

УДК 336.76

ПРИЧИНИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДИСФУНКЦІОНАЛЬНОСТІ СУЧАСНИХ ФІНАНСОВИХ РИНКІВ

О. Глущенко, Х. Райхерт

*Львівський інститут банківської справи Університету банківської справи
Національного банку України*

Фінансові ринки повинні слугувати реальній економіці і суспільству в цілому. Вказане завдання є найважливішим, оскільки основним уроком поточної світової фінансово-економічної кризи, є те, що ринки фінансових інструментів «забули» про свою базову функцію. Така «амнезія» стала основною причиною неефективності сучасної політики кредитної експансії в рамках якої переважна більшість країн світу, починаючи з 2008 року, наповнює свої банківські системи додатковою ліквідністю з метою підтримати чинники економічного зростання.

Ключові слова: інвестиції, спекуляції, інфраструктура фінансових ринків, дезінтермедіація, поведінкові фінанси.

Вступ. Після фінансової кризи 2008 року, G20 ясно сигналізувала, що принцип «менше (регуляторного впливу) – значить більше» ('less is more') перестав діяти стосовно регулювання фінансових ринків, як у зв'язку з кредитуванням споживачів, так і у сфері сек'юритизації (securitization - перетворення неліквідних активів, позик, іпотек і т.п. у ліквідні цінні папери, яке здійснюється власником шляхом групування неліквідних активів з подібними параметрами і випуску відповідних цінних паперів, забезпечених пулом даних активів з метою отримання додаткових коштів або ж усунення неліквідних активів зі свого балансу), а також у сфері «переупакування» ризиків інвестиційними банками (repackaging - для прикладу: розподіл цінного паперу на елементи – відсотки, основна сума, варанти, з метою подальшого продажу цих складових у якості самостійних фінансових інструментів) і у площині нагляду за діяльністю професійних інвесторів та спекулянтів процесі трейдингу різноманітними фінансовими інструментами [1].

Минулі 30 років, особливо друга половина вказаного періоду, довели, що саморегулювання на фінансових ринках не породило фінансову стабільність і додаткові вигоди для суспільства, а привело до концентрації ринкової влади глобальними фінансовими конгломератами, щодо яких у спеціальних пост-кризових аналітичних матеріалах прийнято застосовувати формулу «занадто великий щоб збанкрутувати» («too big to fail»). Дерегуляція стала також причиною підвищення складності інфраструктури сучасних фінансових ринків і повної безконтрольності найбільш складних його компонентів (деривативів, високочастотного трейдингу, електронних біржових платформ)[2, ст.38-83].

Переорієнтація капіталу з короткотермінових (спекулятивних) стратегій до стратегій довгострокового інвестування в реальний сектор економіки має стати основним критерієм ефективності регуляторних, антикризових і реформаторських

заходів. Необхідно пам'ятати про те, що основною ціллю фінансових ринків є ефективне розміщення капіталу, а затрати на фінансове посередництво тільки тоді можуть вважатись виправданими, коли вони належним чином задовольняють потреби реальних споживачів і надавачів відповідного капіталу. Таким чином, регулятори повинні серйозно переглянути і піддати сумніву повноцінність тих фінансових інструментів, трансакцій і систем трейдингу на фінансових ринках, які не сприяють продуктивному використанню капіталу. Даний фундаментальний зсув, який можна охарактеризувати фразою «інвестування – не є укладанням парі» має стати центральним принципом в аналізі суспільної корисності сучасних фінансових ринків.

Постановка завдання. Здійснити аналіз проблем та запропонувати необхідні напрями регуляторного впливу на функціонування сучасних фінансових ринків з метою відновлення їхньої інвестиційної функції (довгострокового ефективного перерозподілу капіталу на основі критеріїв фундаментального аналізу дійсної вартості активів), що відповідатиме інтересам реального сектору економіки та суспільства в цілому.

Результати. «Спекулянти не приносять шкоди, якщо вони залишаються бульбашками на поверхні неперервного потоку підприємництва. Однак ситуація стає більш проблематичною, коли підприємництво перетворюється в бульбашку (стає дутим, шахрайським, фіктивним) у вирі тотальної спекуляції. Коли розширення виробничого капіталу в країні стає побічним продуктом діяльності грального закладу (бірж типу казино), важко очікувати позитивних результатів».[3, ст.61].

Фінансові ринки є механізмом, за допомогою якого капітал може бути спрямований на реалізацію суспільно-корисних проєктів. Вони є важливими для підтримання нашого способу існування і глибоко вплетені у наше споживачське життя. Вони дають нам змогу управляти своїми доходами з огляду на середню тривалість життя і страхувати своє майбутнє шляхом інвестування заощаджень і придбання відповідних страхових продуктів. Незалежно від того визнаємо ми вищевказане чи ні, всі ми у сучасному світі залежимо від здорових фінансових ринків.

Фінансові ринки виконують наступні базові економічні функції:

- спрямування заощаджень і розподіл капіталу: первинні фінансові ринки дають змогу попиту і пропозиції капіталу зустрітись в одному місці, де фінансові активи первинно створюються і розміщуються. Вартість, яку корпорації або уряди отримують в обмін на актив (акції чи облігації) визначається саме на первинних ринках;
- торгівля існуючими активами і ціноутворення: вторинні фінансові ринки дозволяють власникам активів (інвесторам) продавати вказані активи у тому випадку, коли вони потребують готівки. Ціна активів на вторинному ринку повинна відображати очікування інвесторів щодо майбутніх доходів цих активів, а також полегшувати контроль ситуації у стані справ емітента з боку інвесторів. Вторинні фінансові ринки мають бути тим місцем, на якому внутрішня (фундаментальна) вартість цінних паперів відображається у їхній ринковій ціні, забезпечуючи економічно значимий індикатор для інвесторів, які купують чи продають відповідні активи;
- ризик-менеджмент: загалом, різноманітність профілів (типів, характеристик, видів) ризику серед інвесторів, дозволяє тим, хто шукає капітал вибирати найбільш відповідний актив з відповідним профілем ризику. Спеціальні інструменти фінансових ринків (головним чином, деривативи) дозволяють учасникам цих ринків

передавати їхні специфічні ризики (ринковий, кредитний, ризик відсоткової ставки, тощо) іншим учасникам ринку, які свідомо готові їх придбати.

Для того щоб ефективно виконувати вищеперелічені функції, фінансові ринки мають бути:

чесними (справедливими, неупередженими): однаково доступними для всіх бажаючих і захищені від зловживань;

організованими (упорядкованими): попит і пропозиція на активи мають бути фундаментально урівноваженими на таких ринках і тим самим зменшувати їхню волатильність;

зрозумілими (транспарентними): інформація про попит або пропозицію (перед-трейдингові дані), а також про проведені трансакції, включаючи обсяг і ціну (пост-трейдингові дані) має бути публічною;

безпечними: ринкові структури і процеси мають гарантувати виконання угод на кожному етапі ланцюга: трейдинг, кліринг, здійснення розрахунків.

Ефективність функціонування фінансового ринку, в значній мірі залежить від його інфраструктури, а також від поведінки його учасників.

Зазначимо, що вищевказані функції і характеристики суспільно-корисних фінансових ринків знайшли своє відображення в процесі перегляду Директиви ЄС «Про інвестиційні послуги» (*Investment Services Directive*), яка з 2007 року була замінена новою Директивою ЄС «Про ринки фінансових інструментів» (*MiFID - The Markets in Financial Instruments Directive*). Прийняття оновленої регуляторної Директиви ЄС було ініційоване 24.03.2000р. у якості складової частини Лісабонського порядку денного для Євросоюзу, суть якого полягала у створенні до 2010 року «найбільш конкурентоспроможної і динамічної економіки в світі, яка базується на знаннях, життєздатної до росту з більшою кількістю якісніших робочих місць і з вищим рівнем соціальної згуртованості»[4].

Головною ціллю Директиви MiFID було підвищення довіри в рамках ЄС до прямого ринково фінансування, іншими словами – дезінтермедіація (*disintermediation* – зниження ролі банків і фінансових інститутів у якості посередників на фінансовому ринку і, як наслідок, відтік фінансових ресурсів з банківської системи; дезінтермедіація може відбуватись в результаті відмови фірм від посередництва банків на ринках позикових капіталів на користь прямого випуску цінних паперів, а також в результаті відмови існуючих і потенційних клієнтів від банківських вкладів на користь альтернативних фінансових інструментів, які генеруються фінансовими ринками, зокрема, фондовими). Загальною метою дезінтермедіації було підтримання економічного зростання з концентрацією уваги на перевагах прямого доступу до фінансових, і в першу чергу, до фондових ринків[5].

В червні 2011 року, уряд Великобританії ініціював проведення аналізу функціонування британського фондового ринку з точки зору ефективності його використання для довгострокового інвестування. Аналітичну групу очолив економіст, професор Джон Кей. Висновки даного аналізу є цілком репрезентативними для фінансових ринків всієї Єврозони, оскільки група лондонської фондової біржі (LSEG Group) формує п'яту частину загального біржового обороту акціонерного капіталу європейського економічного простору (див. рис. 1).

Група аналітиків на чолі з Дж. Кеєм досліджувала наскільки британські фондові ринки здатні досягати своїх основних цілей. У своєму звіті, опублікованому у липні 2012 року, група надає докази того, що британські фондові ринки давно не

виконують своїх базових функцій. Підкреслимо, що відповідно до критерію Кея, фондовий ринок виконує свої базові функції лише в тому випадку, коли він стимулює позитивні довготермінові результати діяльності корпорацій і мінімізує транзакційні затрати для тих, хто інвестує в активи відповідних корпорацій[6].

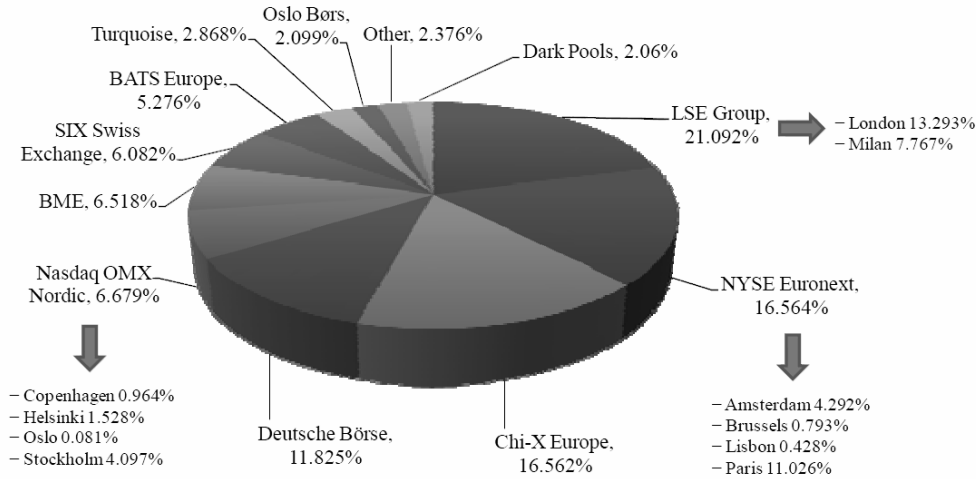


Рис. 1 Пан-європейська структура фондових ринків[7].

Особливістю аналітичного підходу Кея є те, що він вважає такі оціночні параметри як прозорість і ліквідність корисними проміжними індикаторами стану фондових ринків, але аж ніяк не їх кінцевими показниками. Всі так звані «всеохоплюючі цілі» MiFID з точки зору аналітичних критеріїв Кея є лише проміжними орієнтирами, до них, насамперед відносяться «прокращення прозорості; посилення конкуренції між надавачами фінансових послуг; захист інвесторів».

Беручи, для прикладу, конкуренцію у якості одного з цільових оціночних орієнтирів, респонденти аналітичної групи Кея піддали сумніву цінність MiFID, основні акценти якої зосереджені на тому, щоб заохотити конкуренцію між системами біржового трейдингу, що привело лише до просування нових систем (способів і механізмів) здійснення трейдингу заради самих систем, а вказане, у свою чергу, входить в прямий конфлікт з ідеєю про те, що фондові біржі існують для обслуговування потреб їхніх учасників і економіки в цілому.

Ефективно функціонуюча інфраструктура (ефективні посередники у сфері трейдингу, клірингу і розрахунків) ще не гарантує того, що фінансові ринки є ефективними. Поведінка учасників також відноситься до переліку тих цінностей, які фінансові ринки привносять у реальну економіку і суспільство.

Інвестори та емітенти є кінцевими вигодоодержувачами фінансових ринків і причиною їх існування, більшість інших учасників розглядаються у якості посередників. Стратегії і поведінка інвесторів та емітентів прямо впливають на ефективність фінансових ринків. Емітенти зацікавлені в наявності стабільних, довгострокових інвесторів, які приймають свої рішення, керуючись оцінкою справедливої ціни, що впливає з аналізу фундаментальних характеристик компанії. В свою чергу, інвестори зацікавлені у пошуку максимальної винагороди за свій ризик, який виникає завжди у процесі інвестування в активи, а також вони зацікавлені у можливості швидкої конвертації цінних паперів у готівку за відповідний проміжок часу і по справедливій ціні (ліквідність – важливий орієнтир для інвесторів).

Історично, склалося два погляди на доцільність регулювання поведінки учасників ринку, які відповідають двом різноманітним інтерпретаціям ефективності ринку: ринки є ефективними по своїй природі: учасники ринку є «раціональними максимізаторами», які прагнуть до оптимального розподілу капіталу. Будь-яке зовнішнє втручання має бути зведене до мінімуму;

ринки потребують регуляторної бази для того, щоб бути ефективними: відповідні структури і регулятори поведінки учасників ринку підтримують ефективне функціонування ринків, яке без них немислиме.

Слід зазначити, що перший підхід (ринки-ефективні), який нобелівський лауреат з економіки Роналд Коуз назвав «економікою шкільної дошки», домінував над необхідністю регуляторного впливу упродовж останніх 30-ти років. Всі законодавчі ініціативи вказаного часового періоду сприяли посиленню конкуренції через створення «єдиних правил гри», базованих на принципі, що конкуренція приватних інтересів матиме результатом підвищення ефективності і слугуватиме приросту суспільного блага. Деякі вчені і практики називали цей час періодом «дерегуляції», Європейська Комісія називає його підходом «менше (регуляторного впливу) – значить більше» («less is more»). Саме в абсолютно необгрунтованій догматизації даного підходу чимало пост-кризових аналітиків і дослідників вбачають основну причину інвестиційної дисфункціональності сучасних фінансових ринків.

Фінансові посередники отримують компенсацію за забезпечення інших учасників фінансових ринків релевантними послугами. Сума всіх доходів, виплачених фінансовим посередникам, відображає вартість вказаного посередництва. Томас Філіппон, професор з Нью-Йоркського університету, вирахував дану вартість з 1870 по 2010 роки, як відсоток до ВВП США і помітив значну історичну варіацію вказаних даних. Вартість фінансового посередництва зросла з 2% з 1870 до 1930 року. Далі вона дещо знизилась до 3% у 1950-му році, повільно зросла до 5% у 1980, однак надалі вона зросла різко до 9% у 2010 році (див. рис. 2):

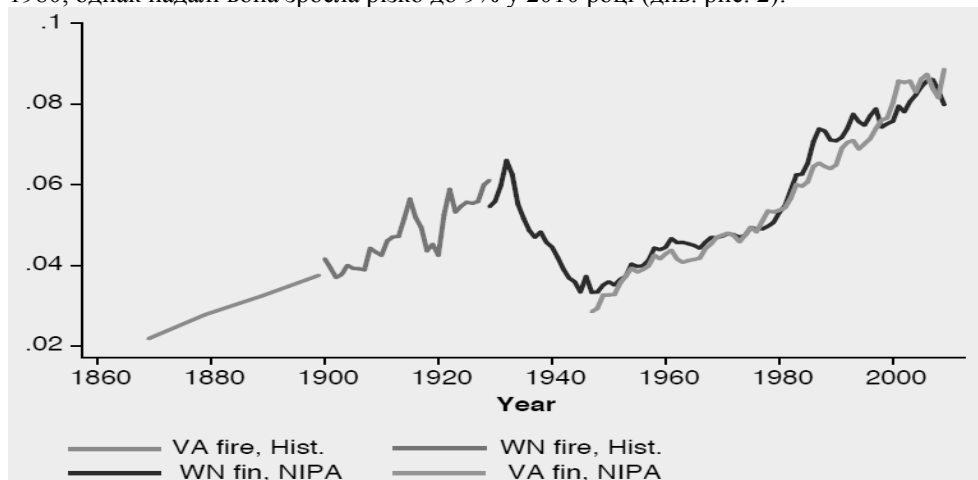


Рис. 2. Вартість фінансового посередництва (на 11.05.2011р.) [8].

Рисунок 2 показує частку доходів фінансового сектору, використовуючи різні методи і джерела даних для побудови чотирьох рядів динаміки. Два старших ряди динаміки "VA fire, Hist" and "WN fire, hist" категоризують фінансовий сектор як

такий, що включає фінанси, страхування і сегмент операцій з нерухомим майном. Два більш сучасних ряди динаміки «WN fin, NIPA» і «VA fin, NIPA», виключають сегмент нерухомого майна з визначення фінансового сектору. Розмір фінансового сектору виміряний як шляхом співвідношення його доданої вартості до ВВП (ряд динаміки позначений буквами VA), так і шляхом співставлення виплат компенсаційних винагород службовцям фінансового сектору до загальної суми компенсаційних виплат в економіці (ряд динаміки позначений буквами WN).

По суті, трансакційні витрати, пов'язані із купівлею-продажем фінансових активів повинні були б зменшитись, з огляду на впровадження інформаційно-технологічних інновацій (ІТ) у фінансовому секторі. Даний ефект мав би зменшити затрати на фінансове посередництво в цілому. Рисунок 3, 4 і 5 показують еволюцію частки затрат сфери оптової, роздрібно́ї торгівлі та фінансового сектору у ВВП США, а також еволюцію частки затрат на ІТ-технології у сфері оптової, роздрібно́ї торгівлі та у фінансовому секторі відповідно. Контраст вражаючий. Логічним є висновок про те, що для всіх видів фінансових послуг, які нагадують специфіку оптової і роздрібно́ї торгівлі, затрати на здійснення посередництва мали б не менш суттєво зменшитись, у той час, як рисунок 5 показує діаметрально протилежну тенденцію.

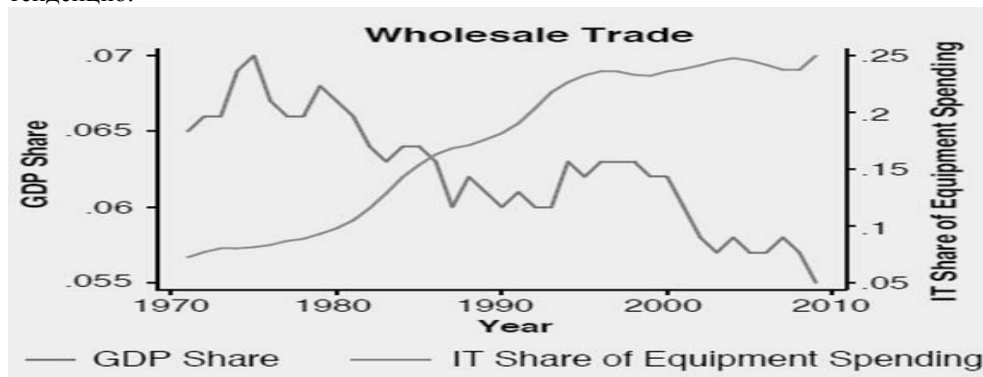


Рис. 3 Затрати оптової торгівлі у ВВП (синя лінія) і частка затрат на ІТ у сфері оптової торгівлі США (оранжева лінія) [8].



Рис. 4 Затрати роздрібно́ї торгівлі у ВВП (синя лінія) і частка затрат на ІТ у сфері роздрібно́ї торгівлі США (оранжева лінія) [8].

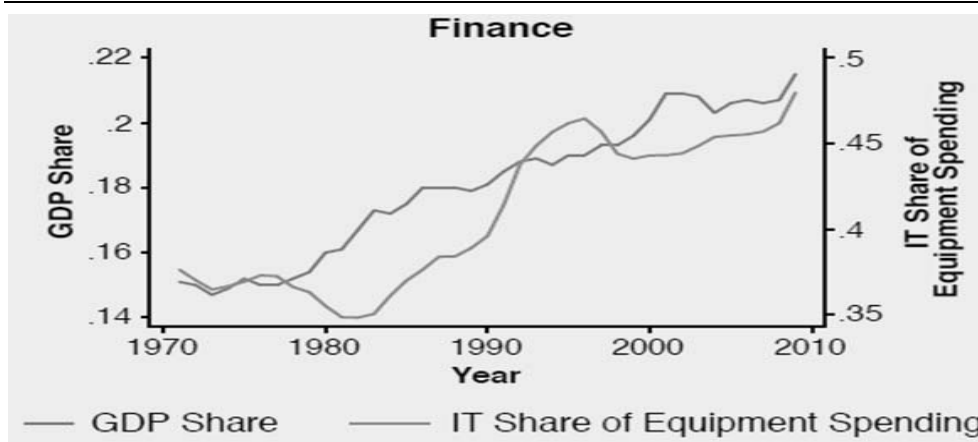


Рис. 5 Затрати фінансового сектору у ВВП (синя лінія) і частка затрат на ІТ в фінансовому секторі США (оранжева лінія) [8].

За даними Томаса Філіппона, частка фінансової індустрії у ВВП США знаходиться на рівні, який на 2% вищий, ніж той, який вважається гранично допустимим відповідно до неокласичної моделі росту, виходячи з історичної динаміки. Іншими словами, вказана дельта у 2% ВВП є відображенням нерационального використання ресурсів в межах фінансового сектору США на суму понад 280 мільярдів доларів.

Не менш цікавою є динаміка, показана на рисунку 6, яка відображає еволюцію заробітних плат у фінансовому секторі США залежно від рівня його регулювання:

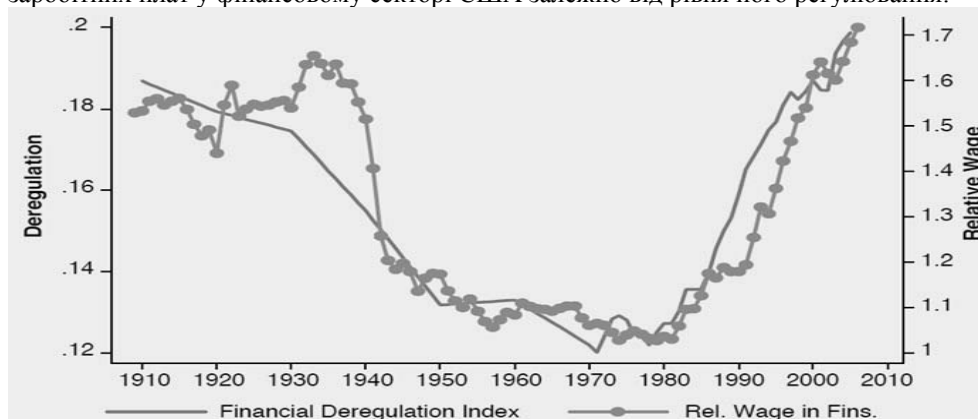


Рис. 6 Відносний рівень заробітних плат у фінансовому секторі США (оранжева лінія) та рівень дерегуляції фінансового сектору (синя лінія) [8].

В середовищі професійних учасників фінансових ринків давно відомо про вплив на динаміку ринкових (біржових) цін ірраціональної поведінки людей (страх, жадність, стадний інстинкт і т.п.) і небагатьом з нас вдається протистояти спокусі отримати прибуток від коливання біржових цін навіть тоді, коли ми усвідомлюємо, що ціна конкретного активу не відображає його фундаментальної вартості. Необхідно зазначити, що сучасні академічні джерела кидають виклик догматизації

парадигми ефективних ринків, яка не враховує вагомого доробку у сфері поведінкових фінансів. В свою чергу, поведінкові фінанси додають когнітивний (пізнавальний) компонент у площину дослідження поведінки учасників фінансових ринків, пов'язуючи його як з психологічними чинниками такої поведінки, так і з чистими раціональними намірами індивіда.

Поточна хвиля ре-регуляції (the wave of (re-)regulation) - повернення до регулювання фінансових ринків у США, ЄС та в інших країнах світу, має таким чином базуватись не на теоретичних гіпотезах, а на реалістичному розумінні того, яким чином приймають рішення учасники ринку і виходячи з яких умов вони ці рішення приймають.

Існує чимало визначень сучасного інвестування, як довгострокових спекуляцій, а спекуляцій, як короткострокового інвестування. Однак, інвестування і спекуляції різняться не тільки і за критерієм часового горизонту. Базуючись на симетричному доступі до інформації (долаючи чинники асиметричної поінформованості), чесних і упорядкованих фінансових ринках, інвестування створює партнерство між корпорацією або іншою юридичною особою, яка одержує фінансування та інвестором – поєднує їх як в успіху так і в несприятливих умовах. Приріст вартості, яку одержує інвестор, залежить від стану справ в реальному секторі економіки. Інвестор і власник контрольного капіталу виграють чи програють разом. Спекуляції, з іншого боку, є грою з нульовою сумою, в якій гроші, зароблені спекулянтом є втратами іншої сторони відповідної угоди (емітента) і навпаки.

Очевидним є те, що фінансова криза зіграла роль в інвестиційній анемії первинних фінансових ринків, однак проблема є старшою за фінансову кризу 2007-2008 років. Дослідження, проведене департаментом фінансових ринків Франції і опубліковане у 2005 році демонструє, що фондові ринки не виконували своєї функції акумулювання капіталу навіть у першій (докризівій) половині минулого десятиліття (див. рис. 7):

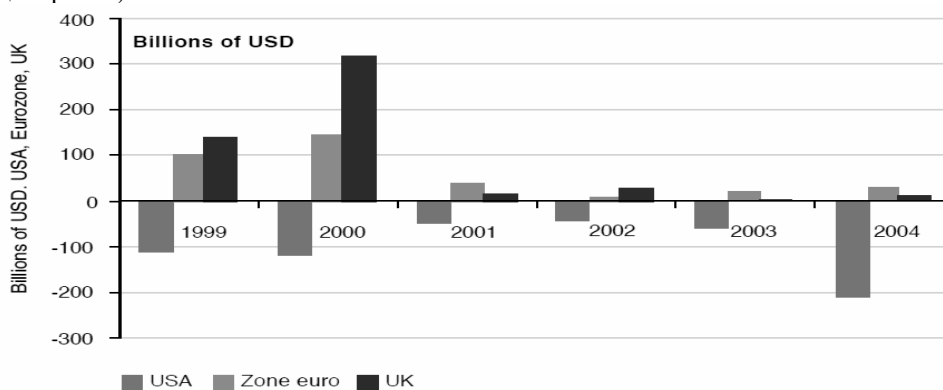


Рис.7. Приріст капіталу на фондових ринках США, Єврозони і Великобританії з урахуванням зворотного викупу акцій нефінансовими корпораціями[9].

Фактично, у США, фондові ринки виводили більше капіталу з економіки, ніж вводили цей капітал у неї, генеруючи тим самим чистий негативний вплив.

Висновок. Важливість ситуаційних спонук-стимулів, поведінкових чинників, інституційних чи правових обмежень, не можна ігнорувати, намагаючись зрозуміти дійсну природу сучасної дисфункціональності фінансових ринків. Фінансовим

ринкам потрібна регуляторна «допомога», спрямована на посилення їх ефективності в контексті виконання цими ринками їхньої основної (інвестиційно-спрямовуючої) функції для реального сектору економіки і для суспільства в цілому. Без чіткої схеми інвестиційно орієнтованого регулювання діяльності сучасних фінансових ринків – наступної кризи доведеться чекати недовго, оскільки вона знаходиться зовсім близько, десь тут, за якимось дерегульованим «кутом».

THE REASONS OF INVESTMENT DYSFUNCTIONALITY OF MODERN FINANCIAL MARKETS.

O. Hlushchenko, Kh. Raikhert

Lviv institute of banking of University of banking of the National bank of Ukraine

This article examined modern problems of functioning of the financial markets, connected with non-fulfilment of the base functions by them: boosting long-term corporate performance and minimisation of transaction costs for investors.

Keywords: investment, speculation, infrastructure of the financial markets, disintermediation, behavioural finance.

ПРИЧИНЫ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДИСФУНКЦИОНАЛЬНОСТИ СОВРЕМЕННЫХ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ.

О. Глущенко, Х. Райхерт

*Львовский институт банковского дела Университета банковского дела
Национального банка Украины*

В статье рассмотрены современные проблемы функционирования финансовых рынков, связанные с неисполнением ими своих базовых функций: стимулирование позитивных долгосрочных результатов деятельности эмитентов и минимизация транзакционных издержек для инвесторов.

Ключевые слова: инвестиции, спекуляции, инфраструктура финансовых рынков, дезинтермедиация, поведенческие финансы.