

П. О. Сидоренко,
аспірант, Інститут світової економіки при НАНУ України

ПЕРЕДУМОВИ ПОЯВИ МІЖНАРОДНИХ ТЕНДЕНЦІЙ ДЕСТАБІЛІЗАЦІЇ ФОНДОВИХ РИНКІВ

У статті аналізується низка властивостей функціонування та сутності фондових ринків у цілому, які сприяють появі та поширенню тенденцій їх дестабілізації.

This paper studies some special features of functioning and essence of stock markets in general which enable destabilization trends to appear and spread among this markets.

*Ключові слова: фондовий ринок, фондова манія та паніка, поведінкові фінанси.
Key words: stock exchange, stock mania and panic, behavioral finance.*

ВСТУП

Функціонування фондових ринків протягом останніх чотирьох століть супроводжувалось періодичною появою тенденцій їх дестабілізації, які відрізнялись за масштабами та тривалістю, але були спричинені, як правило, подібними факторами. Три останні десятиліття були особливо турбулентним періодом розвитку фондових ринків, як і світової економіки взагалі: зростання темпів розвитку ключових економік світу, розпад Бреттонвудської системи, лібералізація та транснаціоналізація фінансових ринків, разом з іншими факторами, спричинили зростання волатильності міжнародного руху спекулятивного капіталу та підвищення чутливості національних ринків до впливу зовнішніх факторів, що значним чином позначилось на стабільності їх функціонування. Наслідками дії перерахованих та низки інших факторів стали фінансові кризи у США 1974—1975, 1979—1982, 1982—1987 р., країнах Азії та Латинської Америки у 90-х роках двадцятого століття ті ін. Періодичність та подібність передумов появи тенденцій дестабілізації фондових ринків дозволяє зробити припущення про недостатню ефективність сучасних методів аналізу та протидії останнім, що зумовлює актуальність цього дослідження. Останнім часом все більше науковців концентрує свою увагу не лише на дослідженні впливу на фондовий ринок таких традиційних факторів, як розвиток кредитно — валютної системи, міжнародного руху капіталу та ін., але і рівня довіри, безпідставних очікувань, стадної поведінки серед інвесторів та інших чинників, які можна вважати внутрішніми передумовами появи тенденцій дестабілізації. На думку автора, цей напрям є

досить перспективним, оскільки значення згаданих вище внутрішніх факторів дестабілізації є більш вагомим, ніж вважала більшість економістів до цього часу. Враховуючи стрімкий розвиток фондових ринків у наш час, зростання інтегрованості торговельних майданчиків різних країн та обсягів міжкордонного руху портфельних інвестицій, зростання взаємозалежності між фондовими та іншими світовими ринками, дослідження цієї теми є досить важливим не лише для фондових ринків, але і світових економік в цілому.

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою цього дослідження є аналіз та класифікація головних передумов появи міжнародних тенденцій дестабілізації фондових ринків з метою подальшої розробки ефективних механізмів протидії цим тенденціям. Окрім традиційних підходів, автор використовуватиме надбання такого альтернативного підходу, як поведінкові фінанси, при дослідженні внутрішніх факторів дестабілізації, включаючи поведінкові механізми прийняття інвестиційних рішень.

РЕЗУЛЬТАТИ

Сучасний стан розвитку фінансових систем та їх взаємодія з реальним сектором робить фондові ринки одним з ключових елементів економік розвинених країн світу. Виконуючи свої основні функції, ці ринки не лише забезпечують рух вільних коштів між економічними суб'єктами, але і сприяють більш ефективному використанню капіталу задля розвитку продуктивних сил суспільства. Фондові ринки також надають додаткові механізми диверсифікації та управління ризиками еконо-

мічної діяльності, є загальнодоступним джерелом інформації про поточний стан та перспективи розвитку як окремих підприємств, так і цілих галузей, економік та регіонів, індикатором настроїв економічних суб'єктів. Більше того, фондові ринки здатні спростити доступ пересічних індивідів до процесу опосередкованого управління корпоративним сектором, підвищуючи підзвітність і соціальну відповідальність останнього, сприяти більш ефективному перерозподілу багатства у суспільстві та виконувати низку інших соціально важливих функцій. Нажаль, у реальному житті ефективному виконанню цих функцій перешкоджає значна кількість факторів, головні передумови появи яких автор спробує визначити у цій статті. Варто зазначити, що за умов сучасних процесів глобалізації світової економіки, інтеграції та інтернаціоналізації фінансових ринків, найменше порушення стабільності одного з ключових фондових ринків може перетворитись на проблему глобального масштабу. З огляду на вищезазначене, дослідження передумов появи тенденцій дестабілізації фондових ринків залишається дуже актуальною темою вже протягом досить тривалого часу, враховуючи відсутність відповідних ефективних рішень.

Аналіз історії функціонування фондових ринків, невід'ємним елементом якої були та залишаються різні за видами та наслідками кризові явища, дозволяє виділити дві основні тенденції дестабілізації: манія або ейфорія та паніка. Прояв першої полягає у стрімкому зростанні інвестиційної активності та спекулятивному підвищенню цін під впливом надмірного оптимізму, самовпевненості та стадної поведінки значної частини інвесторів, що призводить до значного відхилення котирувань від справедливого рівня. Оскільки таке зростання не підкріплене фундаментальними факторами, а певною ейфорією, що панує серед учасників ринку, науковці справедливо називають його бульбашковим. За цих умов фондові ринки не можуть ефективно виконувати свої основні завдання: значні кошти при первинному розміщенні акцій можуть отримати компанії, перспективи росту яких є значно переоціненими, як у випадку з бульбашкою Інтернет-компаній кінця 1990-х років, зростають ризики, знижується інформативна ефективність ринків та спостерігається низка інших негативних наслідків. Під час паніки активність на ринку також стрімко зростає, проте направлена вона, головним чином, на закриття позицій та переведення коштів у більш надійні, ліквідні активи, що спричиняє падіння котирувань акцій до справедливого рівня, наприклад, якщо паніка приходить на зміну бульбашковому зростанню. Дуже часто ціни перетинають рівноважну межу та продовжують падіння, оскільки під час паніки фактори прийняття інвестиційних рішень відрізняються від раціональних, як і під час ейфорії. Послідовність згаданого циклу "буму та обвалу" була описана ще Джоном Стюартом Міллем: зовнішній шок дає поштовх до буму, виникає спекулятивна манія, підсилена переважно психологічними, а не фундаментальними факторами, включаючи інерційну інвестиційну поведінку значної частини учасників ринку, що, разом з доступністю дешевих кредитних ресурсів, стимулює подальше зростання ціни, яке неминуче закінчується обвалом, зі значними негативними наслідками не лише для фон-

дового ринку, але і реальної економіки, підприємств та їх працівників [6, с. 44]. Вивчення історії фондових ринків, чим займались досить поглиблено такі вчені, як Чарльз Кіндлебергер, Кармен Рейнхарт, Кеннет Рогофф та інші, дозволяє зробити висновок про те, що описана Д.С. Міллем послідовність розгортання фондової кризи мала місце у більшості зафіксованих випадків дестабілізації ринків. На перший погляд, це значно полегшує пошук ефективних методів прогнозування появи фінансових криз та відповідних механізмів протидії, що є досить популярним напрямом дослідження в наш час, проте більш детальне вивчення цієї проблематики дозволяє зрозуміти поспішність подібних висновків. На думку автора, складність цього завдання зумовлена низкою характерних властивостей фондових ринків, які ігнорувались традиційною теорією протягом досить тривалого часу:

- унікальна спекулятивна сутність фондових ринків;

- складність визначення справедливої внутрішньої вартості товару;

- специфічні фактори прийняття рішень купівлі-продажу.

Отже, на відміну від інших біржових ринків, доступ широким верствам населення, більшість з яких не є професійними інвесторами, не володіють необхідними знаннями та навичками, тому більш схильні до прийняття нераціональних рішень, до фондових торговельних майданчиків є максимально спрощеним, що є одним з чинників їх унікальної спекулятивної сутності. Більше того, непередбачуваність, на перший погляд, хаотичність ринку уподібнює, в уяві пересічних і навіть багатьох професійних учасників ринку, інвестиційну діяльність до азартної гри, де успіх залежить більше від вдачі, ніж ретельно проаналізованих та зважених рішень. Частково причиною цього є панування протягом досить тривалого часу традиційних теорій, які наголошують на неможливості переграти ринок, враховуючи його інформаційну ефективність, раціональність гравців та дію таких механізмів саморегулювання, як арбітражні операції. За таких умов немає сенсу витрачати час на пошуки унікальних інвестиційних рішень, оптимальним портфелем є ринковий, а кожна спроба отримати вищий за середній по ринку прибуток — гра в рулетку. Проте реальність не завжди підтверджує ці теоретичні постулати, натхненні прикладами таких інвесторів, як Ворен Баффет та Джордж Сорос, ринкові маси постійно шукають шляхи до швидкого збагачення, досить часто, обираючи такі нераціональні стратегії, як наслідування поведінки інших учасників ринку, асиметричність розподілу інформації підсилює спекулятивні настрої, які дуже часто виходять за розумні межі, при занадто ліберальному підході регуляторів.

Наступною особливістю фондового ринку є специфічний товар — цінні папери, визначення внутрішньої вартості та справедливої ціни яких є процесом з багатьма змінними, невідомими та припущеннями. Така формула підрахунку ціни матеріальних цінностей, як "вартість капіталу, що використовувався при виробництві, плюс певна маржа", яка є відносно зрозумілою не лише професіоналам, але і пере-

сичним споживачам, не придатна для використання на фондовому ринку, оскільки на котирування акцій значною мірою впливають очікування інвесторів з приводу перспектив діяльності компанії, майбутніх грошових потоків, прибутків та дивідендів, що робить процес підрахунку об'єктивної вартості досить складним та суб'єктивним. Непрофесійні інвестори, як правило, не володіють достатніми знаннями та навичками для проведення досить складних розрахунків, особливо по відношенню до похідних цінних паперів, тому їх інвестиційні рішення, на думку автора, априорі не можуть бути абсолютно раціональними. Більше того, акції — не стандартизований товар, як нафта, золото або інші біржові товари, тому на цьому ринку не існує ідеальних субститутів, що впливає на ефективність арбітражних операцій як механізму саморегулювання ринку.

Окрім вже перерахованих, важливою специфічною властивістю фондових торговельних майданчиків також є панування на них поведінкових факторів прийняття рішень купівлі-продажу, які є причиною частих проявів нераціональної інвестиційної поведінки. Науковці протягом досить тривалого часу ігнорували існування цих факторів, дотримуючись концепції "homo economicus", проте останнім часом, під тиском чисельних доказів схильності економічних суб'єктів до нераціональної поведінки, все більше дослідників схиляються до концепції "spiritus animalis", яка була вперше згадана ще Д. М. Кейнсом. Вплив поведінкових чинників зумовлений специфічними властивостями процесів людського мислення та аналізу: підсвідоме спрощення складних для сприйняття та аналізу процесів і понять, що призводить до хибної оцінки ймовірностей, побудови суджень лише на основі наявних, нерепрезентативних фактів, недостатньої пристосовуваності суб'єкта до змін зовнішніх умов, що науковці називають евристикою; схильність людської свідомості до повторення певних процесів мислення і стратегій поведінки, в основі якої лежать специфічні властивості процесів збору та обробки інформації людиною у співставленні з попередньо отриманими знаннями, що прийнято називати відхиленням [8, с. 11]. Евристики та відхилення спричиняють появу низки ефектів, наприклад, надмірної або недостатньої реакції, стадної поведінки та багатьох інших, які призводять до прийняття нераціональних рішень: інвестори наслідують інвестиційну стратегію інших учасників ринку, які, на їх думку, є більш досвідченими або володіють невідомою загальному ринку інформацією, обмежуючись при цьому поверхневим аналізом, приєднуються до існуючого на ринку тренду, що є ознакою стадної поведінки. На думку Джорджа Акерлофа та Роберта Шиллера, які є авторами книги "Тваринні інстинкти. Як людська психологія впливає на економіку і чому це має значення для світового капіталізму" (2009 р.), ключовим фактором економічної активності на фінансових ринках, є рівень довіри та впевненості у стабільності ситуації, оскільки сумніви щодо перспектив зростання певної галузі або економіки не лише стримують подальші інвестиції, але і змушують продавати існуючі цінні папери і вкладати кошти у більш надійні та ліквідні ак-

тиви, що можна було спостерігати під час кожної кризи, включаючи сучасну. Надмірний оптимізм інвесторів, який призводить до необгрунтованого зростання рівня довіри, також негативно позначається на функціонуванні фондових ринків: виникає ейфорія, що призводить до бульбашкового зростання цін. На думку згаданих науковців, за допомогою показника "мультиплікатор довіри" можна простежити залежність між динамікою прибутку та зміною показника довіри в економіці, який обраховується на базі індексу довіри споживачів Мічиганського університету, на основі якого деякі вчені також розробляють моделі зв'язку падіння довіри та динаміки ВВП [1, с. 16]. Акерлоф та Шиллер також відмічають вплив на поведінку економічних суб'єктів таких чинників, як почуття справедливості, корупція та недобросовісна ділова практика. Наприклад, з останнім чинником були певним чином пов'язані кожна з найбільших останніх криз на фінансових ринках: справа "Енрон", найвищі інвестиційні рейтинги для низькосортних позичальників та інші [1, с. 29].

Варто також зазначити, що специфікою функціонування сучасних фондових ринків є високий ступінь їх взаємозалежності між собою, з іншими фінансовими ринками та реальним сектором економіки, що спричиняє появу ефекту зараження або доміно, підвищуючи масштаб та значення цих криз. Такий зв'язок між фондовими ринками легко простежити на прикладі азійської кризи у середині 90-х, яка супроводжувалась формуванням цінових бульбашок під впливом припливу капіталу, який виводився з країн, де тенденція дестабілізації набувала загрозливих масштабів. Наприклад, приплив капіталу з Японії був однією з передумов формування бульбашки в Тайланді, Індонезії, Малайзії та інших сусідніх країнах у 90-х роках минулого століття, зростання котирувань акцій, у деяких випадках, зросло на 300% та 500%. Обвал фінансових ринків згаданих країн сприяв припливу капіталу до США: протягом 1982—1999 рр. ціни акцій на американських торговельних майданчиках зросли у 13 разів, ринкова вартість акцій по відношенню до ВВП зросла з 60% у 1982 р. до 300% у 1999 р. [4, с. 158].

Отже, перераховані вище чинники значно ускладнюють процес аналізу та прогнозування динаміки на фондових ринках, оскільки певні ринкові механізми та фактори інвестиційних рішень не є достатньо зрозумілими не лише учасникам ринку, але і науковцям та регуляторам, що призводить до побудови неадекватних моделей та прийняття нераціональних законодавчих рішень. Порівнюючи процес прийняття рішень купівлі-продажу товару довготривалого вжитку, наприклад, автомобіль, з акцією, можна з впевненістю сказати, що споживач не заплатить за модель бюджетного сегмента ціну автомобіля представницького класу, але на фондовому ринку це можливо, особливо під час бульбашкового зростання значна частина інвесторів купує акції за вищою ціною, навіть усвідомлюючи існування відхилення поточних котирувань від справедливого рівня, сподіваючись, що наступного дня на ці акції знайдеться покупець за ще вищою ціною. Цей феномен науковці називають теорією "більшого дурня", яку

вперше описав Д. М. Кейнс на прикладі конкурсу краси, прийшовши до наступних висновків: на фондовому ринку ціни формується не під впливом оцінки інвесторами фундаментальних факторів, а під впливом їхньої оцінки того, як аналогічні фундаментальні фактори оцінять інші учасники ринку або які будуть прогнози останніх стосовно рішень інших інвесторів. Важливим є той факт, що у кожному з наведених варіантів результати оцінки будуть різними, як і відповідні інвестиційні рішення.

Не дивлячись на те, що згадані специфічні властивості є головними внутрішніми передумовами та факторами порушення рівноваги на фондових ринках, їх роль як ключових стимуляторів ділової активності та розвитку цих ринків є беззаперечною. Більше того, дія цих внутрішніх чинників, у більшості випадків, обмежується короткостроковими та середньостроковими коливаннями котирувань навколо головної лінії тренду, динаміка якої залежить виключно від фундаментальних факторів, наприклад, розвиток економік країн, кон'юнктури світових ринків та ін. Для дестабілізації основної лінії тренду необхідне поєднання деструктивної дії внутрішніх факторів з зовнішніми чинниками — імпульсів/шоків, які автор пропонує структурувати наступним чином.

1. Геополітичні: різка та неочікувана зміна напрямку зовнішньої політики держав, включаючи розгортання збройних конфліктів та інші форми ескалації конфліктів на міждержавному рівні, яка впливає, окрім іншого, на функціонування світової економіки, перспективи розвитку суб'єктів міжнародних економічних відносин та інші пов'язані процеси; зміна законодавства, офіційні заяви та інші внутрішні політичні кроки, які впливають на правила гри на ринках, умови та перспективи функціонування домогосподарств, підприємств, галузей та економіки в цілому.

2. Загальноекономічні: зміна темпів економічного розвитку країн світу, будь-які перекося кредитно-валютної системи, включаючи надмірну пропозицію кредитних коштів та стрибки валютних курсів, різка зміна динаміки та напрямів міжнародного руху капіталу та інші фактори, що впливають на рівень забезпеченості економічного зростання грошовими ресурсами та рівень доходів економічних суб'єктів, формують очікування інвесторів стосовно перспектив розвитку та визначають рівень довіри на фінансових ринках та в економіці в цілому.

3. Інноваційні імпульси/шоки: розвиток мореплавства, залізничних сполучень, машинобудування, Інтернет-технологій та інші досягнення науково-технічного прогресу, які здатні кардинально змінити спосіб ведення економічної діяльності, підвищити продуктивність, економічну ефективність процесу виробництва та обміну товарами і послугами, що сприймається інвесторами як позитивний сигнал щодо майбутніх прибутків, тому дуже часто призводить до формування манії та ейфорії.

Варто зазначити, що частота появи та вага того або іншого поштовху/шоку змінювалась в залежності від історичного проміжку: одними з перших джерел формування тенденцій дестабілізації та виникнення фондових криз були військові конфлікти, проте встановлення

відносного балансу сил на світовій арені призвело до переміщення протистоянь між державами у економічну площину та зростання ваги економічних імпульсів/шоків. Розвиток мореплавства, міжнародної торгівлі товарами та послугами був поширеною причиною появи маній на фондових ринках протягом 17—18 століття, з надмірним оптимізмом інвестори сприймали і розвиток залізничних сполучень та інші досягнення науково-технічного прогресу, включаючи появу мережі "Інтернет" та інновації у фінансовій галузі. Війна з Іспанією була, на думку Кіндлебергера, однією з головних передумов появи економічного буму в Нідерландах протягом 1636—1637 р., проте війна Англії проти Франції 1689—1697 р., як і Семирічна війна з Нідерландами 1763—1772 р., стала однією з причин фінансової кризи 1690—1696 рр., 1763 р. та 1772 р. — відповідно [3]. Показовим прикладом впливу економічних імпульсів/шоків є стрімке післявоєнне відновлення економіки Японії, яке сприяло формуванню надмірних оптимістичних очікувань інвесторів та припливу надлишкового обсягу дешевого іноземного капіталу, результатом чого стало формування спекулятивних тенденцій на ринках нерухомості та цінних паперів: загальна ринкова вартість усіх об'єктів нерухомості Японії вдвічі перевищувала ринкову вартість усієї нерухомості США, незважаючи на те, що площа Японії складає лише 5% від загальної площі США, індекс "NIKKEI" виріс з 6000 пунктів у 1980 р. до 40 000 пунктів на кінець 1989 р., капіталізація Токійської фондової біржі склала 40% капіталізації усіх світових фондових ринків світу (лише 9% у 2009 році) [3]. Згадане бульбашкове зростання було значно "підігрите" підвищенням рівня багатства населення, оскільки саме індивідуальні інвестори володіли третиною акцій в обігу, здешевленням кредитів під заставу переоцінених активів та нераціональною боротьбою банків за перші місця в національних та міжнародних рейтингах за розміром кредитних портфельів. Негативним сигналом для ринку стало розпорядження Центрального банку Японії обмежити темпи зростання кредитів на купівлю нерухомості до темпів зростання інших кредитів, що спричинило падіння котирувань акцій на 30% [3, с. 154]. Варто зазначити, що приплив іноземного капіталу стимулює підвищення ділової активності на фондових ринках не лише з огляду на підвищення пропозиції фінансових ресурсів, але цей фактор також розцінюється інвесторами як позитивний сигнал стосовно перспектив розвитку певних галузей та економіки у цілому, тому призводить до входження цінової динаміки у досить небезпечну спіраль: бульбашкове зростання цін стимулює додатковий приплив капіталу, що посилює відрив цін від справедливого рівня та подальше зростання пропозиції фінансових ресурсів. Перехід межі між об'єктивним та спекулятивним зростанням цін досить часто є непомітним навіть професійним учасникам ринку, проте вчасна зміна стратегії останніх не завжди може врятувати ринок від дестабілізації, оскільки досить вагомим є вплив інерційних інвесторів, які оцінюють ринок з огляду на попередню цінову динаміку та продовжують грати на підвищення або пониження цін ще певний час після того, як стане зрозумілою спекулятивна природа цінової динаміки — ринок продовжує рухатись за інерцією.

Повертаючись до політичних факторів, варто відмітити вагомий вплив значення запровадження законодавчих змін, спрямованих на стимулювання чи обмеження ділової активності, зміни правил гри на ринку, інформаційного ефекту заяв політичних лідерів та інших факторів, які впливають на формування очікувань інвесторів. На думку багатьох дослідників, лібералізація фінансових ринків у Мексиці та Скандинавських країнах протягом 80-х років двадцятого століття стала однією з передумов появи тенденцій їх дестабілізації. Наприклад, уряд Мексики дозволив нерезидентам купувати 100% пакети акцій місцевих компаній та 30% банків, що дало поштовх до стрімкого зростання фондового ринку: протягом трьох років, починаючи з 1989 р., обсяг прямих та портфельних інвестицій у країну збільшився у більш ніж п'ять разів, сягнувши 18,9 млрд дол. США у 1992 р. [4, с. 62]. Негативним сигналом, який спричинив обвал ринку та відтік капіталу з країни, став дефолт уряду в 1994 році. Цікавим є той факт, що заява Б. Клінтона про виділення гарантій для Мексики, яка була спрямована на стабілізацію ринку, мала протилежний інформаційний ефект: інвестори сприйняли її як підтвердження своїх песимістичних прогнозів, що лише посилювало паніку [4, с. 63]. Саме політичні мотиви Рагхуран Раджан називає одними з головних передумов сучасної фінансової кризи, оскільки уряди дуже часто намагаються будь-якою ціною втілити у життя популістські заклики, задля отримання політичних дивідендів, наприклад, забезпечити усі верстви населення власним житлом, що є невід'ємним елементом американської мрії. Як відомо, для досягнення цієї мети уряд США пішов по шляху спрощення доступу до кредитів абсолютно усіх категорій позичальників, навіть найменш надійних, та здешевлення залучених коштів [5]. Досить показовим у цьому контексті є видача банками кредитів позичальникам без жодних джерел прибутків, роботи та активів, які отримали назву "NINJA" ("No Income, No Job (and no) Assets"). Вражає той факт, що на початку 2008 р. загальний обсяг іпотечних кредитів у економіці США становив 12 трлн американських доларів при ВВП країни лише 14,8 трлн [4, с. 37]. На думку багатьох вчених, зокрема Ч. Кіндлебергера, саме зміна обсягу пропозиції кредитних ресурсів є головною причиною формування манії та паніки на фінансових ринках, оскільки за нормальних умов обсяг кредитування зростає значними темпами, але скорочується ще більшими, щойно кредитори отримають будь-який негативний сигнал.

Інноваційні імпульси/шоки також завжди мали вагомий вплив на формування тенденцій дестабілізації на фондових ринках. Ще у 1840-х роках торговельні майданчики Англії відчули на собі наслідки манії, яка змінилась на паніку під впливом розвитку залізничної комерційної успішності сполучення між містами Манчестер та Ліверпуль стимулював приплив інвестицій в компанії, які займались будівництвом залізничних шляхів, що призвело до стрімкого зростання їх акцій протягом 1845—1846 р. та подальшого розвитку цієї галузі. Проте будівництво надмірної для того часу кількості залізничних шляхів значно знизило інвестиційну привабливість галузі та спричинило стрімкий відтік капіталу,

що закінчилось банкрутством для більшості компаній [6, с. 62]. Подібним імпульсом для США у 1920 р. став стрімкий розвиток автомобільного виробництва, розбудова мережі автомагістралей, разом з масовою електрифікацією країни та поширення телефонного зв'язку [3]. Розвиток новітніх технологій, зокрема мережі Інтернет, та пов'язані з цим перспективи розвитку певних галузей економіки також були значно переоцінені інвесторами у 90-х роках минулого століття, що закінчилось обвалом фондового ринку у 2001 р.: у грудні 1999 р. значення індексу "NASDAQ" становило 5400 пунктів (у грудні 1996 р. — лише 1300), ринкова вартість акцій, які обертались на цій біржі складала 80% ринкової вартості усіх акцій, які обертались на фондовій біржі "NYSE" [3, с. 161]. Саме інновації, на думку багатьох дослідників, стали однією з причин появи і сучасної фінансової кризи, лише цього разу вони стосувались не технологій виробництва або передачі інформації, а фінансових інструментів: поширення сек'юритизації, поява нових видів похідних цінних паперів та інших фінансових інструментів, справжня сутність та рівень ризикованості яких часто були незрозумілі не лише пересічному інвестору, але і професійним гравцям ринку, рейтинговим агентствам та регуляторам, сприяло зростанню леввериджу фінансової системи до критичного рівня. У боротьбі за клієнтів та надприбутки фінансові установи брали на себе зайві ризики, підживлюючи бульбашкове зростання ринків дешевими та доступними ресурсами, зокрема ринків нерухомості та акцій.

На думку автора, вплив інноваційних імпульсів/шоків на динаміку галузевих та загальних фондових індексів є демонстрацією утворення ринкового натовпу на основі такого внутрішнього фактора нестабільності, як схильність інвесторів до стадної поведінки. Варто зазначити, що під натовпом автор розуміє не просто збірне поняття, а унікальне об'єднання індивідів під впливом певної ідеї, поведінка та фактори прийняття рішень якого відмінні від поведінки та чинників, якими керується при прийнятті рішень кожен окремий індивід, який входить до цього об'єднання. Цей феномен було досліджено та описано соціологом Густавом Ле Боном, який відмітив низку відмінностей між поведінкою натовпу та окремих індивідів, які до нього входять: зростання самовпевненості, сміливості, героїзму, переоцінка значення фактів, що підтверджують вірність спільної, об'єднуючої ідеї, нетерпимість до інакомислячих та низка інших [2]. У контексті фондових ринків, перераховані висновки науковця мають наступне вираження:

— спільною ідеєю, яка спричиняла появу манії та ейфорії на фондових ринках, була віра у багатообіцяючі перспективи розвитку певної галузі завдяки досягненням науково-технічного прогресу, які дозволили б інвесторам отримати надприбутки, наприклад, від інвестицій в акції Інтернет-компаній в кінці 90-х років;

— зростання самовпевненості, сміливості та героїзму в натовпі призводить до ігнорування ризиків, агресивних інвестиційних кроків та неадекватній оцінці інвестиційних рішень;

— сліпа віра у спільну ідею та нетерпимість до критики призводить до переоцінки значення факторів, які

підтримують цю ідею та ігнорування чинників, які вказують на безпідставність, бульбашкову сутність очікувань, що панують на ринку, чим можна пояснити стрімке зростання ціни на акції новостворених, віртуальних компаній.

На думку автора, фондовий ринок є ідеальним середовищем для формування згаданого натовпу, тому цей напрям дослідження є досить перспективним. Деякі науковці, у тому числі Річард Талел та Касс Санстайн, розуміючи згадані властивості натовпу, запропонували механізми керування та маніпулювання останнім, з метою уникнення тенденцій дестабілізації, які назвали підштовхування до бажаної дії [7].

Отже, вплив кожної з перерахованих груп зовнішніх імпульсів/шоків на цінову динаміку на фондових ринках є досить вагомим, проте передбачити, який саме з факторів призведе до появи тенденції дестабілізації досить складно. Відомо, що не кожен військовий конфлікт закінчувався крахом фондового ринку, як і не кожен економічний бум чи наукове відкриття більбашковим зростанням цін на ньому. Враховуючи досить громіздку структуру сучасних фінансових систем, нелінійність взаємозв'язків між більшістю її елементів та інтернаціоналізацію ключових фінансових, в тому числі фондових ринків, найбільш загрозна дестабілізація останніх може бути спричинена певною комбінацією внутрішніх та зовнішніх чинників. На думку автора, найбільш небезпечними є ті зовнішні імпульси/шоки, які максимально активізують дію внутрішніх факторів дестабілізації, задовольняючи наступні критерії: новизна, непрозорість та відповідність настроям на ринку. Специфікою кожного нового фактора є відсутність історії взаємодії з іншими ринковими чинниками, впливу на системні ризики та цінову динаміку на фондовому ринку, що унеможливує його об'єктивну оцінку з допомогою традиційних моделей, тому інвестори, як правило, переоцінюють або недооцінюють його значення. Непрозорість, викликана складною структурою, також не дозволяє інвесторам прийняти раціональне рішення стосовно його впливу на ринок, тому частина з них покладається на інтуїцію або наслідує поведінку інших учасників ринку, яких вони вважають більш досвідченими, а решта просто приймає хибні рішення, будучи впевненими у своїй правоті. Показовим прикладом вищезгаданого став такий продукт фінансових інновацій початку 21 століття, як забезпечення боргових зобов'язань (CDO), що дозволяли перетворювати найменш ліквідні іпотечні борги на кредити з максимальним інвестиційним рейтингом — ААА. Такі інструменти не мали необхідної історії функціонування на ринку, яка дозволила б більш ретельно проаналізувати пов'язані з їх функціонуванням ризики, і були настільки складними, що не кожен професіонал міг їх зрозуміти, тому рівень ризиків фінансових установ, пов'язаний з використанням цих інструментів, зростав неконтрольовано. Більше того, на думку автора, досить вагоме значення має час появи зовнішнього імпульсу/шоку: якщо він підтверджує загальні настрої ринку, його вплив буде більш відчутним, ніж у тому випадку, коли цей фактор суперечитиме пануючій серед натовпу ідеї.

ВИСНОВКИ

Отже, специфічна сутність фондових ринків, яка полягає у пануванні спекулятивних настроїв та поведінкових факторів прийняття рішень купівлі-продажу, призводить до перманентної внутрішньої нестабільності цих ринків, яка, з одного боку, є необхідною умовою їх існування, але, з іншого боку, може будь-якої миті спричинити появу однієї з тенденцій дестабілізації: манії/ейфорії або паніки. Щоденні коливання навколо довгострокової лінії тренду, що виникають під впливом внутрішніх факторів у межах певних обгрунтованих коридорів, є свідченням виконання фондовими ринками функцій перерозподілу капіталу на користь більш продуктивних галузей економіки та окремих підприємств, збагачення більш успішних інвесторів та ін. За нормальних умов, ці коливання не виходять за межі, які більшість інвесторів вважають раціональними, проте поява зовнішніх факторів дестабілізації може призвести до значного відхилення цінової динаміки від її справедливого, обгрунтованого фундаментальними факторами рівня. Роль таких зовнішніх імпульсів/шоків можуть виконувати військові конфлікти, зміна регуляторної політики, стрімкий розвиток економіки, запровадження науково-технічних та фінансових інновацій, які впливають на очікування, рівень довіри та спекулятивні настрої серед інвесторів. На думку автора, ґрунтовне дослідження згаданих внутрішніх факторів дозволить розробити більш ефективні механізми протидії міжнародним тенденціям дестабілізації фондових ринків, оскільки передбачити появу та характери впливу зовнішніх факторів, як правило, неможливо, саме тому ці механізми протидії мають бути націлені, в першу чергу, на внутрішні чинники, дія яких щоденно відчувається на ринку.

Література:

1. Akerlof George A., Shiller Robert J. *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton. — Princeton University Press, 2009. — 230 p.
2. Le Bon Gustave. *Psychologia Tlumy*, Kety. — Antyk, 2004. — 95 s.
3. Kindleberger Charles P. and Robert Z. Aliber. *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2005. — 355 p.
4. Malkiewicz Andrzej. *Kryzys. Polityczne, Ekologiczne i ekonomiczne uwarunkowania*. — Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar Spolka z o.o., 2010. — 219 s.).
5. Rajan Raghuram G. *Fault Lines. How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. — Princeton: Princeton University Press, 2010. — 229 p.
6. Roubini Nouriel and Stephen Mihm. *Crisis Economics. A Crash Course in the Future of Finance*. — New York: The Penguin Press, 2010. — 307 p.
7. Thaler Richard H. *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. — London: Penguin Books Ltd, 2009. — 312 p.
8. Cookson Clive, Tett Gillian, Cook Chris. *Organic Mechanics* // *Financial Times*. — November 27, 2009. — P. 11.

Стаття надійшла до редакції 17.10.2011 р.