



УДК 336 + 339.9

ІНТЕГРАЦІЯ РИНКІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ КРАЇН, ЩО РОЗВИВАЮТЬСЯ, ТА РОЗВИНЕНИХ КРАЇН

Ростислав Гнатюк

*Львівський національний університет імені Івана Франка
79008 м. Львів, проспект Свободи, 18
E-mail: ross.hnatyuk@gmail.com*

Досліджено тенденції інтеграції ринків цінних паперів країн, що розвиваються у міжнародний ринок цінних паперів. Розглянуто основні характеристики синхронізації фондових ринків цих країн з фондовими ринками розвинених країн. Визначено особливості інтеграції ринку цінних паперів України у світовий ринок цінних паперів.

Ключові слова: інтеграція, ринок цінних паперів, міжнародний ринок цінних паперів, інтеграція ринків цінних паперів.

Постановка проблеми. Фондові ринки розвинених країн еволюціонують. Вони характеризуються лібералізацією фінансових операцій, усуненням обмежень щодо міжнародного руху капіталу, розвитком новітніх фінансових продуктів, а також гармонізацією процесуальних норм, правил, політики та корпоративного управління. Проте разом з ними еволюціонують і фондові ринки країн, що розвиваються: лібералізація тут зумовила появу значних потоків фінансових інвестицій, що викликані бажанням інвесторів отримати вищу віддачу на свої інвестиції та диверсифікувати ризики [1]. Тут, власне, і виникає питання: чи стали фондові ринки окремих країн більш інтегрованими? Якщо так, то це сприятиме швидкому внутрішньому розвитку міжнародного ринку цінних паперів: передачі цінного досвіду між країнами, уніфікації їхніх стандартів регулювання та, зрештою, розвитку нових інституцій. Питання щодо інтеграції та глобалізації міжнародного фондового ринку є далеко не нове. Проте, незважаючи на це, економістами так і не створено всеосяжної теорії, що пояснювала б механізм та причини цих процесів.

Метою даної роботи є визначення розуміння інтеграції міжнародного ринку цінних паперів та визначення її основних тенденцій.

Виклад основного матеріалу. Варто перш за все відзначити, що ж мають на увазі під інтеграцією фондових ринків. В загальному розумінні, мається на увазі спільний рух цін на фінансові активи кількох ринків, спільні “злети” і “падіння”, що знаходять відображення у коливаннях біржових фондових індексів та інших показників.

Проведені раніше дослідження у цілому підтверджують існування певного спільного руху деяких фондових ринків: більшість з цих досліджень зосереджувались на інтеграції ринків Америки, Європи та Азії. Зокрема, Еун та Шім виявили, що США є важливим чинником глобалізації. Вони є лідером, який визначає тренд для фондових ринків таких країн, як Австралія, Канада, Франція, Німеччина, Гонконг, Швейцарія, Японія та Великобританія. Подібне дослідження здійснили



Чунг та Мек, які дійшли висновку про те, що США є важливим чинником глобалізації світової індустрії фондових бірж та є локомотивом цього процесу і, вони, так би мовити, “задають темп” для розвинених країн та країн, що розвиваються. З іншого боку, дослідження деяких економістів підтверджують наявність зворотного явища, а саме: відсутність залежності не лише між розвиненими країнами та країнами, що розвиваються, а й навіть між самими розвиненими країнами [2].

П'ю Сан Там та інші спробували побудувати єдину модель інтеграції та глобалізації міжнародного ринку цінних паперів. Вони використали інформацію про фондові ринки 51 розвинутої країни та країн, що розвиваються і дійшли висновку про те, що, як не дивно, міцність досліджуваного зв'язку та рівень інтеграції між країнами різний у різні часові періоди: інколи країни, що розвиваються навіть сильніше пов'язані між собою аніж розвинені країни [1]. Автори вважають, що це спричинено кількома чинниками: власне трансформаційними процесами всередині країн, що розвиваються, а також постійними кризами та зовнішніми політичними, економічними та фінансовими шоками, що надходять до останніх з розвинених країн. Економісти також вважають, що не можна говорити про якийсь єдиний рівень цього виду інтеграції, бо, як показало їхнє дослідження, міцність таких зв'язків залежить далеко не від самого фондового ринку, а передусім від рівня розвитку зовнішньо-економічних зв'язків між країнами та їхніми основними галузями. Підсумовуючи, автори визнають наявність певних проявів інтеграції між досліджуваними країнами, проте міжнародний ринок цінних паперів усе ще далекий від глобалізації у повному розумінні цього слова та повної його інтеграції.

Цікавим є дослідження А. Мубарек, яка обмежила свій аналіз рівнем інтеграції між двома групами країн. З одного боку це були розвинені країни з найпотужнішими фондовими біржами (Великобританія, США, Японія, Німеччина та Франція), а з іншого – країни БРИКС (Бразилія, Росія, Китай, Індія та Південна Африка). Її дослідження показало, що між країнами існує певний взаємозв'язок, але, він різний з плином часу, а коефіцієнт детермінації пояснює лише 30% моделі. Проте, важливішим є те, що дослідник виділила кілька чинників, що мають високу вагу при інтеграції фондових ринків різних країн: абсолютна та відносна величина фондового ринку, імпортна залежність країни розташування, різниця у темпах приросту річного ВВП з плином часу [2]. На її думку, це одні з найважливіших визначників інтеграції фондових ринків.

Є також і інші роботи, що підтверджують подібну тенденцію: Вінг-Кенг Вонг та інші досліджували подібний взаємозв'язок між найрозвиненішими країнами та азійськими країнами, що розвиваються. Вони визначили кілька ланок зв'язків досліджуваного виду інтеграції. Сінгапур і Тайвань мають сильний зв'язок з Японією, тоді як Гонконг краще корелює з США та Великобританією, а Малайзія, Таїланд та Південна Корея взагалі не пов'язані з фондовими ринками розвинених країн [3]. Автори також підтвердили, що міцність досліджуваного зв'язку змінюється з часом, і, більше того, кожна криза значно підвищує незалежність фондових ринків розвинених країн та ринків, що розвиваються: дослідники спостерігали зниження тісноти зв'язку після падіння фондових ринків у 1987 р., а потім ще більше – після азійської кризи 1997 року [3]. Очевидно, що світова фінансова криза 2008 та торгова криза Єврозони сприяли розриву інтеграційних взаємозв'язків між країнами. Світова економіка вже пережила багато криз такого роду. І експерти наголошують, що частота їхньої появи надалі лише збільшуватиметься. За таких обставин, ймовірно,



важко поки що говорити про якусь міцну інтеграцію та глобалізацію міжнародного ринку цінних паперів.

Але тут виникає питання: чи доцільно країнам, що розвиваються взагалі інтегруватись у світову індустрію фондових бірж? Ті, хто дають позитивну відповідь на це запитання, вважають, що цей інтеграційний процес сприяє розвитку не лише фондових ринків цих країн, а й їхніх реальних економік і у підсумку призведе до вирівнювання цін на фінансові активи.

Проте, з іншого боку, є науковці, які вважають, що насправді надто швидке інтегрування ринку цінних паперів країни, що розвивається, може принести більше шкоди їхній реальній економіці, аніж користі [4]. Це пов'язано з тим, що країни цієї групи занадто чутливі до численних фінансових криз, та й взагалі, до будь – яких негативних збурень в економіці: навіть іноді ефемерних та уявних, але які сприймаються інвесторами як справжні. Отож, ця група дослідників стурбована тим, що інтеграція фондових ринків країн, що розвиваються у міжнародний ринок цінних паперів з часом може стати для них просто самоціллю. Це пов'язано з тим, що в сучасних умовах вони дедалі частіше виконують роль донорів світової фінансової системи. Водночас, а розвинені країни використовують надходження капіталу з цих країн виключно у своїх власних цілях. Така небезпека є доволі реальною, особливо якщо врахувати основний недолік фондових ринків країн, що розвиваються – низький захист прав власності та високу залежність бірж від політичних та інформаційних шоків. Відтак, можна стверджувати, що за таких обставин, ринки країн, що розвиваються, яким у більшості властиві недоліки наведені вище, мають тенденцію до формування ціни навіть не стільки на основі попиту та пропозиції скільки на основі інформаційних та політичних шоків. У таких умовах вільний капітал перетікає до розвинених країн. Отже, чи потрібно країнам з ринками, що розвиваються, бути тими хто живить зростання розвинених країн замість стимулювання власних економік?

Дослідження Морка та інших підтверджують тенденцію інтеграції власне країн, що розвиваються: парадоксально, але їхні фондові ринки більш пов'язані між собою, аніж фондові ринки розвинених країн [5]. Автори кажуть, що є і інші чинники, що впливають на посилення інтеграції всередині країн, що розвиваються, але вплив інституційних чинників найбільш вагомий [5]. Серед інших чинників, що впливають на зближення фондових ринків цієї групи країн можна виокремити те, що вони нарощують взаємний зовнішньоекономічний оборот не лише товарів, але й інвестицій [6]. Це зближує їх між собою та все більше зменшує їхню залежність від розвинених країн.

Сучасні тенденції інтеграції, на нашу думку, можуть спричинити революцію на міжнародному ринку цінних паперів. Річ у тім, що розвинені країни вже сьогодні тісно пов'язані між собою невидимим економічними взаємозв'язками. Подібне інтеграційне утворення швидко формується між провідними країнами, що розвиваються. Якщо взаємозв'язок між двома цими системами все більше послаблюватиметься, а всередині “мережевих блоків” він навпаки посилюватиметься, то можна очікувати, що у світі незабаром виникне біполярна система міжнародного ринку цінних паперів: мережа вже сформованих та стабільних фондових бірж США та ЄС, з одного боку, та мережа не таких потужних фондових бірж, які, проте, розвиваються швидкими темпами і пропонують альтернативу інвесторам – як у плані віддачі на інвестиції і рівнях ризику, так і ліквідності та можливого розвитку, – з іншого боку. Така система створила б ще більш напружену конкуренцію поміж



міжнародними фондовими біржами. Але, враховуючи претензійність найпотужніших бірж, питання про те, чи довго змогли б вони утримувати конкурентну перевагу лідера, залишається відкритим.

Рівно як і відкритим залишається питання щодо того, де є місце України у такій новоствореній системі або навіть тій, яка вже функціонує сьогодні. Багато вітчизняних економістів намагалися оцінити рівень розвитку фондового ринку України і запропонувати можливі шляхи його розвитку. Є цілком очевидним, що вітчизняний фондовий ринок поки що не спроможний забезпечити досягнення основної його мети. Такою метою є широке залучення фінансових ресурсів для інвестування інноваційних і інших довгострокових економічних проектів та адекватне встановлення цін на фінансові ресурси в процесі взаємодії попиту та пропозиції, а також захист прав інвесторів та стимулювання конкуренції на ринку. Високі ризики на вітчизняному фондовому ринку сьогодні пов'язані з недосконалою законодавчою базою щодо захисту інвесторів при вкладенні ними коштів у цінні папери, порушенням прав акціонерів, неадекватною дивідендною політикою тощо. Також на цьому ринку виникають проблеми пов'язані з поганою його організацією та непрозорими правилами торгівлі [7]. Усе це породжує проблеми пов'язані з ліквідністю та невеликим обсягом торгів, малою капіталізацією ринку, а також відсутністю відкритого доступу до інформації для потенційних інвесторів.

Розв'язанню цих проблем до певної міри мав би сприяти Закон № 9428 “Про систему депозитарного обліку цінних паперів” від 05.10.2012 [8]. Він передбачає важливе нововведення – створення такого нового інституту, як Центральний розрахунковий центр. Проте, саме цей центр, на думку фахівців, може призвести до державної монополізації послуг розрахунку й клірингу на фондовому ринку. Це лише один з прикладів неефективного прийняття рішень владою України: формально цей Закон спрямований на покращення та стимулювання розвитку вітчизняного фондового ринку, однак насправді він лише уповільнює його функціонування і створює слабкі місця у системі його взаємозв'язків.

Проаналізувавши впливи фінансово – економічної кризи 2008 року на фондовий ринок України, економісти виявили негативні тенденції інтеграції вітчизняного ринку у світову індустрію фондових бірж: з одного боку, доволі вільний доступ великих спекулянтів на фондовий ринок України викликає сильну його залежність від подій на світовому фінансовому ринку, а з іншого – закритість біржової системи та висока вартість входу в неї робить цей ринок недоступним для потенційних малих та середніх неспекулятивних інвесторів. Отже, у випадку навіть мінімальних коливань на світовому ринку, це створює цілу турбулентну бурю волатильності на вітчизняному ринку, а тому його падіння виявляється сильнішим та глибшим, ніж фондових ринків розвинених країн [9]. Ця та інші причини, що були наведені вище, призвели до того, що низка шанованих міжнародних фінансово – аналітичних організацій, на зразок Forbes та Business Insider, поставили фондовий ринок України на друге місце у рейтингу найгірших фондових ринків світу. Останню сходинку у цьому рейтингу посів Кіпр з його падінням банківської системи та фінансовою кризою загалом [10]. Є цілком очевидним, що Україна повинна створити певну модель розвитку ринку цінних паперів, яка враховувала б усі особливості вітчизняної економічної системи. Тоді може з'явитись надія на те, що фондовий ринок України зможе нарешті відновитися і працюватиме на розвиток національної економіки.

Висновки. Розвиток інституцій ринку цінних паперів в сучасних умовах має враховувати потребу якісної інтеграції цих ринків. Існує низка чинників, що



спричиняють такого роду інтеграцію та тих, що зумовлюють зворотній їй процес – дезінтеграцію ринків цінних паперів. Слід зазначити, що інтеграція цих ринків не є абсолютним благом, проте іншого напрямку їх розвитку не існує: лише повна їх інтеграція може забезпечити уніфікацію та стандартизацію міжнародного ринку цінних паперів, а відтак, і найповніше задоволення потреб його учасників.

1. Pui Sun Tam. Rethinking stock market integration: globalization, valuation and convergence/ Pui Sun Tam at all// SFB-649 Economic Risk, Berlin. – 2012. – 052.
2. Asma Mobarek. Global stock market integration and the determinants of co-movements: evidence from developed and emerging countries/Asma Mobarek // Stockholm University Business School Review. – 2012.
3. Wing-Keung Wong. The relationship between stock markets of major developed countries and Asian emerging markets/Wing-Keung Wong //Journal of applied mathematics and decision sciences. – 2004. – Vol. 8, № 4.
4. Ajit Singh. The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets/Ajit Singh//UNCTAD Review. – 1993.
5. Randal Morck. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?/ Randal Morck// Journal of Financial Economics. – 2000. – №58, p. 215 – 260.
6. Eswar Prasad. Financial Markets and Emerging Economies – The Decoupling Debate Is Back!/ Eswar Prasad and M. Ayhan Kose// Foreign Policy Magazine. – 2009, June.
7. Чемодуров О. Розвиток фондового ринку в умовах кризи / О. Чемодуров // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 12. – с. 10–14.
8. Законопроект щодо прийняття Закону України № 9428 “Про депозитарну систему України”. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_2?id=&pf3516=9428&skl=7
9. Васюткіна Н.В. Сучасний стан розвитку фондового ринку України/ Васюткіна Н. В.// Сталий розвиток економіки. – 2012. – №6, с. 286 – 292.
10. Lucas Kawa. The 10 worst performing stock markets in the world./ Lucas Kawa// Business Insider. – 2012. – December 31. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.businessinsider.com/the-worst-stock-markets-of-2012-2012-12?op=1>

INTEGRATION OF SECURITIES MARKETS OF DEVELOPED AND DEVELOPING COUNTRIES

Rostyslav Hnatyuk

Ivan Franko National University of L'viv, Prospekt Svobody 18, UA – 79008, Ukraine

E-mail: ross.hnatyuk@gmail.com

In this article we identify the criterion of national securities market integration across the international securities market. We created an overview of the papers related and outlined the main findings of different scholars who researched the topic. We found that integration of securities market does not always bring improvement: sometimes it might create unnecessary volatility. We conclude that the topic there is still no any other alternative than integration as it is the only way to spur price equilibration, requirements synchronization and overall international securities market development.

Key words: integration, securities market, international securities market, securities market integration.



ИНТЕГРАЦИЯ РЫНКОВ ЦЕННЫХ БУМАГ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН И РАЗВИТЫХ СТРАН

Ростислав Гнатюк

Львовский национальный университет имени Ивана Франко

79008 м. Львов, проспект Свободы, 18

E-mail: ross.hnatyuk@gmail.com

Исследованы тенденции интеграции рынков ценных бумаг развивающихся стран в международный рынок ценных бумаг. Рассмотрены основные характеристики синхронизации фондовых рынков этих стран с фондовыми рынками развитых стран. Определены особенности интеграции рынка ценных бумаг Украины в мировой рынок ценных бумаг.

Ключевые слова: интеграция, рынок ценных бумаг, международный рынок ценных бумаг, интеграция рынков ценных бумаг.

