

Богдан ПЕТРУЦАК

ВПЛИВ ЕКЗОГЕННИХ ЧИННИКІВ НА РОЗВИТОК УКРАЇНСЬКОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

Розкрито вплив міжнародних фондових ринків на розвиток українського фондового ринку. Визначено річні, квартальні, місячні та тижневі коефіцієнти кореляції. Проаналізовано зв'язок між фондовими ринками у короткостроковому і довгостроковому періодах.

The influence of international stock markets on the Ukrainian stock market is examined. The yearly, quarterly, monthly and weekly coefficients of correlation are determined. The relation between stock markets in short and long run is analyzed.

Рівень розвитку фондового ринку, як однієї з визначальних ланок фінансового ринку, а надто його організованого сегменту – фондової біржі, є важливим індикатором ділової активності та стану розвитку реальної економіки. Розвинений фондовий ринок, побудований за принципами ефективності і справедливості, характеризується цілісністю, високою ліквідністю та інтегрованістю у світовий фінансовий простір, що є наслідком поступової інтеграції національних фондових ринків у міжнародну фінансову систему в умовах глобалізаційних тенденцій сьогодення.

Суттєве підвищення капіталізації вітчизняного фондового ринку протягом останніх років зумовлене впливами екзогенного й ендогенного характеру. Важливими екзогенними чинниками визначають: надлишок ліквідності, що був зумовлений низькими обліковими ставками центральних банків провідних країн світу, сприятливу економічну кон'юнктуру на зарубіжних ринках (зокрема значне зростання попиту на продукцію вітчизняних металургійних підприємств), підвищення експортоспроможності вітчизняних підприємств і надходження іноземних інвестицій – як прямих, так і портфельних [5, 24]. Основним ендогенним чинником була спри-

ятлива макроекономічна ситуація в Україні протягом останніх років: високі темпи зростання реального ВВП та обсягу промислового виробництва, відносно низький рівень безробіття, зростання реальних доходів населення тощо.

Вплив екзогенних чинників на національні фондові ринки постійно зростає. Це є наслідком фінансової глобалізації – процесу інтеграції міжнародних і національних фінансових ринків у єдиний світовий фінансовий ринок, який, починаючи з середини 60-х рр. минулого століття, демонструє тенденції до прискорення [2, 89].

Валютні кризи кінця XX – початку XXI ст. переконливо свідчать про те, що поява нової інформації про важливі економічні та політичні події миттєво впливає на динаміку фондових ринків. Новини із західних фондових бірж, квартальні макроекономічні дані про стан економіки США та країн Західної Європи, звітність важливих інституційних інвесторів та транснаціональних корпорацій, результати президентських чи парламентських виборів тощо можуть мати значний вплив на характер перебігу торгів. Так, різкий спад українського фондового ринку у 2008 р. здебільшого зумовлювався ситуацією на міжнародних фондових майданчи-

ках та кон'юктурою на ринку експортоорієнтованої продукції.

Мета даної статті – дослідити вплив екзогенних чинників на розвиток українського фондового ринку, зокрема визначити вектори та інтенсивність лінійного кореляційного зв'язку між українським та американським фондовим ринком, українським і російським фондовим ринком, з урахуванням офіційних індикаторів біржі ПФТС (індексу ПФТС), російської біржі RTS (індексу RTSI) та Нью-Йоркської біржі NYSE (індексу Dow Jones Industrial Average (DJIA) надалі Dow-Jones)¹. З метою порівняльного аналізу впливу Нью-Йоркської біржі на результати торгів української та російської біржі додатково знайдено значення коефіцієнту кореляції між індексом Dow Jones та індексом RTSI. Можливі припущення про недостатню репрезентативність американської економіки індексом Dow-Jones² (оскільки для його розрахунку використовуються акції 30 промислових компаній) було спростовано шляхом пошуку коефіцієнту кореляції між індексом Dow Jones та індексом Standard and Poor's 500³ (надалі S&P 500), до складу якого з 1957 р. належать акції 500 компаній з 83 індустріальних груп, що представляють 5 секторів економіки: промисловість, транспортну галузь, комунальне господарство, фінансову сферу та комплектуючі галузі [4, 105–106]. Оскільки вибірковий коефіцієнт кореляції становив 0,97, то залежність між значення-

ми індексів є близькою до лінійної. Таким чином, як і Dow Jones, так і S&P 500 добре репрезентують американську економіку.

Обчислено значення річних, кварталних, місячних і тижневих коефіцієнтів кореляції на щоденній основі. Під час проведення дослідження припускалося, що американський індекс Dow Jones здійснює вплив на український індекс ПФТС із певним часовим лагом, який пов'язаний із недостатньою поінформованістю учасників біржової торгівлі про останні новини американської економіки та перебіг торгів на Нью-Йоркській біржі. Для цього дослідження часовий лаг становить один день. Подібне припущення застосовувалося при обчисленні коефіцієнту кореляції між американським та російським індексом. Обчислення коефіцієнту кореляції між українським та російським індексом проводилося із припущенням про досконалу поінформованість контрагентів української біржі про стан російської економіки і характер перебігу торгів на біржі RTS, що є наслідком територіальної близькості, генетичної спорідненості російської та української економіки і відсутності мовних бар'єрів.

З метою коректного врахування нестандартних ринкових ситуацій (торговий тиждень був неповний або мав більше робочих днів) та їх впливу на динаміку біржових показників фіксування щоденних процентних змін згаданих індексів мало низку особливостей, зокрема: а) процентна зміна індексів за дні, протягом яких торги не проводилися, вважалася рівною нулю; б) абсолютна зміна індексів упродовж додаткових торгових днів додавалася до зміни останнього торгового дня перед додатковим (наприклад, значення абсолютної зміни індексу за суботу додавалося до значення абсолютної зміни індексу за п'ятницю і знаходилася процентна зміна абсолютної динаміки значення від початкового значення у четвер). Така специфіка розрахунку базується на припущенні, що на динаміку торгів у суботу на одній біржі впливала ситуація

¹ Бази даних для проведення дослідження сформовано самостійно шляхом фіксування щоденної процентної зміни згаданих індексів за період з 31 грудня 2006 року по 1 січня 2009 року, на основі офіційної інформації ПФТС, РТС, та Нью-Йоркської фондової біржі, яка була розміщена на офіційних веб-сторінках www.pfts.com, www.rts.ru та www.djindexes.com відповідно.

² Метод розрахунку індексу DJIA часто критикується експертами як "старомодний", а сам індекс як такий, що погано репрезентує американську економіку, тому що його розрахунок ґрунтується на зважуванні ціни і не враховує ринкової капіталізації компаній, акції яких входять до індексного кошику. На відміну від DJIA, розрахунок індексу S&P 500 ґрунтується саме на зважуванні ринкової капіталізації компаній. Детальніше див. [12].

³ Індекс S&P 500 розраховується міжнародною рейтинговою агенцією Standard and Poor's. Інформація, використана при формуванні бази даних, опублікована на сайті агенції www.standardandpoors.com

на іншій біржі у п'ятницю; в) специфіка фіксування значень індексу RTSI полягала в тому, що оцінка абсолютної зміни значення індексу уточнювалася і наступного дня торги розпочиналися з уточненого значення індексу. Тому за основу розрахунків бралася значення індексу на момент відкриття попереднього дня і на момент відкриття торгів наступного.

Вплив світової фінансової кризи на розвиток і динаміку українського фондового ринку та його падіння неодноразово наголошувалося в засобах масової інформації, ставши певним чином виправданням можливих прорахунків економічної політики українського уряду. Статистичний зв'язок світових фондових ринків з українським фондовим ринком, на прикладі Нью-Йоркської та Російської фондових бірж (PТС), обчислений як значення коефіцієнту кореляції між значеннями офіційних індексів згаданих бірж, показано у табл. 1.

Досить низька щільність кореляційного зв'язку між українським та американським фондовим ринком у 2007–2008 рр. мала б свідчити про низький ступінь впливу ситуації в американській економіці на розвиток українського фондового ринку. Однак, варто зауважити, що як і середньозважені показники річних коефіцієнтів кореляції на квартальній основі, так і квартальні коефіцієнти кореляційного зв'язку, є вищими, що проілюстровано у табл. 2 і 3. Для більшої наочності розрахункові значення коефіцієнтів кореляції подано на рис. 1.

Як бачимо, російська фондова біржа RTS має дещо більший вплив на українську фондову біржу ПФТС, ніж Нью-Йоркська. Хоча у ділових виданнях та звітах інвестиційних аналітиків дуже часто висловлюється думка щодо вирішального впливу стану американської економіки та ситуації в країнах Євросоюзу (і саме цим впливом найчастіше пояснювався спад чи поживлення

Таблиця 1

Річні коефіцієнти кореляції на щоденній основі

	Dow Jones-ПФТС	ПФТС-RTSI	Dow Jones-RTSI
2007	-0,33	0,37	-0,28
2008	0,31	0,56	0,40

Таблиця 2

Квартальні коефіцієнти кореляції на щоденній основі

Квартал Рік	Dow Jones-ПФТС		RTSI-ПФТС		Dow Jones-RTSI	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
1	0,23	0,52	-0,28	0,64	0,16	0,39
2	-0,11	0,38	-0,12	0,22	-0,05	0,04
3	0,13	0,50	-0,45	0,67	-0,02	0,32
4	0,15	0,23	-0,20	0,53	0,07	0,45

Таблиця 3

Середньозважені показники річних коефіцієнтів кореляції

	Dow Jones-PFТС	PFТС-RTSI	Dow Jones-RTSI
2007	0,10	-0,26	0,04
2008	0,41	0,52	0,30

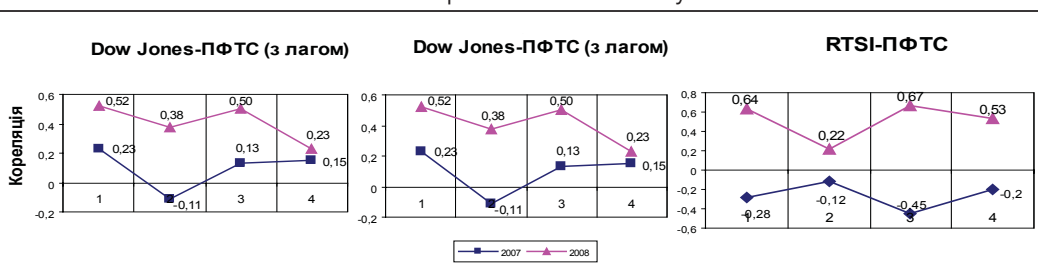


Рис. 1. Розрахункові значення квартальних коефіцієнтів кореляції

ділової активності на вітчизняному фондовому ринку)⁴. Можливою, причиною такої, певним чином парадоксальної ситуації, на нашу думку, може бути двоїстий характер впливу американської фондової біржі на українську: прямий вплив (безпосередній зв'язок) та опосередкований. Зважаючи на більшу капіталізацію російського фондового ринку, більш зрілий етап його розвитку та вищий ступінь інтегрованості в міжнародну фінансову систему⁵, вплив американської економіки на російську, з огляду на річні коефіцієнти кореляції, обчислені на щоденній основі, є помітнішим, ніж аналогічний вплив на українську економіку (див. табл. 1). Таким чином, перебіг торгів на RTS здебільшого визначається перебігом торгів на NYSE. Звідси робимо висновок, що частина впливу американської економіки на російську проєктується на українську, що прослідковується у характері перебігу торгових сесій на біржі ПФТС та порівняно високому коефіцієнту кореляції 0,56.

Вплив, який здійснювала NYSE на RTS та ПФТС у 2007 р. і протягом 2008 р., синхронно зменшувався у другому кварталі. Значне відхилення відповідного коефіцієнту (порівняно із середньозваженим коефіцієнтом кореляції на кварталній основі), що яскраво

спостерігається між впливами RTS на ПФТС та NYSE на RTS у другому кварталі, а також відхилення коефіцієнту кореляції від середнього показника для NYSE-ПФТС у третьому кварталі (див. табл. 2 і 3) є причинами порівняно низького річного коефіцієнту кореляції.

Причиною зниження коефіцієнту кореляції у другому кварталі (порівняно із першим та третім кварталами) може бути панічна поведінка інвесторів, пов'язана з банкрутством одного з найбільших американських інвестиційних банків Bear Stearns. Посилення панічних настроїв вивело ринки із рівноваги, що особливо чітко простежується у зменшенні коефіцієнтів кореляції, обчислених на місячній основі, починаючи із лютого до травня та поступовому їх зростанні з червня, що прослідковується у трьох кореляційних парах (див. рис. 2, 3 і 4).

У даній ситуації аналіз взаємозв'язку між фондовими ринками повинен враховувати факт порушення нормального функціонування ринкових систем, що проявлявся в рекордному зростанні індексу ПФТС позаминулого року та у виникненні кризової ситуації минулого року (див. табл. 4). Стрімке падіння більшості фондових ринків у 2008 р. спричинило порушення нормальних зв'язків, які існують між ними. На нашу думку, причиною вищих коефіцієнтів кореляції у 2008 р. порівняно із 2007 р. є синхронне падіння більшості фондових індексів світу. Відомо, що в періоди фінансових потрясінь синхронізація ринків є більшою ніж зазвичай, що на думку багатьох експертів є одним із наслідків глобалізації [8, 18-24].

На нашу думку, кореляційний зв'язок між фондовими ринками не є стійким, вод-

⁴ Вплив економіки країн Єврозони на економіку України також є дуже важливий, але відсутність єдиного фондового ринку країн Єврозони та існування кількох центрів впливу (Euronext, Лондонської (London Stock Exchange) та Франкфуртської (Deutsche Börse) фондових бірж) ускладнює пошук статистичної залежності їх впливу на біржу ПФТС.

⁵ За підсумками 2007 р. Росія була другим за величиною інвестором серед країн, що розвиваються, а серед країн БРІК (Бразилія, Росія, Індія та Китай) – найбільшим інвестором. Детальніше див. [13].

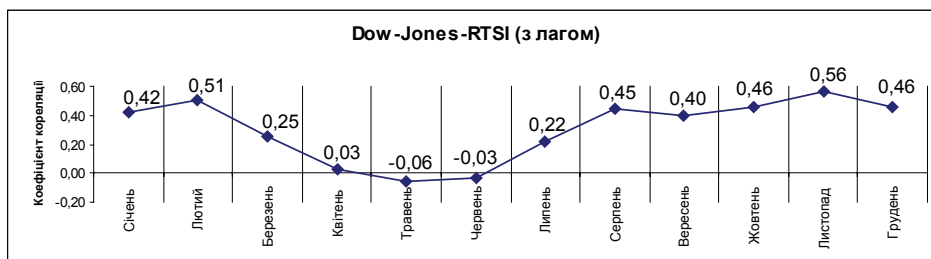


Рис. 2. Розрахункові значення місячних коефіцієнтів кореляції між індексами Dow Jones та RTSI на щоденній основі (2008 р.)

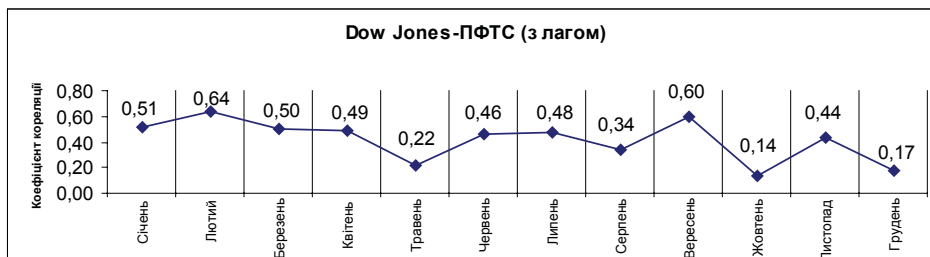


Рис. 3. Розрахункові значення місячних коефіцієнтів кореляції між індексами Dow Jones та ПФТС на щоденній основі (2008 р.)

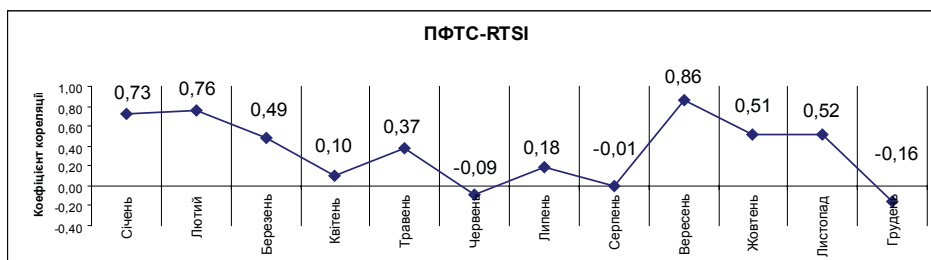


Рис. 4. Розрахункові значення місячних коефіцієнтів кореляції між індексами RTSI та ПФТС на щоденній основі (2008 р.)

ночас існує тенденція до зменшення впливу окремого екзогенного фактору зі збільшенням тривалості періоду, який аналізується. Якщо розглядати довгостроковий період як суму короткострокових періодів, то в окремих короткострокових періодах вплив певного екзогенного фактору може бути досить мінливим: як незначним, так і визначальним. Наприклад, підвищення ФРС облікової ставки чи різке падіння котирування

акцій на Нью-Йоркській біржі можуть повністю визначати характер перебігу торгів на багатьох світових майданчиках протягом кількох днів, проте надалі характер торгів визначатиметься вже іншими впливами екзогенного характеру, скажімо, позитивною макроекономічною статистикою країн Євросоюзу. Таке припущення підтверджується аналізом тижневих коефіцієнтів кореляції (див. табл. 5). Як свідчать дані табл. 5, ді-

Таблиця 4

Зростання (падіння) індексів ПФТС, Dow Jones та RTSI

	ПФТС	Dow Jones	RTSI
2007	135,40	6,43	19,20
2008	-74,33	-34,34	-72,40

пазон коливання значень тижневих коефіцієнтів кореляції досить значний, що можна спостерігати на рис. 5. Високі значення середньоквадратичного відхилення 0,58 та 0,43 (див. табл. 6) підтверджують мінливість і неоднозначність статистичного зв'язку між фондовими ринками.

Враховуючи, що у короткостроковому періоді вплив окремого екзогенного фактору є більшим та існує можливість виявити безпосередні наслідки певних подій на перебіг торгових сесій на іншому ринку, вважаємо, що для аналізу зв'язків між фондо-

вими ринками точнішими будуть значення тижневих коефіцієнтів кореляції, обчислених на щоденній основі. Таким чином, думка про те, що Нью-Йоркська фондова біржа помітніше впливає на українську фондову біржу, підтверджується математичними розрахунками (табл. 6).

Бурхливий розвиток телекомунікаційних технологій значно полегшує обмін інформацією між окремими економічними агентами різних країн світу, а динамічність і швидкоплинність сучасного світу зменшують значущість окремих чинників. Тому

Таблиця 5

Тижневі значення коефіцієнтів кореляції (2008 р.)

Тиждень	Dow Jones-ПФТС	RTSI-ПФТС	Тиждень	Dow Jones-ПФТС	RTSI-ПФТС	Тиждень	Dow Jones-ПФТС	RTSI-ПФТС	Тиждень	Dow Jones-ПФТС	RTSI-ПФТС
1	— ¹	—	14	0,81	-0,08	27	0,34	0,33	40	0,82	-0,07
2	0,51	0,86	15	-0,11	0,11	28	0,27	0,72	41	-0,45	0,25
3	0,76	0,61	16	0,68	0,42	29	0,87	0,15	42	0,92	0,79
4	0,89	0,78	17	0,79	-0,01	30	0,70	0,70	43	0,01	0,88
5	0,97	0,94	18	—	—	31	0,71	0,74	44	-0,72	0,00
6	0,85	0,51	19	0,30	-0,27	32	0,81	0,58	45	0,57	0,65
7	0,38	0,85	20	-0,62	-0,45	33	-0,50	0,15	46	0,73	0,78
8	0,55	0,57	21	0,01	0,55	34	0,65	0,07	47	0,11	0,81
9	0,77	0,86	22	0,47	-0,21	35	0,58	-0,39	48	0,60	0,78
10	0,69	-0,10	23	0,62	0,28	36	0,71	0,62	49	0,42	0,27
11	0,62	0,48	24	0,69	0,20	37	0,21	0,82	50	0,05	0,68
12	0,85	0,75	25	0,77	0,08	38	0,84	0,91	51	-0,16	-0,60
13	0,49	-0,27	26	0,05	-0,38	39	0,14	0,86	52	0,19	0,82

¹ Обчислення коефіцієнту кореляції не проводилося, у зв'язку з тим, що протягом тижня було більше ніж три дні, протягом яких торги не відбувалися.

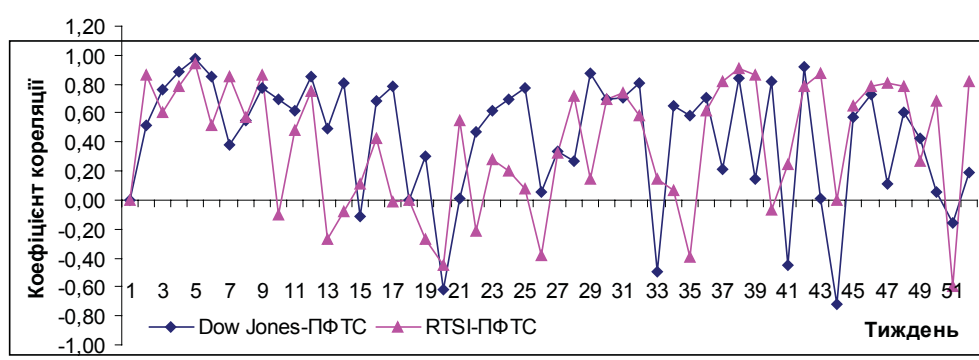


Рис. 5. Розрахункові значення тижневих коефіцієнтів кореляції (2008 р.)

аналіз тривалішого проміжку часу передбачає урахування багатьох систем впливу і виключає примат окремих чинників у зонах впливу, хоча преференційного характеру цих чинників теж не варто заперечувати: безсумнівно, Нью-Йоркська фондова біржа вагоміше впливає на біржу ПФТС, ніж Віденська чи територіально близька Варшавська біржа.

Було б невірно стверджувати, що екзогенні чинники є детермінантами перебігу торгів на фондовому ринку, але їх важливу роль не слід ігнорувати. Варто також підкреслити, що особливості перебігу політичного процесу в кожній окремо взятій країні впливають більшою чи меншою мірою на динаміку фондового ринку. В умовах фінансової та економічної кризи цей зв'язок є особливо помітним, тому що від дієвості органів влади залежить ефективність прийняття антикризових законопроектів і пов'язаний з

ними вихід країни з кризових ситуацій або подолання їх наслідків.

Стабілізація економічної ситуації в кризових умовах передбачає застосування важелів фіскальної та монетарної політики. Враховуючи, що фіскальній політиці властиві значні внутрішні лаги, тобто проміжки часу від моменту виникнення збурення до ухвалення відповідних законопроектів, наявність ефективної законодавчої гілки влади є важливою передумовою проведення результативної антикризової політики [7, 406]. Відсутність політичної волі до об'єднання у кризовий період має однозначно негативний вплив. Наприклад, внутрішньо коаліційні суперечності та фактичний розкол коаліції у вересні, на фоні негативних новин із Сполучених Штатів Америки та західноєвропейських країн, лише сприяли значному падінню фондового ринку, яке склало 30,77 і 34,04% у

Таблиця 6

Числові характеристики тижневих коефіцієнтів кореляції

	Dow Jones-ПФТС		RTSI-ПФТС	
	2007	2008	2007	2008
Математичне сподівання	-0,23	0,43	0,04	0,37
Середньоквадратичне відхилення	0,55	0,58	0,42	0,43
Максимальне значення	0,96	0,97	0,90	0,94
Мінімальне значення	-0,94	-0,72	-0,77	-0,60

вересні та жовтні відповідно ⁶. Вважаємо, що говорити про політичний детермінізм у даній ситуації буде некоректно, однак непрямий вплив, який полягає у втраті інвесторами довіри до влади та формуванні негативних раціональних очікувань економічними агентами, прослідковується.

Фондовий ринок як динамічна система, якій притаманна значна мінливість, може індукувати вірні імпульси щодо майбутнього стану економічної активності, та все ж вважаємо, що не можна ігнорувати зв'язку між його тенденціями і станом економіки. Думка про відсутність зв'язку між основними індикаторами вітчизняної фондової біржі та макроекономічними показниками є досить поширеною в діловому й науковому середовищах [10, 47-48]. Однак, незважаючи на таке скептичне ставлення до індикатора вітчизняного фондового ринку, коли "хто тільки не говорив про нерозвиненість фондового ринку, тепер виявилось, що є він чи його нема, у зародковому стані він чи ні, але цей самий зародковий ринок відреагував, просигналізував про кризу раніше, ніж всі інші фінансові ринки" [11].

Особливістю макроекономічної ситуації в Україні у 2008 р. було накладання впливів світової фінансової та економічної кризи, кризи ліквідності на ринку позичкових ресурсів з несприятливою кон'юктурою на зовнішніх ринках основних експортоорієнтованих галузей і пов'язане з нею зростання безробіття. Різне знецінення курсу національної валюти та внутрішня політична нестабільність лише посилили негативні тенденції розвитку.

Можливою причиною рекордного зростання індексу ПФТС у 2007 р. та його різкого падіння у 2008 р. може бути спекулятивний характер: співвідношення приросту обсягу торгів і ринкової капіталізації за 2000–2006 рр. становило для України 0,2. Це свідчить про те, що зростання українського фондового рин-

ку за вказаний період відбувалося, головним чином, за рахунок підвищення цін на акції, а не збільшення їх кількості в угодах, що укладаються [9, 87]. Невеликі обсяги порівняно нерозвиненого українського фондового ринку та неможливість мобілізації на ньому необхідних ресурсів для фінансування капіталовкладень є причиною того, що не тільки великі українські компанії, а й компанії регіонального значення у пошуках шляхів залучення додаткових коштів змушені користуватися послугами європейських та американських фондових майданчиків; а також причиною того, що серйозні інституційні інвестори ним не цікавляться⁷. Однак стрімке зростання індексу ПФТС за попередні роки та пов'язана з ним можливість заробити на зростанні курсу цінних паперів українських емітентів приваблювали як вітчизняних, так і невеликих (за світовими масштабами) іноземних інвесторів. Тобто йдеться про те, що фондова біржа перестала виконувати свою головну функцію як джерела перерозподілу фінансових ресурсів, а цінні папери, які на ній котируються, стали високодохідним інвестиційним інструментом в руках у спекулянтів.

В. Корнєєв підкреслює, що при усталених інституційних нормах фінансова структура економіки має бути орієнтована на масове фінансування, а не на фінансування унікальних компаній [5, 29]. Аналіз фінансових джерел формування інвестиційних ресурсів в Україні свідчить про те, що головним джерелом інвестиційних ресурсів є власні кошти підприємств, частка яких в структурі інвестицій за джерелом фінансування становить 62,8%. На кредити банків припадає 13,1%, частка інших джерел є порівняно низькою, а фінансування через первинні розміщення акцій взагалі не виокремлюється в категорію, що свідчить про низький загальний розвиток вітчизняної корпоративної культури та пов'язаний з нею рі-

⁶ Йдеться про націоналізацію американським урядом двох найбільших іпотечних компаній *Fannie Mae* і *Freddie Mac* на початку вересня, банкрутство американського інвестиційного банку *Lehman Brothers* (15 вересня), націоналізацію британського банку *Bradford & Bingley* та ісландського *Glitnir* (29 вересня). Детальніше див. [6, 10-11].

⁷ За оцінками експертів, максимально можливий обсяг інвестицій в український фондовий ринок – 1,8 млрд. дол. США, та й то у тому випадку, якщо всі нинішні власники акцій раптом вирішать продати папери. Значення 1,8 млрд. дол. можна одержати, порохувавши вартість акцій у вільному обігу (*free-float*), при поточній капіталізації ПФТС у 87,5 млрд. дол. США та середній частці акцій у вільному обігу 2-2,5%. Детальніше див. [3, 18-23].

вень розвитку організованого сегменту фондового ринку – фондової біржі [1, 73].

Виявилася слушною думка про те, що зростання українського фондового ринку є прикладом інфляції попиту, а не реального зростання вартості активів, наслідком чого є “роздування мильної бульки”, яка рано чи пізно лусне, і її жертвами стануть насамперед ті компанії, ціни на акції яких зростали найшвидше [9, 89–90]. Зрозуміло, що наслідком такого штучного зростання неминуче мала бути корекція курсів.

Незважаючи на низький ступінь інтеграції вітчизняного фондового ринку у міжнародний фінансовий ринок, світова фінансова криза не обминула його стороною, хоча, вважаємо, що глибина спаду визначається більше внутрішніми проблемами інституційного характеру, які притаманні українській економіці загалом та фондовому ринку зокрема (недостатня інформаційна прозорість, непропорційне домінування неорганізованого сегменту фондового ринку, відсутність дієвої Національної депозитарної системи, спекулятивний характер торгів на біржі ПФТС тощо).

Підсумовуючи вищезазначене, приходимо до висновку, що інтеграція українського фондового ринку у міжнародний фінансовий ринок має як свої переваги, так і недоліки. До основних переваг слід віднести, насамперед, зниження трансакційних витрат, пов'язаних із виходом українських корпорацій на міжнародні ринки запозичень і полегшення доступу вітчизняним компаніям до значних фінансових ресурсів. Недоліками інтеграційного процесу є можливості перенесення впливів фінансових, валютних чи економічних криз на українську економіку. Відмова від інтеграційних задумів і посилення автаркічних тенденцій можуть бути захисними заходами щодо недопущення подібних впливів, але застосування протекціоністських методів у зовнішньоекономічній політиці не відповідає духу часу і, на нашу думку, приносить більше втрат ніж користі: виникнення кризи свідчить про недосконалість економічної системи, а її подолання має базуватися на аналізі причин виникнення кризи і їх усуненні, що є важли-

вим кроком на шляху прогресу та запобігання виникненню подібних криз в майбутньому.

Таким чином, принцип класичної економічної теорії – прийняття рішення передбачає порівняння граничних вигод та граничних витрат – має діяти і для фондового ринку та повинен ґрунтуватися на оптимальному співвідношенні ризику негативних екзогенних впливів і переваг вільного залучення коштів.

Література

1. Ванькович Д. В., Демчишак Н. Б. Аналіз фінансових джерел формування інвестиційних ресурсів в Україні // *Фінанси України*. – 2007. – № 7. – С. 73.
2. Ватаманюк З. Г., Звонар Н. В. Ринок цінних паперів в умовах фінансової глобалізації // *Фінанси України*. – 2007. – № 6. – С. 89.
3. Дружерученко К. Інвестор без портфеля // *Контракти*. – 2008. – № 26. – С. 18–23.
4. Кіреєв О. І., Шаповалова М. М., Гребеник Н. І. та інші. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – С. 105–106.
5. Корнєєв В. Еволюція і перспективи фінансового ринку України // *Економіка України*. – 2007. – № 9. – С. 29.
6. Кравчук К. Чорні понеділки // *Контракти*. – 2008. – № 40. – С. 10–11.
7. Манків Грегорі Н. *Макроекономіка*. – К.: Основи, 2000. – С. 406.
8. Моисеев С. Р. Глобализация финансовых рынков: миф или реальность? // *Дайджест-Финансы*. – 2002. – № 3. – С. 18–24.
9. Назарчук М. І. Аналіз стану та перспектив розвитку фондового ринку України // *Фінанси України*. – 2007. – № 12. – С. 87.
10. Назарчук М. Середньостроковий прогноз розвитку фондового ринку України // *Економіка України*. – 2008. – № 2. – С. 47–48.
11. На узбіччі державних інтересів // *www.finance.ua* від 06.01.2009 р.
12. Dow Jones im Umbruch // *boerse.ard.de*. – 11.02.2008.
13. Nestmann T. Orlova D. Russland gewinnt durch Auslandsinvestitionen // *Deutsche Bank Research*. – 2008. – P. 1–11. // *www.dbresearch.de*.