Якщо у країнах із розвинутими фондовими ринками Free-Float великих емітентів зазвичай близький до 100%, то в Україні цей показник надзвичайно низький. Так, наприклад, на даний момент найбільший Free-Float серед компаній, акції яких складають індекс Української біржі, має ПАТ «Мотор Січ» – 24% (за даними ПФТС – 20%) [17, 18]. Для більшості компаній з цього індексу він знаходиться в межах 2 – 9%. Конкретних показників Free-Float усіх українських емітентів немає, тому чітко визначити частку акцій українських компаній, що перебувають у вільному обігу, неможливо. Але найчастіше називають приблизну оцінку 8 – 10%. Для фондового ринку Австралії Free-Float = 80%.

	Україна	Австралія
Ринкова капіталізація станом на 22.04.2013	155.6 млрд грн. або 19.47 млрд дол. США [19]	1421 млрд австралійських доларів (AUD) або 1 459 дол. США [20]
Ринкова капіталізація станом на 22.04.2013 із врахуванням Free-Float	15.56 млрд грн. або 1.95 млрд дол. США	1136 AUD (1166 дол. США)
Середня ринкова капіталізація протягом року	175.5 млрд грн. (21.97 млрд дол. США)	1 341 AUD (1 377 дол. США)
Середня ринкова капіталізація протягом року із врахуванням Free-Float	17.56 млрд грн. (2.2 млрд дол. США)	1072 AUD (1 101 дол. США)
Середня ринкова капіталізація за 2012 рік/ВВП за 2012 рік	0.132 [26]	0.846 [26]
Середня ринкова капіталізація за 2012 рік/ВВП за 2012 рік із врахуванням Free-Float	0.013	0.7

Отже, навіть за номінальною капіталізацією фондовий ринок України сильно поступається австралійському фондовому ринку. Ймовірно, найкраще підходить для порівняння розміру фондових ринків країн третій показник (співвідношення капіталізації до ВВП), оскільки він враховує різницю в розмірі економік і дозволяє оцінити роль фондового ринку в економіці держави. Отримані значення цього показника (13% проти 86%) засвідчують велику різницю в ступені розвитку фондових ринків даних держав і демонструють, що фондовий ринок в Україні не має суттєвого значення в економіці держави. Якщо ж врахувати Free-Float, що дозволить краще відобразити реальну ситуацію, то розрив стане дуже значним (1% порівняно з 70%).

Ще одним показником, який дає змогу оцінити розмір національного фондового ринку, є кількість компаній в лістингу.

Кількість емітентів, акції яких є в лістингу Української біржі: 199 (із них лише 35 торгуються за аукціонним принципом, торгівля іншими низько ліквідними акціями здійснюється на ринку котирувань). Також в лістингу є облигації 27 емітентів та інвестиційні сертифікати 25 емітентів. Загалом – 248 емітентів [21]. Кількість емітентів, акції яких є в лістингу Австралійської фондової біржі: 2048 (1950 акцій національних корпорацій та 98 акцій і депозитарних розписок іноземних компаній) [20].

Щодо кількості акцій у лістингу провідних фондових бірж, то тут також український фондовий ринок поступається австралійському, але це можна пояснити як недостатнім рівнем розвитку фондового ринку України, так і значно меншим розміром української економіки. Якщо врахувати розміри номінальних ВВП країн, то відношення кількості акцій в лістингу до ВВП буде практично однаковим. Це свідчить про те, що на фондовому ринку України торгуються акції порівняно великої кількості емітентів, але кількість таких акцій дуже мала.

Основним критерієм активності фондового ринку є відношення обсягу торгівлі на фондовому рівні до ВВП країни. Для відображення обсягу торгівлі використана середньоденна вартість торгів.

Середньоденна вартість торгів на Українській біржі протягом останніх 6 місяців = 35 млн грн. без урахування строкового ринку (загалом 62 млн). У доларах США це становить 4.4 млн [6]. Середньоденна вартість торгів/ВВП = 0.0025%.

Середньоденна вартість торгів на Австралійській фондовій біржі протягом останніх 6 місяців = 4.8 млрд AUD (4.93 млрд дол. США). Середньоденна вартість торгів/ВВП = 0.34%.

Ці результати свідчать про дуже низьку активність на фондовому ринку України, що, у свою чергу, негативно впливає на ліквідність національного фондового ринку.

Для оцінки рівня концентрації пропозиції акцій на фондовому ринку використовується індекс Херфіндала-Хіршмана (ННІ). У даному випадку він показує частку 10 найбільших емітентів акцій у загальній ринковій капіталізації.

$$ННІ = MC_1^2 + MC_2^2 + \dots + MC_{10}^2,$$

де  $MC_n$  – частка n-ої корпорації у загальній ринковій капіталізації.

Слід підкреслити особливості розрахунку даного показника для українського фондового ринку. 10 найбільших за капіталізацією компаній на фондовому ринку України не співпадають із 10 найбільшими компаніями за рівнем капіталізації із врахуванням Free-Float. Так, на основі капіталізацій компаній із врахуванням Free-Float формуються індекси українських акцій – індекс Української біржі (10 найбільших компаній) та індекс ПФТС (20 найбільших компаній). Наприклад, найбільшу номінальну капіталізацію має

ВАТ Північний гірничо-збагачувальний комбінат (15 млрд грн) та ПАТ Кредобанк (10 млрд грн). Але жодна з цих компаній не входить до індексу Української біржі.

ННІ (для 10 найбільших за номінальною капіталізацією емітентів) = 2% [19].

ННІ (для номінальної капіталізації компаній з індексу Української біржі) = 0.3% [19, 22].

ННІ (для компаній з індексу Української біржі з урахуванням Free-Float) = 0.5% [17, 19].

Для Австралії:

ННІ = 6.22 % [13, 23].

Отримані результати свідчать про те, що фондовий ринок Австралії є значно більш концентрованим за український, тобто на ньому найбільші емітенти мають значно більше значення. Це можна пояснити тим, що найбільші австралійські корпорації є публічними компаніями, акції яких торгуються на фондовому ринку, в той час, як найбільші українські компанії є приватними компаніями, а на фондовому ринку торгуються невеликі кількості акцій окремих підприємств, що належать цим компаніям.

Доходність фондового ринку визначається доходністю фондового індексу. Доходність обчислюється за формулою:

$$r = \frac{P_2 - P_1}{P_1} * 100\%$$

де  $P_1$  - ціна активу в момент часу 1,

$P_2$  - ціна активу на момент 2.

Доходність фондового індексу дає змогу оцінити загальну цінову динаміку на фондовому ринку та використовується деякими інвесторами для визначення очікуваної доходності інвестування в ринковий портфель акцій.

Для визначення доходності на ринках країн, що розглядаються, обрані індекс Української біржі (10 найбільших українських компаній) та індекс S&P/ASX 200 (200 найбільших австралійських корпорацій).

Протягом останнього року значення індексу Української біржі продовжило падіння і зменшилось з 1398 до 828 пунктів. Таким чином, падіння становило 40.8%. За 2 останні роки індекс впав на 69.4%, що є одним із найнижчих показників у світі. Індекс зменшився на 59.2% з докризових рівнів (останні 5 років) [24].

В Австралії за останній рік індекс S&P/ASX 200 зріс на 17.2%. Доходність індексу за 2 роки становить +3.8 %. Індекс знизився на 8.3% з докризового рівня.

Отримані результати свідчать про те, що український фондовий ринок надзвичайно сильно постраждав від світової фінансової кризи та є протягом останніх років світовим лідером у падінні фондових індексів. В той же час настільки значне зменшення вартості українських акцій складно пояснити лише впливом світової макроекономічної ситуації. Очевидно на таке падіння також вплинуло зменшення кількості учасників на українському ринку (передусім це стосується іноземних інвесторів). Також причиною цього низка експертів вважає «перегрів» українського фондового ринку протягом 2006 – 2007 років. Зовсім інша ситуація складається на фондовому ринку Австралії, де фондовий індекс уже майже досяг докризового рівня [25].

Проаналізовані наступні показники ліквідності двох ринків: глибина ринку, щільність ринку, швидкість реакції, пружність.

Глибина ринку показує здатність ринку поглинати різке збільшення розміру операцій без суттєвого впливу на ринковий рівень цін. Зазвичай для вимірювання глибини ринку використовують вартість середньоденного обороту на фондовому ринку, отже було використано дані за останні 6 місяців.

Якщо враховувати лише фондовий сегмент Української біржі, то середньоденний оборот склав 35 млн грн., тобто 4.4 млн дол. [6]. Середньоденна вартість торгів на Австралійській фондовій біржі протягом останніх 6 місяців = 4.8 млрд AUD (4.93 млрд дол. США).

Одержані результати свідчать про існування дуже значної різниці щодо активності та глибини фондових ринків України та Австралії (за цим показником глибина українського фондового ринку більш, ніж в 1000 разів менша за австралійський ринок).

Щільність ринку відображає рівень загальних витрат, пов'язаних з здійсненням операцій купівлі-продажу цінних паперів. На розвинутих ринках в більшості випадків найбільшими витратами при операціях на фондовому ринку є втрати від різниці цін продавця та покупця. Така різниця називається спредом. Також при проведенні фінансових трансакцій на фондовому ринку суб'єкт, що їх здійснює несе витрати, пов'язані з обробкою замовлень, асиметричністю замовлень, зберіганням цінних паперів, олігополістичною структурою ринку тощо.

У цьому дослідженні для оцінки щільності ринку використовувалось середнє значення відносних величин спреда до вартості акцій для 10 компаній із найбільшою ринковою капіталізацією. Спред визначався серед 10 компаній, що входять до індексу Української біржі (тобто найбільші компанії за ринковою капіталізацією із урахуванням Free-Float).

Україна [22]:

Тікер	Компанія	Відносний спред, %
ALMK	ПАТ Алчевський металургійний комбінат	0.93%
AVDK	ПАТ Авдіївський коксохімічний завод	3.52%
AZST	ПАТ МК Азовсталь	0.86%
BAVL	АТ Райффайзен Банк Аваль	0.7%
CEEN	ПАТ Центренерго	0.88%
DOEN	ПАТ Донбасенерго	0.82%
ENMZ	ПАТ Єнакієвський металургійний завод	0.97%
MSICH	АТ Мотор Січ	0.15%
UNAF	ПАТ Укрнафта	0.76%
USCB	ПАТ Укрсоцбанк	0.83%
	Середнє	1.04%

Австралія [13, 27]:

Тікер	Компанія	Відносний спред, %
CBA	Commonwealth Bank Australia	0.3%
BHP	BHP Billiton Ltd	0.28%
WBC	Westpac Banking Corp	0.16%
ANZ	ANZ Banking Group	0.14%
NAB	National Australia Bank Ltd	0.32%
TLS	Telstra Corp Ltd	0.21%
WES	Wesfarmers Ltd	0.14%
WOW	Woolworths Ltd	0.45%
CSL	CSL Ltd	0.82%
RIO	Rio Tinto Ltd	0.4%
	Середнє	0.32%

Таким чином, на основі проведеного аналізу можна зробити висновок, що втричі більший середній спред на українському фондовому ринку свідчить про меншу щільність українського ринку, та, як наслідок, його меншу ліквідність. Хоча, беручи до уваги те, що зазвичай український фондовий ринок відносять до прем'єрних ринків, такі спреди є невисокими порівняно з фондовими ринками інших країн, що належать до цієї групи. Також, слід додати, що спреди для акцій 9 із 10 компаній-складових індексу Української біржі менші за 1%, і без врахування акцій Авдіївського коксохімічного заводу (спред 3.52%) середній спред складає 0.74%.

Швидкість реакції – це показник, який характеризує швидкість передачі даних та виконання наказів користувачів електронними системами торгівлі та визначається обладнанням, яке використовується тою чи іншою біржею. Слід зауважити, що станом на 2013 рік навіть біржі ринків, що розвиваються, використовують системи передачі інформації, зі швидкістю понад 100 Мбіт/сек (більшість вже перейшли на швидкість 1 Гбіт/сек). Тому зараз цей показник є важливим передусім для суб'єктів ринку, що використовують височастотний трейдинг. Порівняння фондових ринків здійснювалось за швидкістю реакції (затримка, пінг) внутрішньобіржових систем (це мінімальний показник, швидкість реакції для користувача буде більшою, що залежатиме від обладнання, що використовуватиме брокер, торгової платформи користувача та інших факторів).

Швидкість реакції внутрішньобіржової торгової системи Української біржі = 1 мілісекунда = 1 000 мікросекунд. Швидкість реакції внутрішньобіржової торгової системи Australian Securities Exchange = 250 мікросекунд [28].

Тобто швидкість реакції для електронних торгових систем на фондовому ринку Австралії приблизно в 4 рази вища, ніж в Україні. Цей факт, а також значно вища ліквідність австралійського фондового ринку пояснює більшу привабливість австралійської біржі цінних паперів (фактично єдиної біржі в державі), ніж Української біржі, для височастотного трейдингу.

Пружність ринку (коефіцієнту супротиву ринку) показує швидкість, з якою відбувається корекція цін на фінансові активи. Для вимірювання швидкості затухання коливань на фондовому ринку часто використовують коефіцієнт Х'ю-Хебеля, який обчислюється за формулою:

$$HHR = \frac{P_{max} - P_{min}}{P_{max}} \cdot \frac{1}{S \cdot \bar{P}} \quad \text{де}$$

$P_{max}$  – максимальна ціна цінного паперу протягом періоду

$P_{min}$  – мінімальна ціна цінного паперу протягом періоду

$V$  – сукупна вартість операцій з купівлі-продажу цінного паперу протягом періоду

$\bar{S}$  – середня кількість непогашених цінних паперів протягом періоду

$\bar{P}$  – середня ціна цінного паперу протягом періоду

Для порівняння фондових ринків використовувались середні значення коефіцієнту Х'ю-Хебеля для 10 найбільших корпорацій.

Україна:

$HHR = 28.8$  (у випадку використання загальної кількості акцій) [9],

$HHR = 0.86$  (у випадку використання кількості акцій, що перебувають у вільному обігу) [9].

Австралія:  $HHR = 306.8$  [29].



Одержані результати свідчать про те, що на фондовому ринку Австралії коливання затухають набагато швидше, ніж на українському ринку.

Крихкість – це наступна важлива характеристика ринку, що показує можливість збитку при різкій зміні цін на фінансові активи. Виділяють 2 показники крихкості фондового ринку: волатильність цін, цінова «бульбашка».

Для встановлення розміру цінових коливань та ступеню їхньої мінливості зазвичай використовують середньоквадратичне відхилення (його також часто називають волатильністю) та коефіцієнт варіації.

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}, \text{ де}$$

$\sigma$  – середньоквадратичне відхилення (стандартне відхилення)

$n$  – обсяг вибірки

$x$  – випадкова величина.

$$c = \frac{\sigma}{\bar{x}}, \text{ де}$$

$c$  – коефіцієнт варіації.

Вищенаведені коефіцієнти обчислювались від значень ринкового індексу протягом 6 місяців, 1 року та 2 років. Визначалась волатильність ринкових індексів (індекс Української біржі та S&P/ASX 200).

Україна [24]:

Період	$\sigma$	$c$
6 місяців	72.65	0.079
1 рік	127.55	0.129
2 роки	508.23	0.369

Австралія [25]:

Період	$\sigma$	$c$
6 місяців	238.92	0.05
1 рік	321.17	0.071
2 роки	290.8	0.066

Якщо протягом останніх 6 місяців коефіцієнт варіації індексу Української біржі був не набагато вищим за аналогічний показник ASX 200, то зі збільшенням періоду розрахунку цих коефіцієнтів різниця у волатильності українського та австралійського фондових ринків стає все більшою. Перш за все це пояснюється різким спадом індексу Української біржі за останні 2 роки (від 2694 до 816 пунктів).

Показником, який свідчить про можливий перегрів ринку, є темпи зростання ринку (тобто фондового індексу). Переважно беруть двоохрічний період із граничним значенням 20%. Як зазначалось вище, за рік індекс Української біржі впав на 40.8%, а за 2 роки – на 69.4%. Доходність фондового індексу ASX 200 за 1 рік склала 17.2%, за 2 роки – 3.8%.

Тобто немає ані найменших підстав говорити про існування бульбашки на будь-якому з ринків. Скоріше навпаки, можна говорити про занадто сильне падіння українського ринку, яке не можна пояснити лише фундаментальними причинами.

Для проведення кореляційного аналізу фондових індексів України та Австралії протягом 2001 – 2013 рр. були використані 2 українських фондових індекси – індекс Української біржі [24] та індекс ПФТС (розраховувався з жовтня 2001 року) [30]. Варто зазначити, що вищезгадані українські фондові індекси можна вважати взаємозамінними, адже вони складені за подібною методологією – у них включались акції компаній з найбільшою капіталізацією із врахуванням Free-Float. Тобто усі 10 компаній з індексу Української біржі входять до індексу 20 найбільших компаній ПФТС (є лише деякі розбіжності в оцінці Free-Float). Тому не дивно, що за результатами дослідження, кореляція між двома індексами склала 0.991.

Кореляція між індексом Української біржі та фондовим індексом S&P/ASX 200 за період з 8.01.2008 до 23.04.2013 = 0.633. Кореляція між індексом ПФТС та фондовим індексом S&P/ASX 200 за період з 17.10.2001 до 23.04.2013 = 0.791.

Отримані результати свідчать або про наявність суттєвого взаємозв'язку між фондовими ринками України та Австралії або зовнішнього впливу на них третього фактору. Враховуючи порівняно незначний зв'язок економік України та Австралії загалом та їхніх фінансових секторів зокрема, слід зробити висновок, що фондові ринки обох країн перебувають під впливом приблизно тих самих зовнішніх факторів, а саме світової макроекономічної ситуації. В той же час, кореляції на рівні 0.6 – 0.8 свідчать про певні відмінності у динаміці двох часових рядів. Це можна пояснити різким спадом українського фондового ринку з 2011 року, тоді як за цей час австралійський фондовий ринок, так само, як і світові ринки, зростав середніми темпами (кореляція між індексом Української біржі та фондовим індексом S&P/ASX 200 з 08.01.2008 до 06.01.2011 становила 0.812). Окрім факторів, специфічних для фондового ринку та фінансової сфери, на це вплинула і загальна економічна ситуація в державах (як відомо, у 2012 році зростання реального ВВП в Україні становило 0.2%, а в Австралії – 2.0%) [31].

Отже, на основі проведеного порівняльного аналізу фондових ринків України та Австралії сформульовано прогноз подальшої еволюції фондового ринку України.

На сьогодні український фондовий ринок переживає непрості часи. Низка проблем, пов'язаних з недорозвиненістю інфраструктури ринку та його неефективним законодавчим регулюванням посилюється теперішньою непевною політичною ситуацією, відтоком іноземних інвестицій, сповільненням економічного зростання та появою загрози рецесії. Наслідком усіх цих процесів є падіння українського фондового ринку на 70% протягом останніх 2 років.

Основними проблемами фондового ринку України є низька ліквідність та мала реальна капіталізація; відсутність попиту на цінні папери фондового ринку з боку населення через низький рівень заощаджень, недовіру до ринку та високі депозитні ставки на тлі стрімкого спаду на фондовому ринку. Великі українські компанії особливо не зацікавлені в забезпеченні торгівлі їхніх цінних паперів на ринку (їхня основна мета – зберегти власність). Як наслідок – надзвичайно низький Free-Float (інша причина – небезпека ворожих поглинань через нечіткість законодавства, що має регулювати такі процеси). Середній бізнес, який значно більш зацікавлений у залученні фінансування та обороті своїх цінних паперів на біржах через неможливість залучення достатньої кількості коштів від проведення первинного публічного розміщення в Україні, проводить IPO на закордонних біржах (переважно на Варшавській або Лондонській фондовій біржі). Виникає замкнуте коло (немає попиту – немає й пропозиції). Значною проблемою є також відсутність подвійного лістингу акцій на українських фондових біржах. Допуск акцій українських емітентів, що перебувають в лістингу закордонних бірж сприяв би появі на ринку більш якісних та надійних інструментів і таким чином покращив би ліквідність українського фондового ринку. Ще одним фактором є вихід з українського фондового ринку усіх іноземних посередників та інвесторів (поки що залишаються російські посередники, але навіть вони починають залишати український ринок). Крім того, негативним аспектом є досить велика кількість емітентів на ринку, що пояснюється дуже м'якими вимогами для лістингу. Наслідок – велика кількість фінансових інструментів сумнівної якості (із 10 компаній, що входять до індексу Української біржі, фінансова звітність лише 3 перевірена міжнародними аудиторськими компаніями, у 2 не працюють веб-сайти, а у однієї його взагалі немає). Також слід зауважити, що емітенти фактично не несуть відповідальності за невчасне розкриття інформації (подання звітів). Виникає ситуація, коли деякі емітенти роками платять незначні штрафи і не публікують звіти.

Окремою проблемою на шляху розвитку українського фондового ринку є недосконалість правової системи, існуючого законодавства та державного регулювання діяльності фондового ринку: значні законодавчі перешкоди на шляху проведення IPO (емісія може бути заблокована або не зареєстрована); відсутність закону про деривативи (наприклад, різні типи опціонів реєструються в НКЦПФР і в Міністерстві економіки); недостатній рівень захисту прав міноритаріїв. А також корумпована судова система (траплялись випадки, коли суди приймали рішення, що дозволяли емітентам не сплачувати купон за облігаціями) та ризики рейдерського захоплення підприємства (впливає з попереднього пункту).

Отже, на основі проведеного аналізу сформульовано висновок про те, що перспективи українського фондового ринку залежатимуть від вирішення перелічених вище проблем навіть більшою мірою, ніж від макроекономічної ситуації. Взагалі, настільки різкий спад українського фондового ринку протягом останніх років не мав фундаментальних причин. Тому можна сказати, що зараз український ринок має великий потенціал зростання і ситуація значною мірою залежить від того, чи вдасться регулюючим органам впровадити правила, що дозволять пожвавити український фондовий ринок за бодай частково вирішити його головну проблему – низьку ліквідність. При позитивному сценарії (наприклад, буде введено подвійний лістинг та матимуть місце інші позитивні зрушення у регулюванні ринку) та відновленні повільного зростання світової економіки можливе зростання фондового ринку навіть до 20 – 30% за рік. При негативному сценарії (відсутність будь-яких дій з боку держави, спрямованих на стимулювання фондового ринку) ситуація на ринку погіршуватиметься, середньодобова вартість торгів продовжить скорочуватись.

#### Джерела та література:

1. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/about/description/mission>
2. B. Mark Smith. A History of the Global Stock Market / B. Mark Smith. – MIT Press. – 2003. – 350 p.
3. Національний депозитарій України [Електронний ресурс] – Режим доступу : [http://csd.ua/index.php?option=com\\_content&view=article&id=77&Itemid=27&lang=ua](http://csd.ua/index.php?option=com_content&view=article&id=77&Itemid=27&lang=ua)
4. Закон України Про депозитарну систему України [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>
5. Реєстр ліцензованих учасників фондового ринку [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.nssmc.gov.ua/fund/registers/exchange>
6. Українська біржа – актуальні дані [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.ux.ua/ru/marketdata/marketresults.aspx>
7. Фондова біржа ПФТС [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.pfts.com/uk/trade-results/?reportday=01.04.2013>
8. Фондова біржа «Перспектива» [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://fbp.com.ua/Trade/VolumeOfTrade.aspx?fondsfrom=01.04.2013%20:00:00&fondsto=26.04.2013%20:00:00&stockfrom=29.04.2013%20:00:00&stockto=29.04.2013%20:00:00>
9. Київська міжнародна фондова біржа [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.kise.com.ua>
10. Богуля Д. В. Проблеми і перспективи розвитку фондового ринку України / Д. Богуля // [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://libfor.com/index.php?newsid=1352>

11. Государство будет заманивать инвесторов на биржи низкими налогами / Дзеркало тижня // [Електронний ресурс] – Режим доступу : [http://zn.ua/ECONOMICS/gosudarstvo\\_budet\\_zamanivat\\_investorov\\_na\\_birzhe\\_nizkimi\\_nalogami.html](http://zn.ua/ECONOMICS/gosudarstvo_budet_zamanivat_investorov_na_birzhe_nizkimi_nalogami.html)
12. Національна фондова біржа Австралії [Електронний ресурс] – Режим доступу : [http://www.nsga.com.au/about/about\\_nsga](http://www.nsga.com.au/about/about_nsga)
13. Індекс інвестиційної привабливості за оцінкою ринку акцій Австралії [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://au.spindices.com/indices/equity/sp-asx-200>
14. Огляд позабіржового ринку деривативів Австралії [Електронний ресурс] – Режим доступу : [http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/REP158\\_SurveyOfTheDerivatives.pdf/\\$file/REP158\\_SurveyOfTheDerivatives.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/REP158_SurveyOfTheDerivatives.pdf/$file/REP158_SurveyOfTheDerivatives.pdf)
15. Австралійський ринок цінних паперів, статистичні дані за минулі роки [Електронний ресурс] – Режим доступу : [http://www.asx.com.au/research/historical\\_equity\\_data.htm](http://www.asx.com.au/research/historical_equity_data.htm)
16. Free-Float Methodology – Investopedia [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.investopedia.com/terms/f/freefloatmethodology.asp>
17. Українська біржа – Список акцій для расчета Индекса [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://fs.ux.ua/files/59>
18. Фондова біржа ПФТС – Індеси акцій [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.pfts.com/uk/shares-indexes/>
19. Українська біржа – Період с 01.05.2013 по 11.06.2013 [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.ux.ua/ru/marketdata/marketresults.aspx>
20. A Comparative Analysis of Stock Price Behavior on the Bombay, London, and New York Stock Exchanges / Journal of Financial and Quantitative Analysis // Volume 12 / Issue 03 / September 1977, pp 391-413.
21. Українська біржа – Биржевой список [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.ux.ua/ru/issues.aspx>
22. Українська біржа – Інформація о торгах акциями из индексной корзины [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.ux.ua/ru/marketdata/>
23. Yahoo Finance [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://finance.yahoo.com/>
24. Українська біржа Історія значень Индекса українських акцій по дням [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.ux.ua/ru/index/stat/dailyhistory.aspx?code=UX>
25. S&P/ASX 200 Historical prices [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EAXJO+Historical+Prices>
26. The World Economic Outlook [Електронний ресурс] / International Monetary Fund // – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/weodata/index.aspx>
27. The Internationalisation of Stock Markets and the Abolition of U.K. Exchange Control / Mark P. Taylor and Ian Tonks // The Review of Economics and Statistics Vol. 71, No. 2. – The MIT Press. – May, 1989. – pp. 332-336.
28. International Transmission of Stock Market Movements / Journal of Financial and Quantitative Analysis / Journal of Financial and Quantitative Analysis/ Volume 24 / Issue 02 / June 1989, pp 241-256.
29. Historical Stock Data [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.stockhistoricaldata.com/>
30. Індекс ПФТС [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.pfts.com/uk/shares-indexes/?firstDate=01.10.2001&lastDate=30.06.2013>
31. Index Mundi [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.indexmundi.com/g/r.aspx?v=66>

Аметова Е.Е., Артюхова І.В.

УДК 65.290

## ЗАСОБИ ФІНАНСОВОЇ СТРАТЕГІЇ ПІДПРИЄМСТВА

*Анотація.* У статті досліджується сутність стратегічного управління фінансами підприємства як найважливішої складової забезпечення конкурентних переваг в процесі реалізації стратегічних цілей його економічного розвитку та визначені засоби поліпшення фінансових показників підприємства.

У результаті дослідження обґрунтовується ефективність застосування фінансової стратегії на підприємстві. Відзначено, що її перевага полягає в ефективному формуванні та використанні фінансових ресурсів. У процесі дослідження виявлено найбільш ефективні напрями інвестування, що засноване на оперативному вивченні взаємозв'язку і залежності між обсягом виробництва, витратою і виручкою. Таким чином, на підставі одержуваної інформації можна приймати ефективні управлінські рішення.

**Ключові слова:** фінансова стратегія, прогнозування, планування, фінансові ресурси, баланс підприємства

*Аннотация.* В статье исследуется сущность стратегического управления финансами предприятия как важнейшей составляющей обеспечения конкурентных преимуществ в процессе реализации стратегических целей, его экономического развития и определены средства улучшения финансовых показателей предприятия.

В результате исследования обосновывается эффективность применения финансовой стратегии на предприятии. Отмечено, что ее преимущество заключается в эффективном формировании и использовании финансовых ресурсов. В процессе исследования выявлены наиболее эффективные