

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ АНАЛІЗУ РОЗВИТКУ ФОНДОВОГО РИНКУ В КОНТЕКСТІ ІНСТИТУЦІЙНИХ ЗМІН

БОЛДУЄВА О. В.

кандидат економічних наук

Запоріжжя

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

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

Дослідженню різних аспектів функціонування фондового ринку в рамках неокласичної парадигми і на основі методології системного аналізу присвячено значну кількість робіт зарубіжних і вітчизняних вчених. В останні п'ять років суттєво розширився аналіз інституціональних аспектів функціонування фондового ринку. Тенденції розвитку світового фінансового ринку, міжнародного ринку капіталу досліджували Бестужева С. В., Васильчук І. П., Дубик В. Я., Загоруйко В. В., Затварська О. О., Коваленко В. В., Косинський Р. В., Криштопа І. В., Михасюк І. Р., Стукало Н. В., Шатковська А. О., Юрій Е. О. та ін., аналіз глобалізаційних аспектів розвитку фондового ринку і його інститутів представлений в роботах

Клименко В. В., Картунова Г. Г., Кужелева М. О., Любохинець Л. С., Свічинського М. М. та ні.

Мета статті – побудувати структурно-логічну схему аналізу основних структурних характеристик фондового ринку й розробити систему узагальнюючих показників його функціонування.

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

Таблиця 1

Система індикаторів розвитку фондового ринку
(за їх групами)

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

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

- ✦ показники інвестиційної якості (ємність фондового ринку, ліквідність, прибутковість, волативність, оцінка вартості фінансових активів (з точки зору їх справедливого оцінювання від-

повідно з гіпотезою ефективності ринку), зростання інвестицій);

- ✦ показники структури ринку (концентрація ринку, структура ринку за різними критеріями);
- ✦ показники динамічності фондових ринків (темпи зростання індивідуальних індикаторів розвитку фондових ринків, темпи зростання агрегованих індикаторів розвитку фондових ринків).

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

- ✦ індикатори рівня транспарентності;
- ✦ показники відкритості (табл. 2);

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

Таблиця 2

Показники відкритості

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

Таблиця 3

Фінансовий розвиток і політичний ризик

Показник	Опис показника
1	2
Співвідношення приватного кредиту до ВВП	Кредит приватному сектору являє собою фінансові ресурси, які передані приватному сектору, такі як позики, торговельні кредити та інші платежі, які можуть бути отримані, тобто являють собою вимогу про сплату. <i>Джерело:</i> World Bank Development Indicators
Оборот ринку цінних паперів	Співвідношення цінних паперів які продаються до ринкової капіталізації. <i>Джерело:</i> Standard and Poor's / International Finance Corporation's Emerging Stock Market Factbook
Масштаб ринку цінних паперів	Співвідношення капіталізації ринку цінних паперів до ВВП. <i>Джерело:</i> Standard and Poor's / International Finance Corporation's Emerging Stock Market Factbook
Якість інститутів	Сума компонентів, що включаються в політичний ризик з міжнародного довідника ризику країни. PRS оцінює закон і порядок окремо, вважаючи, що кожен з компонентів може приймати значення від 0 до 3. Субкомпонент Закон – це оцінка сили і неупередженості правової системи, тоді як Порядок – це оцінка дотримання суспільством законів. Таким чином, країна може мати високий рейтинг (3,0) з точки зору оцінки правової системи, але низький рейтинг (1,0), якщо закони не виконуються

1	2
Показник закону про інсайдерську торгівлю	Bhattacharya і Daouk [4] вперше оцінили роботу над законами про інсайдерську торгівлю в якості показників
Рейтинг політичного ризику	Оцінюється PRS (Political Risk Service). Приймає значення від 0 (високий ризик) до 100 (низький ризик). Рейтинг ризику – це комбінація 12 компонентів. Джерело: Міжнародний довідник ризику країни (International Country Risk Guide).
Інвестиційний профіль	Це показник ставлення уряду країни до внутрішніх інвестицій. PRS визначає інвестиційний профіль що складається з 3 компонентів: 1) ризик експропріації або життєстійкості контрактів; 2) затримки платежів; 3) репатріація прибутку. Кожен компонент розраховується за шкалою від 0 (дуже високий ризик) до 4 (дуже низький ризик)

3. Індикатори фінансової глобалізації та фінансової залученості національних фінансових ринків, які характеризують такі чотири напрями розвитку: фінансова відкритість; фінансова інтеграція; ступінь залученості; індикатори ступеня інтегрованості розвинених ринків.

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

Більшість дослідників підкреслюють важливість фінансової системи в мобілізації заощаджень, розподілі капіталу, посилення корпоративного контролю та управління ризиками. Більш того, у деяких концепціях обґрунтовуються положення про те, що великі й найбільш ефективні фондові ринки прискорюють економічне зростання. Зокрема, Levine Ross і Sara Zervos [5] досліджують залежність між розвитком фондового ринку та довгостроковим економічним зростанням.

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

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

Усі макроекономічні показники можуть бути розділені на три групи по їх зв'язку з поточним станом економіки: запізнілі, випереджаючі, синхронні. Макроекономічні змінні можуть бути також класифіковані залеж-

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

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

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

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

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

Проте, на рівень цього показника впливає не лише поточна макроекономічна ситуація, а й темп зростання прибутку компаній. Отже, зміни в рівні цього показника свідчать про зміни очікувань інвесторів щодо темпів зростання прибутку. У цьому випадку якщо ціна акції зростає при стабільному E (чистий прибуток на 1 акцію), то в цілому співвідношення ціна/дохід (P/E) зростає, і це свідчить про очікування зростання прибутку в майбутньому. В аналізі цей показник порівнюється зі середньогалузевим значенням і динамікою середнього P/E ratio для ринку.

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

3. Фондові індекси. Їх аналіз за економічним змістом – це аналіз динаміки прибутковості ринку акцій за

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

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

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

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

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

ВИСНОВКИ

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

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

ЛІТЕРАТУРА

1. Норт Д. Институциональные изменения рамки анализа / Д. Норт // Вопросы экономики. – 2003. – № 3. – С. 9 – 16.

2. Bekaert G. Chronology of Important Economic, Financial and Political Events in Emerging Markets / G. Bekaert, C. Harvey [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http // www.duke.edu/~charvel/chronology.htm](http://www.duke.edu/~charvel/chronology.htm).

3. Bekaert G. Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets / G. Bekaert // World Bank Economic Review. – 2007. – № 9. – С. 75 – 107.

4. Bhattacharya U. The World Price of Insider Trading / U. Bhattacharya, H. Daouk // Journal of Finance. – 2008. – № 57. – P. 75 – 108.

5. Levine Ros. Stock Market Development and Long-Run Growth / R. Levine, S. Zervos // World-Bank-Economic Review. – 2002. – № 10(2). – P. 323 – 339.

6. Мертенс А. В. Инвестиции : Курс лекций по современной финансовой теории / А. В. Мертенс. – К. : Киевское инвестиционное агентство, 2003. – 261 с.