

Я. І. Легка,
аспірант, КНУ ім. Т.Шевченка

АНАЛІЗ СИСТЕМНОГО ІНВЕСТИЦІЙНОГО РИЗИКУ НА ФОНДОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

У даній статті зосереджено увагу на особливостях становлення та розвитку українського фондового ринку. Визначені фактори, які впливають на системний інвестиційний ризик на фондовому ринку. Запропоновані показники, які дозволять провести математичне моделювання оцінки даного виду ризиків.

In this article focus on the features of formation and development of the Ukrainian stock market. Determined the factors that affect on the system investment risk in the stock market. Proposed indicators that will allow for a mathematical modeling of this type of risk assessment.

Ключові слова: системний ризик, фондовий ринок, цінні папери, макроекономічні показники, фактори ризику, оцінка ризику.

В умовах ринкової трансформації економіки в Україні відбуваються зміни у виробничих відносинах, у відносинах власності, у фінансово-кредитних відносинах, у міжнародних відносинах та ін. Основне питання полягає в формуванні відповідного комплексу економічних відносин, які забезпечували б чітке та ефективне функціонування всього народно-господарчого комплексу України.

Постійна інтеграція нашої країни в світове середовище забезпечила активний розвиток та становлення фінансово-кредитного ринку країни. Одним з найдинамічніших фінансових ринків став ринок цінних паперів. Але фінансова криза останніх років в Україні продемонструвала його слабкість, нерозвиненість, волатильність та неефективність. Фондовий ринок у постіндустріальних державах є центральною ланкою ринкових перетворень, сприяє поглибленню різного рівня відношень між суб'єктами господарювання, а також інвестуванню в провідні галузі економіки, прискоренню процесів приватизації.

Ринок цінних паперів в Україні, що є одним із наймодерніших ринків Європи, знаходиться на стадії свого становлення. Однак, не дивлячись на кризу та побоювання потенційних інвесторів щодо дефолту нашої країни, починається поживлення інтересу до цінних паперів країн українських компаній. Існує багато підходів і технік для оцінки окремих цінних паперів компаній та формування портфельів з інструментів фондового ринку, серед яких існує класична портфельна теорія та численні її варіації, аналіз різноманітних факторів ризику та застосування комплексних заходів щодо ризику тощо.

Через активну інтеграцію України у європейське та світове суспільство постає проблема, зумовлена можливими змінами у співвідношенні сил впливу зовнішніх та внутрішніх факторів на фондовий ринок країни. Доцільним є прогнозування щодо подальшого зростання впливу саме зовнішніх факторів. Результатом цього має стати створення науково обґрунтованої факторної моделі, яка враховувала би основні економічні сили, що систематично впливають на вартість всіх цінних паперів.

Дослідженню проблем функціонування ринку цінних паперів та оцінки фондового ризику присвячено роботи багатьох зарубіжних та вітчизняних вчених-економістів та практиків, таких як: Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Д., Скобельцев С. О., Шарапов О. Д., Грін В., Сошникова Л.А., Тамашевич В.Н., Плюта В.Н., Комарова Н.В., Гаврилова Л.В., Бандурка А.М. та інші.

Проте, окремі теоретичні, методологічні, організаційні та методичні питання оцінки факторів ризику фондового ринку ще є невирішеними. Це зумовлює актуальність теми та проведення відповідного дослідження.

Будь-який ринок не може існувати незалежно. На нього постійно чинять вплив фактори як зовнішнього так і внутрішнього характеру. Розділимо фактори на макроекономічні, галузеві та внутрішні. В нашому дослідженні зупинимось на факторах, які формують системні інвестиційні ризики фондового ринку в цілому, а саме — на макроекономічних та галузевих факторах. У першу чергу, необхідно зазначити, що системний ризик впливає на весь фондовий ринок, а не на окремі цінні папери. Особливо він є важливим для інвесторів, які інвестують у портфель інструментів. На нашу думку, аналіз перспектив емітента при випуску цінних паперів або при формуванні оптимального інвестиційного портфеля необхідно починати з розгляду стану світової економіки. Її стан може впливати, наприклад, на експортну діяльність компанії-емітента, цінову конкуренцію, та на прибутковість інвестицій. Також необхідно зазначити, що фактори, які впливають на рівень інвестиційних ризиків фондового ринку, мають різний характер в залежності від конкретного фінансового ринку та обраних фінансових інструментів (рис. 1) [1].

У рамках макрорівня ми пропонуємо звернути увагу на наступні фактори:

1. Стан світової економіки. Зміни на глобальних ринках більше всього відображаються на коливаннях основних світових індексів. До фондових індексів можна віднести наступні: індекс Доу-Джонса, індекси Standart &

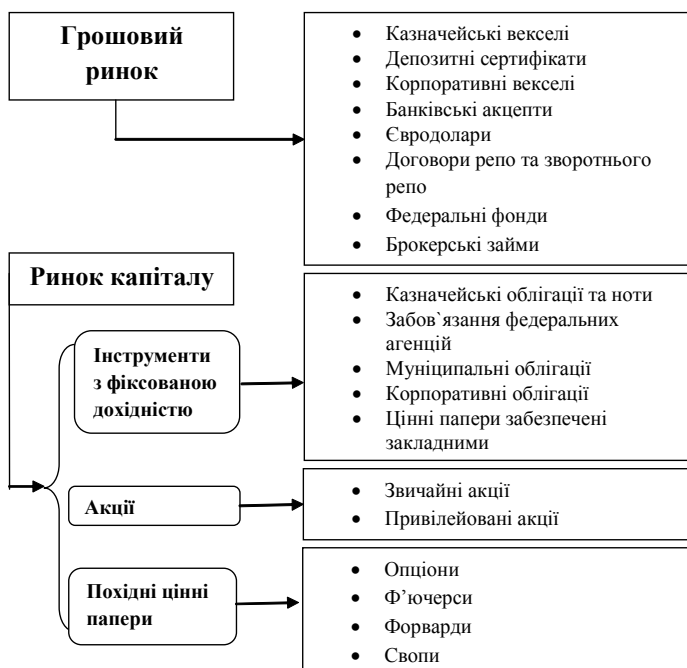


Рис. 1. Фінансові ринки та фінансові інструменти

Poor's, індикатори ринку облігацій (EMBI +, EMBI Global, CDS CMA), міжнародні фондові індекси [6]. Фондові індекси реагують на новини, які виходять у світ. У залежності від того, як фінансові аналітики та ринок в цілому оцінюють конкретну новину (позитивно/негативно), відбувається зміна попиту та пропозиції на товар, цінний папір, валюту. Одночасно це спонукає зміну в позиції відповідного індексу. Далі коливання індексів може здійснювати вплив на зміну котирувань того чи іншого інструменту фондового ринку, який не входить до його розрахунку, але має відношення до подібної галузі або реагує на загальний настрій ринку та ін.

2. Політичні фактори. При визначенні надійності емітента цінних паперів з фіксованою дохідністю значний вплив має політичний стан в країні походження та можливість настання непередбачуваних змін у політичному курсі країни. Прикладом може бути ринок цінних паперів у Гонконгу, який був дуже чутливий до політичних процесів передачі території під управління Китаю в 1997 році. Тобто будь-яка політична новина справляє вплив на зміну котирувань та індексів, якщо притримуватись гіпотези ефективних ринків. Саме цей фактор є базовим для виставлення рейтингу світовими агенціями. Сукупність політичних ризиків формалізовано представлена у вигляді відповідних буквених та цифрових позначеннях, які виставляють кожній країні провідні рейтингові агенції. Серед інших важливих політичних факторів для економічного зростання країни і забезпечення прибутковості інвестицій можна назвати проблему протекціонізму, вільного переміщення капіталу та стан трудових ресурсів у країні.

3. У рамках національної макроекономіки можна виділити наступні фактори впливу:

- Зміна у валовому внутрішньому продукті.
- Рівень зайнятості.
- Зміна темпів інфляції.
- Процентні ставки всередині країни.
- Державна бюджетна політика.
- Зміна курсів валют.
- Зміна економічних очікувань.
- Імпульси попиту та пропозиції.

— Зміна економічних циклів.

Валовий внутрішній продукт є основним макроекономічним показником розвитку економіки. ВВП — це міра сукупного виробництва продуктів та послуг в економіці країни. Стрімко зростаючий ВВП вказує на економіку, що розвивається. Вона надає компаніям багаті можливості для позитивного розвитку.

Не дивлячись на те, що всі країни складають єдину економічну систему, тобто ядро та периферію, економіки більшості країн мають значні різниці в їх функціонуванні. Наприклад країни, що розвиваються, мають різний приріст на душу ВВП та дохідність ринку позичкового капіталу, якщо їх порівнювати з розвинутими країнами.

Рівень безробіття показує, наскільки використовуються потенціальні можливості економіки, ступінь використання трудового потенціалу, далі від нього можна перейти до інших виробничих факторів в процесі макроекономічного аналізу.

Наступним показником є інфляція, або темп зростання загального рівня цін. Високі темпи інфляції часто асоціюються з "перегрітою" економікою, або економікою, в якій попит на товари та послуги перевищує виробничі потужності та справляє тиск на рівень цін в бік зростання.

Рівень процентних ставок — найбільш значний макроекономічний фактор в інвестиційній політиці. Прогнозований рівень відсоткових ставок особливо впливає на прибутковість, яка очікується, на ринку цінних паперів з фіксованим прибутком. Високі процентні ставки скорочують наведену вартість майбутніх грошових потоків, зменшуючи тим самим привабливість інвестиційних можливостей. За своєю структурою євро ринок складається з кількох секторів, основними з яких є ринки єврокредитів, єврооблігацій, простих боргових зобов'язань (євронот, єровекселів) та строковий сектор євrorинку. На євродоларовому ринку діють ставки LIBOR (London Interbank Offer Rate — лондонська міжбанківська ставка пропозиції) та LIBID (лондонська міжбанківська ставка попиту) або ставки подібного типу — FIBOR, PIBOR, що застосовуються в інших фінансових центрах торгівлі євродоларами (в аббревіатурі типу LIBOR назва "лондонська" є історичною, а не географічною і може стосуватися будь-якого сегмента євrorинку). Ставки попиту та пропозиції кредитних ресурсів встановлюються найбільшими міжнародними банками диференційовано залежно від терміну надання позики та виду валюти. Ці ставки є базовими для розрахунку купона по єврооблігаціям, тому зміна їх призводить до коректування норми прибутку[2].

Якщо ж мова йде про акціонерний капітал, то ефективність його залучення через Private Placement або IPO буде визначатись при порівнянні з ціною отримання кредиту або випуску боргових цінних паперів.

Бюджетна політика, а саме: політика стосовно дефіциту чи профіциту бюджету федеральної влади, являє собою різницю між державними витратами та державними прибутками. Будь-який державний дефіцит повинен бути покритий державними позиками. Тому влада емітує суверенні цінні папери для залучення коштів через боргові інструменти.

Оптимізм чи песимізм виробників та споживачів відносно перспектив розвитку економіки — важливий фактор в економіці. Так, якщо споживачі будуть впевнені в збереженні рівня їх прибутків, вони будуть більш прихильні інвестувати кошти в довготермінові інструменти[3].

Одним з основних факторів, які мають вплив на міжнародну конкурентоспроможність національної галу-

зеві промисловості, є курс національної валюти по відношенню до іноземних. Так, якщо ряд боргових та похідних цінних паперів емітуються в іноземній валюті для емітента та часто для кредитора, то коливання в курсі можуть змінити реальну вартість активу та справити вплив на всі показники надійності та привабливості цінного паперу[5].

Класифікація будь-яких макроекономічних факторів як імпульсів попиту та пропозиції може бути корисним способом для їх аналізу. Імпульс попиту — це будь-яка подія, яка справляє вплив на обсяг попиту на товари в економіці. Імпульс пропозиції — це будь-яка подія, яка справляє вплив на виробничі потужності та витрати. Необхідно виявити галузі, які найбільшою мірою виграють або програють при настанні будь-якого макроекономічного сценарію. Від здійснення більш якісного аналізу можливих сценаріїв залежить результат інвестування. Особливо яскраво відображаються впливи імпульсів попиту та пропозиції на ринку акцій. Коли йде поліпшення податкового клімату в окремій галузі або зміни ціни на енергетичні ресурси, то відбуваються значні зміни в котируваннях компаній окремої галузі.

Останнім, але не менш важливим показником є зміна економічних циклів. Економічні цикли — це періодичні коливання ділової активності, зміни в економіці, що спричинені певними чинниками. На сьогоднішній день виділяють 1380 типів циклів. За часовими ознаками їх можна поділити наступним чином:

- цикл запасів (триває 2—3 роки);
- цикл будівництва (15—20 років);
- довгі хвилі (40—60 років).

Економічний цикл характеризується наступними фазами:

- бум.
- спад.
- рецесія (до 6 місяців), депресія (від 6 місяців).
- пожвавлення.
- піднесення.

Точка буму: економіка працює на межі можливого, зростає сукупний попит і досягає свого максимуму, але зростають і ціни, запаси скорочуються до мінімуму, підвищується попит на робочу силу — все це призводить до перегріву економіки і, як наслідок, до рецесії. Прикладом може бути криза 2007 року, коли мова йде про перегріву економіку США, а в 2010 році — про окремі країни Єврозони (країни PIGS).

За тривалістю перебігу розрізняють такі основні види економічних циклів:

- однорічні, зумовлені сезонними коливаннями;
- 5 річні цикли Кітчина — Крума;
- 7—11 цикли Жуглара, або інвестиційні;
- 17—18 цикл Кузнеца або будівельний цикл;
- 45—60 цикл Кондратьєва;
- вікові логістичні цикли, що охоплюють період від 150 до 350 років.

На економічні цикли можуть впливати "шоки пропозиції", що направлені на виробничо-технологічний бік економічної системи: нові технології, нові джерела сировини, коливання світових цін на основні види природних ресурсів; політичні шоки — впровадження нової макроекономічної політики, шляхом регулювання грошової маси, обмінного курсу; шоки в попиті приватного сектора на рівні фірми, підприємств, домашніх господарств, можуть бути спровоковані інвестиційними змінами, інфляційними очікуваннями [2].

Після макроекономічного аналізу переходимо на нижчу сходинку і більш вузький аспект — це функціонування окремої галузі або галузеві фактори. Розвиток

промисловості, перш за все, залежить від розвитку економіки в цілому та від можливостей розвитку в середині. Будь-якого розвитку можна досягти шляхом створення відповідних грошових потоків. У рамках галузевого аналізу можна виділити наступні фактори впливу:

- чутливість галузей до циклічних коливань;
- життєвий цикл галузі;
- структура та ефективність діяльності галузі.

Для визначення та створення прогнозів і залежностей волатильності інструментів фондового ринку від галузі необхідно чітко розуміти, що саме належить до тієї чи іншої галузі. На практиці використовується метод визначення галузей на основі Стандартної класифікації галузей (Standard Industry Classification) або кодів СКО. В процесі розробки макроекономічного прогнозу фінансовий аналітик повинен оцінити його вплив на стан окремих галузей. Всі галузі по-різному реагують на циклічні коливання. Життєвий цикл галузі впливає на те, що в нових галузях, з високоприбутковим вкладенням капіталу, можна побачити велику кількість фірм з високим значенням інвестицій, показниками прибутковості та низькою часткою прибутку, яка направляється на виплату дивідендів. Це говорить про те, що маючи такі інвестиційні можливості, фірми більшу частину прибутку реінвестують у власний бізнес. У компанії, які діють в таких галузях, як енергетика та інші, показники рівня інвестицій та прибутковості на інвестиції нижчі, а частка прибутку, яка направляється на виплату дивідендів, вища, ніж в нових, які стрімко розвиваються галузях. Тобто рівень доходності безпосередньо залежить від галузі, а саме — від її життєвого циклу[4].

Згруповані нами вище фактори визначають системні інвестиційні ризики фондового ринку. Тому для ведення успішної та прибуткової інвестиційної діяльності необхідно їх враховувати. Крім того, зазначені фактори можуть бути виражені в показниках. Відповідно внутрішні фактори для українського ринку можуть бути представлені такими показниками, як: ВВП країни, показник інфляції, рівень безробіття, експорт та імпорт, облікова ставка НБУ, курс UAH до USD, EUR, RUR. До зовнішніх факторів можуть бути віднесені наступні показники: індекс Доу-Джонса, американський індекс SP500, європейський індекс SP350, російський індекс РТС, індекс EMBI, індекс CDS CMA, світові ціни на нафту, світові ціни на золото та платину, відношення USD/EUR. У подальшому за допомогою математичного моделювання ми бачимо можливість перейти до оцінки існуючих системних інвестиційних ризиків та виявлення того фактора, який має найбільшу вагу в зміні кон'юнктури на окремий інструмент фондового ринку.

Література:

1. Боди З., Кейн А., Маркус А. Принципы инвестиций. — пер. с англ., 4-е издание: — М.: Издательский дом Вильямс, 2004. — 984 с.
2. Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації. — К.: Друк, 2002. — 320 с.
3. Балабанов А.И., Балабанова И.Т. Финанси. — СПб: Питер, 2000. — 418 с.
4. Суторміна В.М., Федосов В.М., Рязанова Н.С. Финанси зарубежных корпораций: Навчальний посібник / За ред. проф. В.М. Федосова. — К.: Либідь, 1993. — С. 71—93.
5. http://www.rcb.ru/data/articles_pdf/2006/04/ernst.pdf
6. <http://www.cbonds.info/ru/rus/index/>
Стаття надійшла до редакції 25.08.2010 р.