

УДК 336.763.330

О. В. Копилова

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова,

СУЧАСНІ ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ БІРЖОВОЇ СИСТЕМИ

Розглянуто основні чинники формування Європейського фондового ринку згідно з різними теоріями та проаналізовано їх значення для розвитку фінансових систем. Проаналізовано етапи інтеграції окремих біржових систем та надано рекомендації щодо створення конкурентоспроможного організованого фондового ринку України.

Ключові слова: ринок цінних паперів, інтеграція, біржа.

Інтернаціоналізація інфраструктурних інститутів ринку цінних паперів є логічним процесом, що зародився ще на початку ХХ ст. Хвиля злиттів європейських бірж, як і створення торговельних площадок на міжнародному рівні, не тільки підвищує їх конкурентоздатність, але і найчастіше рятує від краху під натиском більш молодих і гнучких позабіржових торговельних систем (ПТС). Крім того, наявність єдиного організатора торгівлі значно підвищує ліквідність ринку, що особливо актуально у світлі задач і цілей інтеграційних процесів ЄС. Вивчення подібних явищ, їхніх причин і наслідків є перспективним напрямком як теоретичних, так і практичних досліджень. Крім того, багато разів задеклароване прагнення України до вступу в ЄС ставить перед усіма економічними і політичними інститутами ціль гармонізації не тільки законодавства, але й існуючих фінансових систем і процесів.

Аналізуючи літературу, присвячену даній темі, слід зазначити певну фрагментарність досліджень; поодинокі публікації українських авторів (О. Куль, Е. Богачук, Т. Майборода, О. Сохацька) і дослідження російських авторів (О. Хмиз, Б. Рубцов, С. Матросов, М. Фаненко, В. Чингикеев) не дають комплексного уявлення про процеси, що відбувалися під час формування єдиного європейського ринку цінних паперів.

Сучасні тенденції розвинутого організованого ринку характеризуються в першу чергу поєднанням двох типів фінансових систем:

— «німецької», «європейської», «континентальної» (у закордонній і вітчизняній літературі зустрічаються різні варіанти назви даного типу), тобто банківської, котра характеризується домінуванням в економіці банків, інсайдерською системою корпоративного керівництва і більш консервативною корпоративною стратегією;

— «англосаксонської», тобто біржової, котра характеризується більшою значимістю ринку капіталів у фінансовому секторі, ніж банків, переважним фінансуванням економіки через ринок капіталів, аутсайдерським типом корпоративного керівництва і гнучкою організаційною структурою.

При цьому ринки, що розвиваються, у тому числі в країнах з перехідною економікою і нових індустріальних країнах, еволюціонують у тому ж напрямку, але з урахуванням своїх специфічних особливостей, історичних і географічних передумов. Тому необхідно виділити основні чинники, що впливають на станов-

лення і розвиток інфраструктури розвинених ринків, а також визначити їх роль і ступінь значущості для країн з економікою, що розвивається.

Першим розглянутим чинником, що впливає на інфраструктуру фондового ринку, є економічні цикли, або хвилі. Деякі сучасні дослідники розглядають еволюцію ринку цінних паперів як хвилеподібний рух. Наприклад, І. Г. Доронін виділяє 4 етапи розвитку світових фондових ринків: з 1860-го до 1914 рр., з 1920-го до 1945 рр., з 1945-го до 1972 рр., з 1973-го до сьогодні [1, С. 49].

Характерною рисою першого етапу був бурхливий розвиток національних фондових ринків, збільшення міжнародного руху капіталів і перехід до формування глобального ринку капіталів. На формування ринку цінних паперів у той час вплинули такі чинники: зміна структури і складу позичальників на ринку капіталів від державного сектора до приватного; продуктивний характер здійснюваних запозичень в умовах практичної відсутності валютних ризиків; безупинно зростаюча взаємодія учасників фондового ринку, заснована на системі кросс-лістингу і диверсифікованості портфелів цінних паперів; упровадження новітніх засобів комунікації і зв'язку — встановлення прямого зв'язку між фінансовими центрами Європи і США; становлення фондових бірж як ключових елементів світового ринку капіталів і зростання ролі комерційних і інвестиційних банків як альтернативних організаторів торгівлі цінними паперами між клієнтами банків.

Другий етап характеризувався дезінтеграційними процесами на світовому ринку цінних паперів і поступовою зміною тих умов, що на попередньому етапі забезпечували активний розвиток усіх його інститутів. Причинами цього стали такі фактори: політична нестабільність; втрата інтересу США до експорту капіталу в результаті відкриття нових можливостей на внутрішньому ринку; фінансові проблеми країн Західної Європи і різке скорочення руху капіталів між країнами; світова економічна криза 1929–1933 рр.; розпад світової валютної системи на відособлені валютні блоки і зони.

Повне відділення американського ринку від західноєвропейського і створення в рамках останнього наднаціональної фінансової системи визначило третій етап розвитку світового ринку цінних паперів. Його архітектура була представлена двома рівнями: на верхньому функціонував єврооблігаційний ринок, а на нижньому — замкнуті, відособлені і жорстко контрольовані державою національні ринки. До того ж відбувалося не тільки розмежування ринку капіталу між країнами, але і його внутрішній розподіл на самостійні сегменти. Така політика виправдувала себе в післявоєнні роки, але не могла ліквідувати «чорні» і «сірі» валютні ринки в Західній Європі.

Четвертий етап ознаменувався «фінансовою революцією»; її метою виступало створення ринку банківських послуг, ринків державних запозичень і корпоративних цінних паперів. Складовими частинами «фінансової революції» стали: дерегулювання фінансових операцій на національному рівні; лібералізація національних режимів у сфері руху довгострокових капіталів; формування активної ринкової грошово-кредитної політики.

У той же час відповідно до теорії хвиль (економічних циклів) Н. Кондратьєва існує певна залежність між циклами економіки та спадами і підйомами ринку цінних паперів. Виходячи з досліджень деяких економістів (Я. Міркін [2], Б. Рубцов [3] і ін.), можна зробити висновок про тісну взаємозалежність зазначених циклів і виділити такі хвилі:

— I хвиля — спостерігається з кінця XIX в. (приблизно із середини 90-х рр.) економічний підйом, що продовжувався до 1914–1916 рр. і змінився післявоєнним спадом у 1917–1921 рр. Ринки акцій продублювали хвилеподібний рух: 2/3 ринків акцій зростали у період підйому і 100% ринків знаходилися у спаді в післявоєнний період;

— II хвиля — економічний підйом 20-х рр. і наступна криза 30-х рр. з післявоєнним спадом 40-х рр. Ринки акцій знову повторили хвилеподібний рух: 2/3 ринків акцій мали зростаючу кон'юнктуру в період росту і 87% ринків мали негативну динаміку при спаді в економіці;

— III хвиля — ріст індустріальних економік у 50–60-ті рр., перерваний «нафтовими шоками» 70-х років. Ринки акцій пішли за хвилею: 94% ринків акцій зростали у 50-ті роки і 60% ринків — у 60-ті роки і 94% ринків акцій зростали у 70-ті роки;

— IV (незакінчена) хвиля — економічний рух на підйомі в 80-ті — до середини 90-х рр., що змінився кризами кінця 90-х рр. Ринки акцій також демонстрували хвильовий рух: до середини 90-х р. 66% ринків акцій знаходилися на підйомі слідом за зростанням відповідних економік.

Ринок цінних паперів Західної Європи відрізняється не тільки високою динамікою розвитку, але і цілою хвилею злиттів і поглинань фондових бірж, основних елементів інфраструктури даного регіону. Якщо розглядати Європейський фондовий ринок з погляду капіталізації країн-учасниць, то його структура виглядає таким чином (див. рис. 1). Видно, що провідну роль відіграють ринки Великобританії, Німеччини, Франції, Іспанії, Швейцарії й Італії.

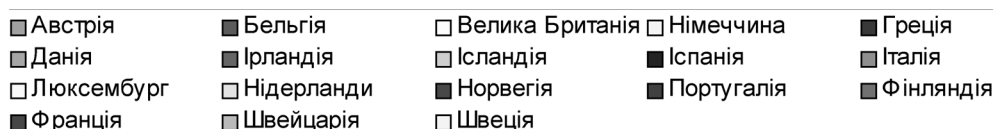
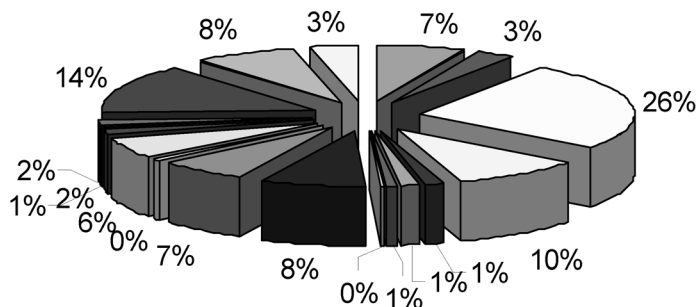


Рис. 1. Співвідношення розвинених фондових ринків Західної Європи за показником капіталізації на кінець 2005 р. [4]

Організований ринок цінних паперів Великобританії представлений у даний час класичною біржею — Лондонської (ЛФБ) і торговельною системою, що одержала статус біржі — Tradepoint. Однак протягом тривалого відрізка часу існувало досить багато інших бірж на території країни, що поступово злилися з ЛФБ. Цей процес можна представити так:

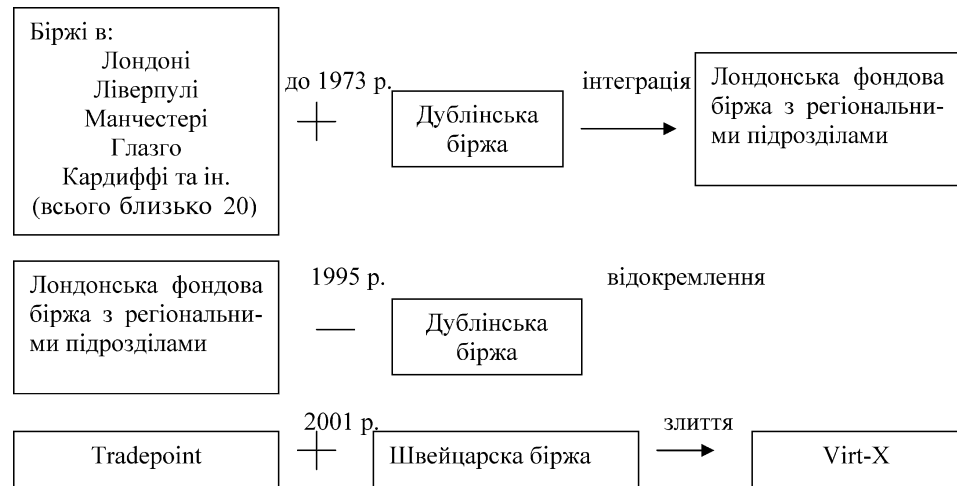


Рис. 2. Еволюція розвитку британських фондових бірж

Французький фондовий ринок також пройшов досить тривалий шлях формування. Якщо говорити про біржовий сегмент, то споконвічно існувало 8 бірж (біржа в Тулузі закрилася в 1967 р.), що поступово перетворилися на регіональні представництва однієї біржі (рис. 3).

Завдяки процесам інтеграції і злиттів відбулося формування єдиного вже не національного, а міжнародного організованого ринку цінних паперів. При цьому на національному рівні ПФБ завдяки наявності чотирьох сегментів з різними вимогами є практично монополістом на організованому французькому ринку, що у свою чергу привело до відсутності скільки-небудь значних позабіржових торговельних систем (ПТС).

Біржовий сектор Німеччини представлений 8 фондовими біржами, що обумовлено державним устроєм країни і досить великою незалежністю її територіально-адміністративних земель. Після Другої світової війни провідними фондовими біржами були Франкфуртська і Дюссельдорфська, на них приходилося відповідно 46% і 34% обороту всіх операцій країни [5]. Еволюцію біржового сектора можна представити такою таблицею (табл. 1).

Процеси інтеграції, концентрації і централізації капіталу проходили в Європі в 3 основних етапи. Початок I етапу — 30-ті рр. XX ст., II — кінець 60-х, III — 90-ті рр. Сучасні автори, такі як А. Г. Мовсесян, також підкреслюють, що горизонтальна концентрація і централізація виробництва одержала найбільше розповсюдження наприкінці XIX — початку XX ст., вертикальна — виникла в роки Першої світової війни і стала відігравати провідну роль тільки після Другої світової війни.

У 90-ті рр. XX ст. однією з причин інтеграції стало прагнення забезпечити стабільність в умовах, що постійно змінюються. На Заході в результаті жорсткої конкуренції і невизначеності зовнішнього середовища став популярним горизонтальний тип злиття. Саме на цей період часу припадає основна хвиля злиттів і поглинань компаній, причому компаній, що випускають однорідну продукцію. Але цей процес обмежується постійною тенденцією до зниження інфляції, що зменшує для компаній можливість перекласти високі витрати на споживачів шляхом підвищення цін.

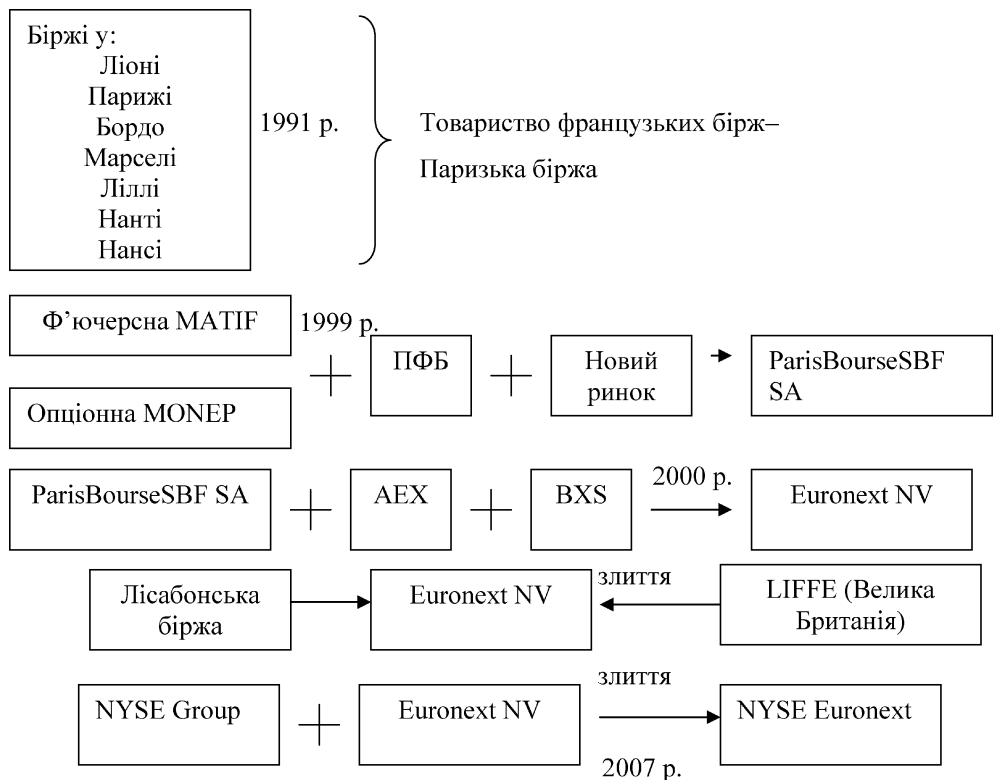


Рис. 3. Еволюція розвитку французьких фондових бірж

Таблиця 1

Еволюція біржового сектору Німеччини

| Кількість бірж | Часовий період |
|----------------|------------------|
| 29 | Кінець XIX ст |
| 21 | Після 1920-х рр. |
| 9 | Прихід нацистів |
| 8 | 2004 р. |

Виходячи з досвіду XX ст., кожному періодові розвитку економіки відповідає свій рівень інтеграції. На сучасному етапі відбувається тісне переплетіння зв'язків держави і корпоративного сектора; у розвинених країнах держава активно втручається в діяльність корпорацій через систему регулювання і перерозподілу додаткової вартості, підтримки національних і транснаціональних корпорацій на державному рівні, при цьому інтеграція корпоративного сектора і державного механізму дозволяє вийти на новий рівень розвитку.

Головним висновком з проведеного дослідження є визначення єдиного напрямку розвитку усіх провідних фондових бірж ЄС – тяжіння до створення моносистемного організаційно оформленого ринку цінних паперів, до того ж інтегрованого на всіх рівнях у міжнародну фінансову систему. В сучасних умовах підвищення конкуренції між фондовими біржами вже не може на достатньому

рівні стимулювати зростання рівня послуг та зниження їх вартості. Тому єдиним шляхом для виживання є побудова мегаструктур, які зможуть не тільки забезпечити найвищий рівень виконання своїх функцій, а й почати виконувати нові функції, досі їм не властиві.

В умовах інтеграції і консолідації біржових ринків сучасний стан організованого ринку цінних паперів України не відповідає західноєвропейським параметрам моносистеми. В даний час на українському фондовому ринку функціонують 8 бірж і 2 ПТС при відсутності високої капіталізації, великої кількості інструментів і ринків, а також потужних учасників ринку. Для повноцінної інтеграції українського ринку цінних паперів у європейську фінансову систему необхідно значно укрупнити організаторів біржової торгівлі не тільки для більш повної відповідності європейським стандартам, але і для оптимізації роботи фондового ринку.

Література

1. *Доронин И. Г.* Мировые фондовые рынки: закономерности развития и современное состояние // Деньги и кредит. — 2002. — № 8. — С. 49–54.
2. *Миркин Я. М.* Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 174 с.
3. *Рубцов Б. Б.* Тенденции развития мировых фондовых рынков. — <http://www.oglibrary.ru/data/demo/7495/7495.html>
4. www.world-exchanges.org
5. *Stonham P.* Major Stock Markets of Europe. — N. Y., 1982. — P. 103.

О. В. Копылова

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова, факультет экономики ИМЭМ, кафедра экономической теории и истории экономической мысли

СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ ЕВРОПЕЙСКОЙ БИРЖЕВОЙ СИСТЕМЫ

Резюме.

В данном исследовании рассмотрены основные факторы формирования единого европейского фондового рынка в зависимости от типа финансовой системы («германской» и «англосаксонской») и согласно теориям циклов и волн (И. Доронина и Н. Кондратьева). Анализ структуры европейского рынка ценных бумаг выявил его лидеров, определяющих развитие всего рынка. Рассмотрение эволюции ведущих европейских фондовых рынков наглядно иллюстрирует логику соотношения количества организаторов торговли уровню развития и размерам рынка. При сравнении организационных параметров европейских организованных рынков ценных бумаг и украинского рынка сделаны выводы касательно его недостатков и путей их устранения.

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, интеграция, биржа.

O. V. Kopylova

Odessa National University named after I. I. Mechnikov, economic faculty of The Institute of Mathematics, Economics and Mechanics, Chair of economical theory and history of economic thought

MODERN TRENDS OF THE EUROPEAN EXCHANGE SYSTEM DEVELOPMENT

Summary

In the given research the major factors of formation of the common European share market depending on financial system type («German» and «Anglo-Saxon») and according to theories of cycles and waves (I. Doronin and N. Kondratyev) are considered. The analysis of the European securities market structure has revealed its leaders that predetermine development of the whole market. Consideration of the leading European share markets evolution illustrates visually logic of parity of quantity of trade organizers towards level of development and the sizes of the market. As a result of comparison of the European organised securities markets and the Ukrainian market organizational parameters the conclusions concerning its defects and ways of their elimination are drawn.

Key words: securities market, integration, stock exchange.