

## **МЕХАНИЗМ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ НЕСТАБИЛЬНОСТИ**

***И.В. ШКОДИНА***

*Харьковский институт банковского дела Университета банковского дела  
Национального банка Украины,  
г. Харьков, Украина*

### **ВВЕДЕНИЕ**

Механизм функционирования фондового рынка, представляющий собой сочетание рыночного, государственного и международного регулирования, испытывает коренные изменения, вызванные мировым финансовым кризисом. Основная причина кризиса – нарушение соответствия между самоорганизацией и организацией финансового рынка, как на уровне рынка, государства, так и на международном уровне. Разбалансированность механизма функционирования фондового рынка привела к падению фондовых индексов большинства стран. В 2008 году это в среднем составило 46%: исландский OMX Iceland 15 упал на 94,4%, кипрский FTSE/CySE20 – на 77%, немецкий DAX – на 45%, американский Dow Jones – на 36%, Nasdaq – на 43%, S&P 500 – на 37,16%. Наименьшее снижение ощутил индекс London Stock Exchange (FTSE 100) –31,3% и японский Nikkei 225 – 28% [7, 8, 10]. Эксперты констатируют, что первоначальные оценки влияния финансового кризиса на мировую экономику были чрезвычайно оптимистичными. МВФ постоянно понижает темпы роста мировой экономики, глубину и масштабы кризиса, время выхода конкретных стран из рецессии.

В наибольшей степени от финансового кризиса пострадали фондовые рынки развивающихся стран, на которых инвесторы понесли до 57% убытков по своим инвестициям [10]. Индекс российского фондового рынка РТС упал на 72,41%, украинский ПФТС – на 76,29% [5, 6]. Развивающиеся страны всегда были и остаются зоной повышенной финансовой нестабильности, поскольку основные их проблемы – это проблемы догоняющего, зависимого, периферийного развития. Процессы глобализации только усиливают диспропорциональность развития национальных финансовых рынков, что также является формой проявления финансовых кризисов.

Одной из главных причин кризиса является то, что мировая финансовая архитектура коренным образом изменилась под влиянием глобализации, а методы регулирования остались прежними, что приводит к снижению эффективности механизма функционирования фондовых рынков, невозможности регулирующих органов и самих рыночных субъектов эффективно осуществлять хозяйственную деятельность.

Следовательно, изучение причин кризиса на фондовых рынках мира, тенденций его развития является важным для прогнозирования и смягчения негативных последствий, а также для разработки рекомендаций относительно реформирования механизма функционирования всего финансового сектора мировой экономики.

Научно-практическая актуальность темы определила цель работы – выявление основных тенденций развития механизма функционирования фондового рынка, формирующихся под влиянием мирового финансового кризиса, определение проблем его развития и направлений регулирования.

### **РЕЗУЛЬТАТЫ И ИХ ОБСУЖДЕНИЕ**

Современное развитие международной экономики характеризуется рядом тенденций. К ним относятся: значительное расширение финансовых рынков, возрастание объемов торгов на валютных рынках и рынках капитала, технологическая революция, ставшая причиной коренных изменений в производстве, торговле и в финансовом секторе. Наибольшую угрозу глобализация представляет для развивающихся стран, так как именно они испытывают острый недостаток в инвестициях, хозяйственной инфраструктуре, человеческом капитале т.д. В тоже время выигрывают от глобализации развитые страны: на 20% населения мира, которое проживает в экономически раз-

витых странах, приходится 86%, а на беднейшие 20% – только 1% мирового ВВП. Глобализация усиливает процесс социальной поляризации населения - за последние 20 лет различия в доходах среднестатистического богача и бедняка увеличилось на \$880 и продолжает неуклонно возрастать.

Поскольку процесс глобализации наиболее динамично происходит в финансовой сфере, то наибольшую зависимость от мировой конъюнктуры ощущают именно финансовые рынки.

В последнее время прослеживается синхронность колебания финансовых рынков, усиление взаимозависимости, волновой характер конъюнктуры и наличие длинных циклов в развитии фондового рынка, жесткая обусловленность его движения циклами развития мировой экономики. Учитывая цикличность развития, усиление взаимозависимости (глобализации) финансовых рынков, можно констатировать, что начало XXI в. характеризуется масштабным понижением развития экономик, и, как следствие, фондовых рынков. Кризисы 1998г., 2001г. и современный кризис 2008г. являются тому ярким подтверждением.

Следствием финансовой глобализации является не только цикличность возникновения финансовых кризисов, но и увеличение влияния этих кризисов на другие страны, особенно развивающиеся, что порождает потенциальную угрозу для развития их национальных экономик. В 2008 г. волатильность на развивающихся рынках была намного выше, чем на развитых: индекс развивающихся рынков MSCI в среднем в 1,7 раза превысил по степени волатильности индекс S&P 500 [10].

В 2007 году экономический рост мировой экономики происходил за счет развивающихся стран: Россия, Китай и Индия обеспечили половину прироста мирового ВВП. В тоже время начали зарождаться негативные тенденции, проявившиеся в замедлении экономического роста в развитых странах: в США ВВП снизился до 2,2%, по сравнению с 3,2% в течение 2004-2006 гг., в Японии до 2,1%, по сравнению с 2,4% в 2006 году, в ЕС до 2,7%, по сравнению с 2,9% [1]. Замедление экономического развития США и глобальная финансовая нестабильность существенно повлияли на развитие мировой экономики в конце 2007 г., а в 2008г. финансовый кризис охватил экономики почти всех стран. Современный кризис является более масштабным и глубоким за последние десятилетия, а, по мнению многих экспертов, даже более тяжелым, чем кризис 1929-1932 гг.

Создание в Украине рыночной инфраструктуры постепенно приводит, с одной стороны, к интеграции отечественного финансового рынка в мировой, что, безусловно, оказывает положительное влияние на формирование рыночной экономики, а с другой - увеличивает его зависимость от мирового финансового рынка. Мировой финансовый кризис 1998 г. проявился на украинском финансовом рынке, несмотря на то, что в то время он еще не был достаточно интегрирован в мировой. Фондовый индекс ПФТС понизился с 40 до 16,5 пунктов, месячные объемы торгов акциями упали с 30-50 млн грн. в 1997 года до 5 млн грн. в сентябре 1998 года, девальвация гривны составила 60% [5].

Учитывая цикличность развития, снижению фондовых индексов предшествует значительное их повышение, поэтому, на наш взгляд, первые признаки мирового финансового кризиса Украина начала ощущать еще во второй половине 2007 года, когда в результате ипотечного кризиса в США американские и европейские фондовые рынки падали и инвесторы начали активно вкладывать средства в развивающиеся рынки. Украину захлестнул поток спекулятивного капитала, в результате чего индекс ПФТС за 2007 г. возрос на 135,4 % (с 498,86 до 1174,02 пункта), уступив по доходности только китайскому рынку [5]. Своего максимума индекс достиг 15 января – 1208,61 пункта. Многим тогда казалось, что это было положительное влияние глобализации.

Основной фундаментальной чертой фондового рынка Украины является нулевая или отрицательная реальная доходность бумаг (акций), а значит, абсолютное преобладание спекулятивного, основанного на динамике котировок, стимула инвестирования в корпоративные бумаги. В Украине выплата дивидендов вообще не типичное явление для компаний, как с концентрированной, так и с распыленной собственностью. Большинство компаний с концентрированной собственностью («Индустриальный союз Донбасса», «Приват», «Галнефтегаз» и др.) нацелены не на получение дивидендов, а на обеспечение долгосрочного роста, поэтому прибыли реинвестируются. Анализ дивидендных выплат свидетельствует о том, что они могут выступать либо элементом предпродажной подготовки (акционеры «Запорожстали» приняли решение выплатить за 2007 г. 554 млн грн. дивидендов для повышения ликвидности акций), либо источником финансирования материнских компаний (акционеры «Арселормитталл Кривой Рог» приняли решение о выплате 5,8 млн грн. за 2007 г. для того, чтобы перенаправить денежные потоки на другие проекты) [2, с.43].

В Украине отсутствует связь между эффективностью компаний и движением стоимости эмитированных ими ценных бумаг, поскольку фондовый рынок не рассматривается как источник привлечения инвестиций. Отечественный фондовый рынок характеризуется низкой информационной прозрачностью, подверженностью манипуляциям и махинациям, отсутствием эффективной системы защиты прав инвесторов, неразвитостью правовой базы и механизмов разрешения корпоративных конфликтов, что является барьером для привлечения серьезных институциональных инвесторов.

Участники фондового рынка считали, что кризис не затронет Украину, и фондовый рынок не пострадает. Хотя еще в мае 2008 г. рейтинговое агентство Fitch, проанализировав 73 страны, поставило Украину на второе место среди государств с наибольшим риском макроэкономической нестабильности. А в июне Всемирный Банк в своем докладе «Финансирование Глобального Развития 2008» внес Украину вместе с Россией и Казахстаном в список стран, которые рискуют больше всех пострадать от мирового финансового кризиса.

К сожалению, эти прогнозы осуществились: индекс ПФТС в 2008 году упал на 74,33%, с 1 174,02 до 301,42 пунктов [5]. Лидерами падения стали акции металлургической, электроэнергетической и химической отраслей. Это падения больше, чем в других развивающихся странах. Согласно рейтингу Standart&Poor's, индекс S&P Frontier Composite USD, рассчитываемый для группы Frontier, к которой относятся рынки 24 стран, включая Украину, снизился на протяжении 2008 года на 55,88% с 406,10 до 179,15 пунктов. Индекс S&P Frontier – Ukraine USD, рассчитываемый за данными ПФТС, снизился на протяжении 2008 года на 82,19% с 551,30 до 98,19 [5]. Все это происходит на фоне сильнейшей за последние годы инфляции: за 2008 год украинская гривна обесценилась на 42% (сильнее гривны упала лишь исландская крона 45,9%).

Устойчивый тренд вниз фондового рынка Украины наметился в июле под влиянием негативной мировой конъюнктуры (рецессия экономик США и Европы, падение цена на нефть, военный конфликт между Россией и Грузией, др.). Стремительный обвал рынка произошел в сентябре, когда было объявлено о банкротстве Lehman Brothers. В начале сентября руководство ФБ ПФТС было вынуждено впервые после политического кризиса осени 2004 г. пойти на беспрецедентные мероприятия - полностью остановить торги на бирже [5]. Такое решение было вызвано катастрофическим обвалом котировок всех ликвидных акций ПФТС. Остановка торгов не допустила значительного падения рынка, тем не менее, после восстановления торгов индекс снова начал падать.

Практика остановки торгов на фондовых биржах известна давно. Еще в 1873 году из-за краха финансовой компании Jay Cooke&Company биржи впервые остановили торги. Потом торги останавливались в 1914 году (Первая мировая война), 1933 г. (депрессия в США), 1963 г. (убийство Д.Кеннеди), 2001 г. (атака террористов на Нью-Йорк и Вашингтон). Закрытие торгов для недопущения паники на бирже применяют многие страны и в современных условиях финансовой нестабильности. В России ФСФР изменила правила остановки торгов – раньше торги останавливались автоматически, если стоимость ценных бумаг изменялась в любом направлении более чем на 5%. Сейчас при увеличении индекса более чем на 10% или при снижении более чем на 5% торги останавливаются не менее чем на час; при увеличении индекса более чем на 20% или при снижении более чем на 10% – до окончания следующего торгового дня или решения регулятора [6]. Тем не менее, данные мероприятия малоэффективны, поскольку имеются возможности осуществлять торги с ценными бумагами на торговых площадках других стран.

Таким образом, можно утверждать, что в начале 2009 года украинский фондовый рынок уже достиг дна, или очень близок к нему. На нем крайне мало покупателей, краткосрочные инвесторы покидают рынок из-за высоких рисков. Вследствие этого показатель P/E индекса ПФТС (соотношение суммарной капитализации компаний, акции которых включены в индекс ПФТС, к прогнозируемой прибыли данных эмитентов) составляет около 5, то есть акции становятся привлекательными для долгосрочного инвестирования. При данной ситуации появляется возможность для концентрации довольно больших пакетов акций с целью их перепродажи нерезидентам, поскольку они не заинтересованы в покупке незначительных по объемам пакетов акций. Именно приход на рынок иностранных инвесторов стал причиной роста рынка в 2007 году. Тем не менее, для эффективного долгосрочного развития рынка необходимо привлекать не спекулятивно настроенных инвесторов, а институциональных инвесторов, поведение которых характеризуется долгосрочными стратегиями. А для этого необходимо осуществить концептуальное реформирование всей системы регулирования отечественной экономики, поскольку сегодня государственные органы не прини-

мают эффективных мер по преодолению экономического кризиса.

События в мире доказывают необходимость пересмотра экономической модели управления экономикой. Анализ антикризисных мероприятий, предлагающихся в Украине, дает возможность утверждать, что они подобны тем, которые были использованы в других странах. Но, учитывая деструктивную роль государства, вследствие сращивания власти и бизнес-структур, государственная стратегия направлена на содействие частному бизнесу в привлечении денежных средств, протекционизму и защите местных олигархов. Деформированная антикризисная программа характеризуется:

- существованием противоречий во взглядах и действиях представителей ведущих политических сил, которые даже в моменты острого финансового кризиса не хотят объединить усилия ради преодоления его последствий, а стараются максимально использовать кризис для увеличения личного богатства и получения политических дивидендов;

- в Украине существует несколько центров влияния на принятие решений, вследствие чего государство почти не способно обеспечить реализацию комплексных и непопулярных среди населения решений (например, уменьшение социальных выплат, увеличение налогов т.д.);

- Украина не способна аккумулировать финансовые ресурсы, достаточные для реализации действий, предложенных правительствами других стран. Для того чтобы стимулировать развитие финансовых рынков, в мире на начало 2009 года было потрачено приблизительно 4 триллиона долларов США. В январе американское Правительство разработало пакет стимулирующих мероприятий еще на 800 млрд долл., Китай принял программу стимулирования экономики на 4 триллиона юаней (585 млрд долл.), Германия разработала комплекс стимулирующих мероприятий на сумму 50 млрд евро;

- существует желание решить проблемы за счет ресурсов международных финансовых организаций - МВФ и других [3, с.23]. Тем не менее, условия предоставления этих кредитов не всегда позитивно влияют на страну-заемщика. Например, Украина должна сократить государственные расходы, социальные выплаты, ограничив рост заработной платы, целью которых является снижение потребления. В то же время классическим рецептом при рецессии еще со времен кризиса 30-х годов XX ст. остается увеличение государственных расходов, который, кстати, и используют развитые страны.

На наш взгляд, сейчас отсутствует международная структура, которая была бы способна решать проблемы мирового масштаба в кризисных ситуациях. МВФ, Европейский Центробанк и ФРС влияют локально и преследуют свои частные интересы. Отсутствует понимание непосредственного механизма реагирования на кризисные явления в каждой конкретной стране. Капитал давно уже стал интернациональным, а финансовые системы многих стран остаются национальными, в результате чего уменьшается возможность национальных регуляторов влиять на состояние собственных финансовых рынков. К тому же правительство каждой страны, пытаясь защитить национальную экономику, использует протекционистские методы, что только усиливает волатильность финансовых рынков.

Таким образом, основная опасность состоит в том, что методы саморегулирования и регулирования фондового рынка на национальном и международном уровне перестают соответствовать возрастающему уровню развития и интеграции финансовых рынков, результатом чего и стал современный финансовый кризис.

Интеграционные тенденции приобретают качественно новое содержание. Происходит формирование новой структуризации системы международных связей: вместо монополярности экономики (постепенная потеря США статуса сверхдержавы) возникают горизонтальные взаимосвязи, в которых отсутствует единый управляющий орган и существует множественность центров управления (США, Евросоюз, Китай, Россия и др.). Создание новой организации мировой экономики с горизонтальными взаимосвязями между ее участниками приведет к увеличению эффективности функционирования экономики за счет самоорганизации внутренних элементов системы. Отсутствие иерархичной взаимоподчиненности элементов мирового финансового механизма приведет к тому, что все члены международного сообщества будут нести ответственность за состояние дел на мировом финансовом рынке.

Глобальная перспектива финансового обустройства – это возрастающая самоорганизация, самодостаточность каждого субъекта мирового процесса. Современные мировые тенденции развития утверждают новые ценности – на основе принципов не только централизации, но и децентра-

лизации, не только организации, но и самоорганизации. Действующая мировая финансовая система, ее функциональная инфраструктура не успели адаптироваться к этой новации, что и привело к истокам современного мирового кризиса.

## ВЫВОДЫ

Эффективность механизма функционирования фондового рынка в условиях нестабильности будет зависеть от возможностей создания архитектуры мирового финансового рынка, основанной на самоорганизации и организации, адекватной требованиям глобализации. Интеграционные тенденции украинского фондового рынка обусловлены внутренними институциональными особенностями рынка. Неэффективность национальной экономики, неразвитость и деформированность рыночных механизмов и самого фондового рынка болезненно реагируют на изменения мировой хозяйственной конъюнктуры. Падение отечественного фондового рынка, прежде всего, связано с низкой ликвидностью рынка, высокими внутренними рисками, в том числе и политическими, большой долей спекулятивного капитала. Определяющими факторами, послужившими падению рынка, явились новости на международных фондовых площадках, и в первую очередь падение индексов бирж США и России. На украинском рынке динамика индекса Dow Jones оказывается более информативным фактором, нежели динамика макроэкономических показателей в своей стране (ВВП, инфляция и т.д.; не говоря уже о перманентной политической нестабильности). Кроме того, для большинства нерезидентов именно американские индексы служат ориентирами стратегии в отношении украинских ценных бумаг, поскольку именно они влияют на поведение инвесторов, формирующееся под воздействием информации с мирового, а не своего фондового рынка.

Институциональные особенности украинского фондового рынка приводят к тому, что кризисные явления на нем лишь косвенно угрожают стабильности экономики, поскольку фондовый рынок не связан с реальным сектором экономики, в нем не отражаются макроэкономические параметры развития страны. Поэтому существующая ситуация на рынке не может вызвать необходимую трансформацию, разве только дальнейшую консервацию неэффективных институтов внутри национальной экономики, что приведет к дальнейшей изоляции фондового рынка Украины. При разработке путей преодоления отрицательных последствий мирового финансового кризиса, Украине следует учитывать современные тенденции развития мировой экономики.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Обзор ООН «Мировое экономическое положение и перспективы на 2009 год» / [Электронный ресурс] – Режим доступа: [www.un.org/esa/policy/wess/wesp.html](http://www.un.org/esa/policy/wess/wesp.html)
2. Пархомчук, Д. Не время платить по счетам / Д. Пархомчук // Инвестгазета. – 2008. – №41. – С.40 – 45.
3. Теценко, Б. Посткризисовий фінансовий ринок: нова ідеологія державної політики / Б. Теценко // Цінні папери України. – 2008. – № 43. – С.22 – 23.
4. Хайек, Ш. Признаки силы / Ш. Хайек, Д. Ярош.// Инвестгазета. – 2008. – №41. – С.25 – 31.
5. [www.pfts.com](http://www.pfts.com) – сайт Фондовой биржи ПФТС.
6. [www.rts.tu](http://www.rts.tu) – сайт Фондовой биржи РТС.
7. [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com) – сайт London Stock Exchange
8. [www.nyse.com](http://www.nyse.com) - сайт NYSE
9. [www.ssmc.gov.ua](http://www.ssmc.gov.ua) – сайт Государственной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку Украины
10. [www.k2kapital.com](http://www.k2kapital.com) - сайт ООО «K2Капитал»

## THE MECHANISM OF FUNCTIONING OF THE STOCK MARKET IN CONDITIONS OF INSTABILITY

### I. SHKODINA

#### *Summary*

The mechanism of functioning of the share market in conditions of instability is considered, which efficiency will depend on an opportunity of creation of architecture of the global financial market based on self-organizing and organization, adequate to the requirements globalization.

The basic tendencies of development of the stock market of Ukraine formed under influence of world (global) financial crisis are investigated.

*Поступила в редакцию 13 октября 2009г.*