

УДК 336.763

О. В. Копилова

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова

ПОРІВНЯЛЬНИЙ АНАЛІЗ СУЧАСНИХ ТЕНДЕНЦІЙ РОЗВИТКУ ФОНДОВИХ РИНКІВ ПОСТСОЦІАЛІСТИЧНИХ КРАЇН В УМОВАХ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ ІНТЕГРАЦІЇ

Проаналізовано головні спільні риси та розбіжності функціонування елементів торгово-організаційної інфраструктури (ТОІ) фондових ринків країн Західної та Центрально-Східної Європи. Виділені переваги і недоліки сучасних тенденцій розвитку ТОІ зазначеного регіону. Зроблені висновки відносно тяжіння українського ринку цінних паперів (РЦП) до континентальної моделі та сформульовані головні перешкоди до його інтеграції у загальноєвропейський ринок.

Ключові слова: ринок цінних паперів, інтеграція, інфраструктура, фондова біржа, торговець цінними паперами, інвестиції.

Сучасний світовий ринок цінних паперів характеризується не тільки стрімкими темпами інтеграції та глобалізації, що відбуваються в країнах з розвинутою економікою, але і рядом особливостей та розбіжностей розвитку, що найбільше відчувається в країнах, які відносяться до постсоціалістичної групи. Після отримання незалежності такі країни, як Україна, Росія, Литва та інші, почали формування національних фондових ринків, спираючись на досвід сусідніх країн Центрально-Східної Європи, в яких зазначені процеси розпочалися раніше. Процеси становлення ринків цінних паперів у зазначених країнах відрізнялися не лише національною специфікою формування корпоративного сектора, а й тяжінням до англо-американської чи континентальної моделі ринку.

Питаннями інтеграції до європейського і міжнародного фондового ринку займаються такі вітчизняні та закордонні науковці, як: А. Бардакова [1], О. Бей [2], Н. Думна [3], Я. Міркін [4], В. Рубцов [5], С. Тігіпко [6] та ін. Дослідження ряду науковців, таких як Є. Жуков, С. Котляров [7], О. Собкевич [8] та ін., спрямовані на аналіз ринків цінних паперів постсоціалістичних країн та країн, що розвиваються. Але слід зазначити, що все ще існує низка нерозкритих питань щодо використання досвіду країн Центрально-Східної Європи у розбудові української фондової інфраструктури.

Для підвищення конкурентоспроможності та повноцінного сприйняття інтеграційних процесів українського РЦП необхідно виділити співвідношення тенденцій розвитку елементів його торгово-організаційної інфраструктури до тенденцій розвитку відповідних елементів у країнах ЄС та ЦСЄ.

Однією з головних проблем розвитку РЦП постсоціалістичних країн в умовах європейської інтеграції є глибокий дисбаланс існуючих елементів їх інфраструктур, тобто невідповідність мети, завдань, функцій, структури ринку, обсягів операцій тощо. Визначення напрямків подальшого фор-

мування національного фондового ринку та його інтеграції, перш за все, ґрунтується на порівняльному аналізі сучасних тенденцій розвитку елементів ТОІ, що забезпечує ефективне функціонування РЦП. Під торгово-організаційною інфраструктурою ринку цінних паперів розуміємо систему спеціалізованих фінансових установ, що здійснюють професійну діяльність з організації торгівлі цінними паперами шляхом надання посередницьких послуг щодо супроводження обігу цінних паперів на організаторах торгівлі (торговці цінними паперами, фондові біржі, позабіржові торгівельні системи).

Розглянемо співвідношення рівня та напрямків розвитку брокерів на українському та західноєвропейському РЦП за 2008 р., коли ще фінансова криза не мала такого широкого розповсюдження.

Перевага універсальних банків як учасників РЦП ЄС. Континентальна Європа характеризується розвинутою системою універсальних банків, що сполучають комерційну й інвестиційну діяльність; дана система також виступила базою для створення єдиного фінансового ринку Європейського Союзу. При цьому формування єдиного РЦП має на увазі створення і розвиток системи інвестиційних компаній як учасників ринку цінних паперів; це здійснюється, насамперед, для удосконалення системи протидії конкуренції з боку американських установ. У 1993 р. в результаті прийняття Директиви про інвестиційні послуги в країнах із традиційною банківською моделлю з'явилася можливість роботи на фондовому ринку для компаній по цінних паперах. Подібна тенденція спостерігається і на українському РЦП: вагома участь комерційних банків як посередників, стимулювання розвитку інвестиційних компаній.

Аналіз співвідношення кредитного портфеля і портфеля цінних паперів у загальній структурі активів західноєвропейських банків свідчить про німецький тип фінансової системи в ЄС (див. рис. 1).

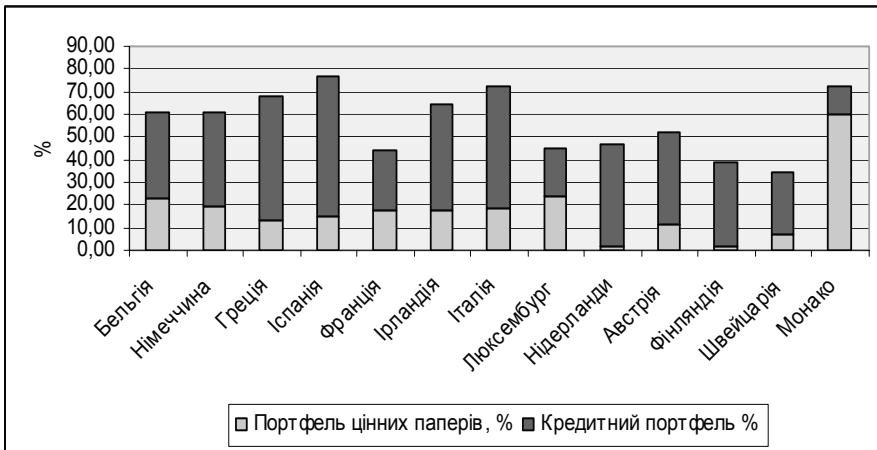


Рис. 1. Структура активів західноєвропейських банків, 2008 р.
[розраховано на основі даних з [9]]

У ряді країн частка портфеля цінних паперів у структурі активів банків наближається до частки кредитного портфеля, що сигналізує про зростання процесів універсалізації фінансових інститутів в країнах ЄС; цей процес легше здійснюється в невеликих країнах з дуже розвинутою фінансовою інфраструктурою, таких як Бельгія, Данія, Монако і Люксембург. Водночас спостерігається зростання портфелю цінних паперів і у провідних країнах ЄС, таких як Німеччина та Франція.

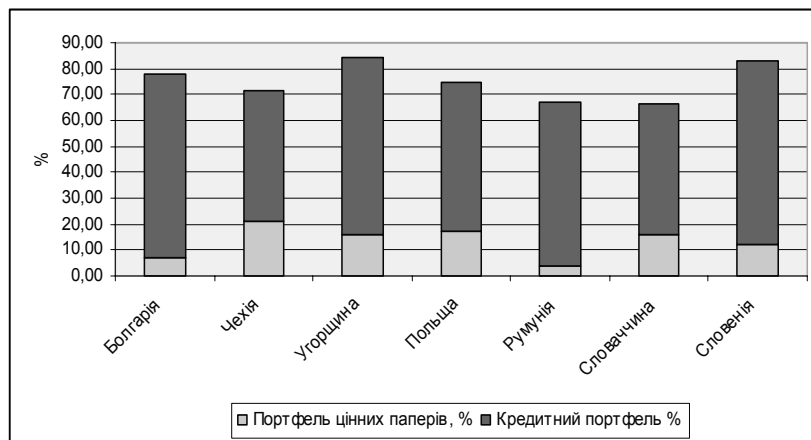


Рис. 2. Структура активів банків Центрально-Східної Європи, 2008 р.
[розраховано на основі даних з [9]]

Кредитний портфель у структурі активів банків Польщі (57,14 %), Угорщині (68,11 %) і Чехії (49,96 %) значно превалює над портфелем цінних паперів; серед країн ЦСЄ за зазначеним показником спостерігається чітке розділення країн на дві групи: лідери (Чехія, Польща, Угорщина, Словаччина та Словенія) та аутсайтери регіону (Болгарія та Румунія). Це пояснюється різними методами та строками приватизаційних процесів, доступу закордонних інвесторів до фінансових ринків (див. рис. 2).

Дослідження відповідних показників в деяких країнах колишнього СРСР довело ще більш незначні обсяги використання банківським сектором фондових інструментів. Крім того, в Україні частка кредитного портфеля в активах банків становить 81,40 % — найвищий в досліджуваному регіоні, що є ще одним проявом слабкого розвитку РЦП (див. рис. 3).

Ще одним важливим аспектом аналізу є визначення ступеня впливу світової фінансової кризи 2008–2009 рр. на тенденцію збільшення частки портфеля цінних паперів в активах банків. Слід зазначити, що фінансова криза не призвела до різкого зниження обсягів використання фондових інструментів, хоча в деяких країнах і спостерігалася тенденція до зниження (див. рис. 4).

Поступова концентрація банківського сектора є важливим чинником формування фінансової системи ЄС. Кількість банків у ЄС за період з 1997 до 2003 р. зменшилася приблизно з 9600 до 7400 [11], тобто на 23 %. Да-

ний процес супроводжувався зростанням значимості банківського сектора в економіці; його ріст перевершував темпи росту ВВП в багатьох країнах. Фахівці виділяють ряд чинників, що вплинули на даний процес: ослаблення ролі держави, технологічний прогрес, уведення євро. З 1990 по 2001 р. 78 % вартості М&А, хоча б одним з учасників яких був європейський банк, укладалося з банками, що знаходяться в тій же країні, що і банк-покупець. У той же час частка М&А із закордонними стосовно ЄС банками зростає з кожним роком, але складає менше половини від загального числа угод. На рис. 5 добре видно, що пік М&А банківського сектора ЄС приходить на період з 1996 по 1999 р., але, починаючи з 2002 р., даний процес уповільнюється і стабілізується. Насамперед, це пов'язано із завершенням процесу перерозподілу прав власності в банківському секторі; у процес М&А втягують невеликі банки регіонального значення.

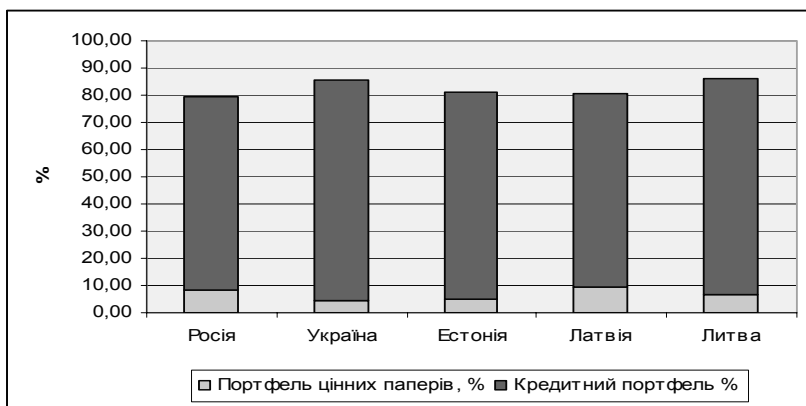


Рис. 3. Структура активів банків країн колишнього СРСР, 2008 р.
[розраховано на основі даних з [9, 10]

В Україні спостерігається дещо інша тенденція: в 2006–2008 рр. відбулася велика кількість поглинань українських банків з боку насамперед європейських банків (доля іноземного капіталу в банківській системі України перевищує 36 %) [14]. В рамках країни майже не відбувалося М&А банківського сектора.

Слаборозвинена система ІК і ПФ є вразливим місцем фінансової системи ЄС; законодавчо здійснюється всебічне стимулювання даної системи. Незважаючи на зростання активності пенсійних фондів на європейському фондовому ринку, їхня діяльність так чи інакше безпосередньо пов'язана з банківським капіталом. Виходячи з цього, можна зробити висновок відносно того, що практично вся посередницька функція на європейському ринку цінних паперів сконцентрована в банківському секторі. Подібна тенденція спостерігається і на українському РЦП. В країнах ЦСЄ спостерігається створення більш розвинутої, ніж в Україні, системи інвестиційних і пенсійних фондів, як повноцінних учасників фінансової системи держави. Внаслідок того, що історія існування фінансового ринку країн ЦСЄ (у його сучасному розумін-

ні) нараховує не більше двох десятиліть, при її становленні була можливість проаналізувати і врахувати всі переваги і недоліки як англосаксонської, так і континентальної фінансових моделей. Принаймні, була здійснена спроба створення системи інституціональних учасників РЦП.

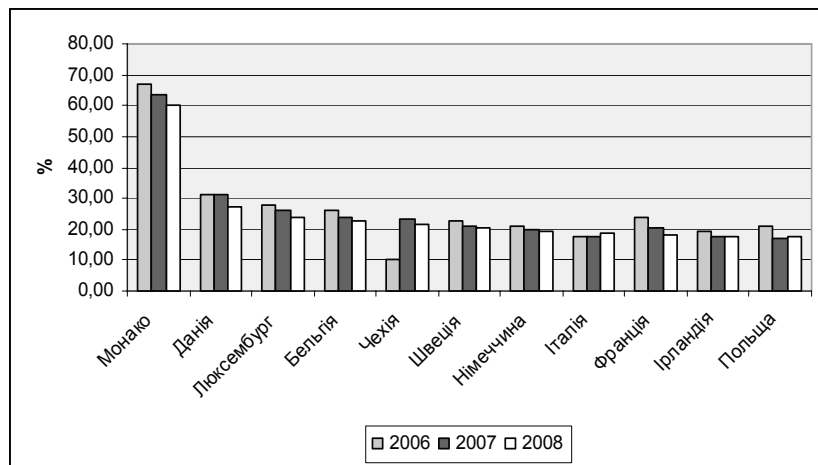


Рис. 4. Динаміка частки портфеля цінних паперів в загальних активах банківського сектора країн-лідерів регіону по вкладах в цінні папери в 2006–2008 рр. [розраховано на основі даних з [9]]

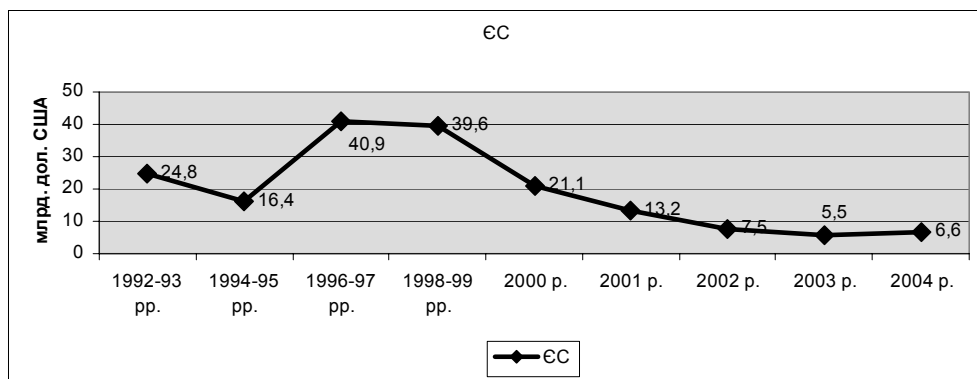


Рис. 5. Динаміка вартості М&А банківського сектора ЄС у 1992–2004 рр. [розраховано на основі даних з [12; 13]]

Попередній аналіз слід доповнити дослідженням співвідношення рівня та напрямків розвитку організованого РЦП в Україні та ЄС.

Активні процеси злиття і поглинання організаторів торгів на фондовому ринку почалися ще в 70-х рр. ХХ ст., причому споконвічно вони відбувалися на національному рівні. Найчастіше більш дрібні регіональні біржі трансформувалися в регіональні підрозділи/філії біржі, що мала найбільший оборот акцій, які були розташовані в столиці держави. У 90-х рр.

XX ст. почалася хвиля інтернаціональних об'єднань, тобто утворення «мегабірж»: Euronext NV, LSE, NOREX, EUREX, Virt-X. При цьому формування міжнародного РЦП не зупинилося; у 2007 р. Нью-Йоркська фондова біржа придбала Euronext NV, таким чином показавши приклад міжконтинентальних об'єднань. Даний процес обумовлений у, першу чергу, консолідаційними процесами в самому ЄС; урядові облігації країн ЄС є взаємозамінними, отже, був створений другий за розміром (після США) ринок державних цінних паперів.

На європейському ринку акцій також спостерігаються подібні тенденції. Продаж Euronext NV та OMX Group, скоріше за все, не стане одиначним випадком приходу іноземного інвестора на ринок організаторів торгівлі цінними паперами: американська фондова біржа NASDAQ неодноразово заявляла про свої наміри придбати контрольний пакет акцій Лондонської фондової біржі. На жаль, подібні тенденції не спостерігаються в рамках біржового сегменту української TOI, велика кількість фондових бірж України не відповідає навіть обсягам ринку цінних паперів.

Існування такого процесу, як універсалізація бірж, викликане об'єктивними причинами виживання в умовах надзвичайно високої конкуренції, з боку як бірж, так і численних електронних і інтернет-систем. Універсальні біржі служать не тільки торговельною площадкою, на якій відбуваються операції купівлі-продажу будь-яких цінних паперів, але й місцем, де також здійснюється перереєстрація прав власності, клірингова діяльність, надаються юридичні, інформаційні і консультаційні послуги і т. д. Вказана тенденція не спостерігається на організованому РЦП України.

Паралельне існування ділінгового ринку і подвійного безперервного аукціону обумовлено високим рівнем конкуренції усередині самого європейського ринку і притаманне країнам ЦСЄ. Ділінговий ринок передбачає вихід інвестора на ринок через брокера, тоді як аукціонний ринок дозволяє інвесторам безпосередньо самим вводити заявки в електронну систему торгівлі. Поєднання двох даних систем приводить до поглинання ризику невиконання зобов'язань контрагентом у залежності від стану ринку цінних паперів. Рівень технічного забезпечення українських фондових бірж не відповідає європейському рівню: електронні системи застарілі, дають збої, тому їх необхідно замінити.

Орієнтація операцій на акції національних компаній є однією з традиційних причин відставання західноєвропейського ринку цінних паперів від американського. Особливо характерне дане явище для РЦП Німеччини. Основними причинами цього виступають: низька прозорість ринку акцій і широке використання інсайдерської інформації, перевага великих пакетів і невеликої кількості акціонерів, висока частка банків у структурі акціонерів і т. д. Цей негативний фактор дуже ріднить європейський та український РЦП, на якому торгівля іноземними цінними паперами відсутня та дуже поширене використання інсайдерської інформації.

Відносини кооперації (створення загальних контрактів) полегшують здійснення операцій на міжбіржовому рівні і значно знижують операційні витрати. В Україні створення загальних контрактів майже не використовується.

Дуже важливо виділити тенденції розвитку біржового ринку, що притаманні країнам ЦСЄ.

Максимально вільний доступ на організований РЦП для іноземних інвесторів. Завдяки цьому в процесі приватизації в деяких країнах ЦСЄ у власність іноземних інвесторів потрапило до 50 % приватизованих об'єктів, як правило, великих промислових підприємств. Це і стало, в кінцевому підсумку, могутнім поштовхом для економічного розвитку даного регіону, що значно випередив країни колишнього СРСР. Дослідження показників зазначеного регіону в період становлення свідчить про потужну присутність закордонних інвесторів на ринках цінних паперів Чехії, Угорщини, Польщі, Румунії і Російської Федерації, що не спостерігається на українському РЦП:

1) стабільні вкладення закордонних інвесторів у цінні папери чеських емітентів на рівні 15–23 % від загального обсягу інвестицій у зазначений регіон, що є наслідком відкритості ринку і законодавчого стимулювання;

2) угорські активи були дуже привабливі для закордонних інвесторів лише під час приватизації, після її завершення їхня активність на РЦП Угорщини значно скоротилася;

3) починаючи з 1996 р. Польща залишається найбільш привабливою країною для закордонних інвестицій у цінні папери;

4) Румунія внаслідок невеликої місткості ринку традиційно була не дуже привабливою для закордонних інвесторів, однак у 1998 р. завдяки, насамперед, фінансовій кризі, по даному показнику змогла випередити обсяги вкладень в активи РФ;

5) для ринку акцій РФ переломним став 1998 р., коли практично відбулося падіння усієї фінансової системи країни. Однак, навіть через роки частка закордонних інвестицій в акції її корпоративного сектора залишається на рівні Угорщини і Румунії.

Акціонери біржі є національними представниками. Це могло б знизити темпи розвитку бірж, однак, з огляду на той факт, що біржі були створені відносно давно і за участі та при підтримці західноєвропейських бірж, на даному етапі розвитку немає гострої необхідності для залучення іноземних інвесторів. На біржах ЦСЄ діє сучасне устаткування, і вони цілком справляються з існуючим обсягом операцій.

Використання тільки електронних систем торгів свідчить про відсутність тривалої історії існування бірж і про високий ступінь комп'ютеризації операцій.

Виходячи з вищевикладеного, можна виділити групи переваг і недоліків, що характеризують розвиток ТОІ РЦП Західної Європи і країн ЦСЄ (див. таблицю 1).

У результаті можна зробити висновок, що ТОІ обох регіонів мають свої особливості, обумовлені такими факторами, як історія їхнього формування і розвитку, традиції, законодавство і т. д. При цьому ряд родових факторів розвитку пояснюється сильним впливом елементів ТОІ ЄС на становлення РЦП країн ЦСЄ в перехідному періоді від економіки командного типу до

ринкової економіки. Крім того, існує яскраво виражене тяжіння в розвитку української ТОІ до загальноєвропейських тенденцій. Такі аспекти, як слабкий розвиток технологій на українських фондових біржах, відсутність тенденцій до їх внутрішньої інтеграції та зменшення кількості організаторів торгівлі цінними паперами, відсутність універсалізації, широке використання інсайдерської інформації, можуть бути вирішені, на нашу думку, лише за допомогою використання європейського досвіду та капіталу. Подібні проблеми раніше спостерігалися на всіх РЦП країн колишнього СРСР. Наприклад, в балтійському регіоні вони були вирішені шляхом інтеграції Вільнюської, Ризької та Таллінської фондових бірж до NASDAQ OMX (даному концерну належить 93, 93 та 62 % відповідно): в результаті відбулося створення прозорого, високотехнологічного РЦП.

Таблиця 1

Переваги і недоліки сучасних тенденцій розвитку ТОІ ЄС і країн ЦСЄ

	Переваги	Недоліки
Європейський Союз	Розвинена банківська система	Низька прозорість ринку
	Створення мега-бірж	Широке використання інсайдерської інформації
	Універсалізація бірж	Високі операційні витрати на покупку і продаж акцій
	Використання наукомістких технологій, хоча і запозичених	Зіткнення національних інтересів
	Відсутність обмежень для іноземних інвесторів	Слаборозвинена національна система інституціональних інвесторів
ЦСЄ	Досить розвинена база законодавства щодо інституціональних інвесторів	Відсутність тривалої історії розвитку
	Універсалізація банків	Низький рівень капіталізації
	Використання наукомістких технологій	Висока частка спекулятивних іноземних інвесторів
	Відсутність обмежень для іноземних інвесторів	Наявність на деяких ринках невеликої кількості інструментів

Головною проблемою інтеграційних процесів українського РЦП є дуже незначний обсяг організованого сегменту ринку. Тому постає питання, яким чином інтегрувати неорганізовану частку ринку при відсутності ефективних механізмів. На наш погляд, ця проблема має вирішення. Відповідно до загальних інтеграційних тенденцій, що спостерігаються в інших фінансових секторах (інтеграція банківського, страхового сектора та ін.), на першому етапі відбувається інтеграція лідерів сектору. Тобто інтеграція провідної української фондової біржі, зміна на ній правил торгів, електронних систем, вимог до емітентів та брокерів та, як наслідок, зростання якості обслуговування клієнтів, якості цінних паперів, що предаються, мінімізація ризиків та наявність доступу на закордонні РЦП призведе до зростання зацікавленості як емітентів, інвесторів, так і брокерів до діяльності в саме організованому РЦП. Тоді другим етапом інтеграції української ТОІ стане інтеграція вже торговців цінними паперами, їх адаптація до нових умов здійснення операцій на РЦП України.

Список використаної літератури

1. Бардакова А. В. Проблема интеграции Украины в мировой фондовый рынок // Діловий вісник. — 2005. — № 12(139). — С.7.
2. Бей О. Теоретичні підстави міжнародної інтеграції. — Мюнхен: Український вільний університет, 2005. — 80 с.
3. Думная Н. Н., Петров М. А., Формирование международных интегрированных рынков в условиях глобализации: [Электронный ресурс]. — Режим доступа: // http://www.mirkin.ru/_docs/_dumnaya/integro.pdf
4. Миркин Я. М. Интеграция финансовых рынков СНГ: механизм ускорения // Финансовая академия при Правительстве РФ, 2006: [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.mirkin.ru/_docs/articles06-001.pdf
5. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки: [учебное пособие для вузов] / Б. Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 926 с.
6. Тігіпко С. Л. Інтеграційний розвиток української економіки в умовах глобалізації фінансових ринків. — Суми: ВПП «Мрія-1» ЛТД; УАВС, 2004. — 36 с.
7. Котляров С. Л. Фондові ринки країн, що розвиваються, в умовах інтернаціоналізації та глобалізації // Ринок цінних паперів України / Щомісячний науковий, виробничо-практичний журнал. — 2004. — № 1, 2. — С. 7–18.
8. Собкевич О. В. Розвиток фондового ринку як фактор підвищення інвестиційної привабливості економіки України для ЄС // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. — К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка, Інститут міжнародних відносин, 2007. — Вип. 66, ч. 1. — С. 190–194
9. The European Banking Federation Statistics: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ebf-fbe.eu/index.php?page=statistics>
10. Річні звіти Національного Банку України: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://bank.gov.ua>
11. Campa J. M., Hernando I. M&A performance in the European financial industry. — April 2005: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://papers.ssrn.com>
12. Bank for International Settlements 70th Annual Report. — Basel: Bis, June 2000, — 134 p.
13. Bierley C. Financial Markets and Institutions in the Era of Euro. London: Datamonitor Plc.: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bankmergers.ru/history>
14. European Banking Federation. Annual reports: [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.ebf-fbe.eu>

О. В. Копылова

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова

**СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ СОВРЕМЕННЫХ ТЕНДЕНЦИЙ
РАЗВИТИЯ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ ПОСТСОЦИАЛИСТИЧЕСКИХ
СТРАН В УСЛОВИЯХ ЕВРОПЕЙСКОЙ ИНТЕГРАЦИИ**

Резюме

Проанализированы основные общие черты и различия функционирования элементов торгово-организационной инфраструктуры (ТОИ) фондовых рынков стран Западной и Центрально-Восточной Европы. Выделены преимущества и недостатки современных тенденций развития ТОИ указанного региона. Сделаны выводы относительно склонности украинского рынка ценных бумаг к континентальной модели и сформулированы главные препятствия к его интеграции в общеевропейский рынок

Ключевые слова: рынок ценных бумаг, интеграция, инфраструктура, фондовая биржа, торговец ценными бумагами, инвестиции.

O. V. Kopylova

Odessa I. I. Mechnikov National University

**COMPARATIVE ANALYSIS OF MODERN TRENDS
IN POST-SOCIALIST COUNTRIES STOCK MARKETS
IN TERMS OF EUROPEAN INTEGRATION**

Summary

The main similarities and differences in functioning of elements of stock markets commercial and institutional infrastructure (TOI) in Western and Central-Eastern Europe are analyzed. The advantages and disadvantages of TOI modern trends of this region are dedicated. Conclusions concerning to gravity of the Ukrainian securities market to continental model are made and the main obstacles to its integration into European market are formulated.

Key words: the stock market, integration, infrastructure, stock exchange, securities trading, investment.