

ЗРОСТАННЯ НЕСТАБІЛЬНОСТІ ФІНАНСОВОЇ АРХІТЕКТУРИ ГЛОБАЛЬНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У ДРУГІЙ ПОЛОВИНІ ХХ – НА ПОЧАТКУ ХХІ СТ.

Показано процес формування глобального ринку цінних паперів у другій половині ХХ – на початку ХХІ ст., що призвело до зростання обсягів міжнародних інвестицій і до підвищення нестабільності ринку, на якому почастишали фінансові кризи, що є відображенням циклічності в розвитку ринку. Виявлено основні закономірності чергування періодів підвищеної активності і спаду на ринках цінних паперів

Постановка проблеми. Система, яку останнім часом називають фінансовою архітектурою глобального ринку цінних паперів, почала формуватися у середині ХХ ст., а особливості її розвитку визначили сучасний ландшафт цього ринку. Для динамічного зростання ринків цінних паперів окремих держав (особливо з фінансовими ринками, що формуються і розвиваються) принципово важливим чинником є їх інтегрованість у систему взаємозв'язків на глобальному ринку цінних паперів, і цим визначається актуальність дослідження, описаного у статті. Однак у другій і половині ХХ ст. у процесі формування глобального ринку цінних паперів значно зросла складність взаємозв'язків на цьому ринку і посилилася його загальна нестабільність, яка є наслідком циклічного розвитку ринку. Закономірності виникнення такої нестабільності вивчені недостатньо, і це є проблемою даного дослідження.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Дослідженню цієї проблеми присвячено праці А. ван Агтмела, Дж. Гелбрейта, А. Грінспена, К. Кіндлбергерера, Л. Меламеда, Х. Мінські, Р. Міші, Л. Ніла, Н. Рубіні, Дж. Сороса, Н. Фергюсона. Серед українських авторів, що вивчали цю проблему, потрібно таких авторів як В.М. Геєць¹, А.І. Сухоруков², З.О. Луцишин³. Потрібно також згадати російських дослідників М. Ескіндарова і Я. Міркіна⁴.

В працях зазначених авторів проаналізовано основні етапи розвитку ринку цінних паперів у другій половині ХХ – на початку ХХІ ст., але закономірності виникнення дестабілізації ринку розкриті не повністю, і тому визначення цих закономірностей є метою описаного дослідження.

Викладення основного матеріалу дослідження. У червні 1944 р., коли поразка Німеччини у Другій світовій війні стала очевидною, на Бреттон-Вудській конференції постала проблема відновлення системи економічних зв'язків після закінчення війни. Було запропоновано два проекти – британський Д. Кейнса і американський Г. Уайта. Д. Кейнс пропонував створення світового центрального банку і особливої міжнародної валюти, однак ці ідеї не мали підтримки серед представників США і після тривалих дискусій на конференції прийняли проект, який поєднував у собі елементи обох пропозицій. Були створені міжнародні організації – Міжнародний валютний фонд (МВФ) і Міжнародний банк реконструкції і розвитку (МБРР, Світовий банк); у 1947 р. була створена ще одна організація – General Agreement Tariffs and Trade (ГАТТ). Провідне значення у цих організаціях мали США, а долар став основною міжнародною валютою, що визначило особливості розвитку світового ринку цінних паперів у другій половині ХХ ст.

Після закінчення Другої світової війни потреба у відбудові підприємств у країнах, що брали участь у війні, зумовила зростання економічної активності. З середини ХХ ст. почався активний розвиток ринку цінних паперів, що призвело у 1960-і роки до періоду нестабільності на біржах і ринках цінних паперів (чому сприяло поширення у 1960-і роки єврооблігацій і швидке зростання обсягів ринку деривативів у 1970-ті рр.), який тривав до початку 1980-х⁵. Однак цей період нестабільності не вплинув на загальну тенденцію до зростання інтернаціоналізації ринків цінних паперів.

З початку 1980-х (а у США і Британії – з початку 1970-х) все більше значення як джерело фінансових ресурсів набуває ринок цінних паперів, а панівне значення банків у фінансуванні економіки зменшується. Це пояснюється послідовною політикою лібералізації і дерегуляції ринків (зокрема, у США у 1980 р. було прийнято Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act⁶), а також поглибленням міжнародних економічних зв'язків завдяки розвитку засобів зв'язку і передачі інформації.

Метою політики лібералізації і дерегуляції було створення рівних умов для всіх учасників ринку цінних паперів, а наслідком цієї політики стала важлива тенденція другої половини 1980-х років – швидке зростання потоків інвестицій на фінансові ринки, що формуються та розвиваються. Символічною стала публікація у 1984 р. книги Антуана ван Агтмела "Ринки цінних паперів, що недавно виникли"⁷, яка привернула увагу до можливості одержати підвищені прибутки на цих ринках.

Потрібно згадати і про таку тенденцію, як розмивання функціональних меж між різними продуктами ринку цінних паперів, що призвело до появи гібридних продуктів і зростання значення деривативів, які на сучасних ринках цінних паперів мають особливо велике значення, а їх ринок зростає найдинамічніше. Тривалий час у США ця тенденція стримувалася такими нормативними документами як McFadden Act⁸ (1927), що обмежував процеси банківської концентрації, і Glass-Steagall Act⁹ (1933), який передбачав чітке розмежування між комерційними та інвестиційними банками, і не сприяв розвитку гібридних інструментів.

Після того, як на початку 1980-х років Лондонська біржа стала основним центром операцій з єврооблігаціями і новими гібридними інструментами, послаблення обмежень на міжнародні операції з цінними паперами призвело до так званого "**великого вибуху**" у жовтні 1986 р. на Лондонській біржі, що мав вирішальне значення у створенні сучасного глобального ринку цінних паперів. Якщо у США в цей час провідне значення мали радикальні технологічні інновації (початок швидкого розвитку персональних комп'ютерів і нових засобів зв'язку), то основні інновації у Лондоні в цей час були не

¹ "Украина не устояла перед мировой финансовой системой" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://inforotor.ru/news/273986>.

² Інвестування української економіки: Монографія / За ред. А.І. Сухорукова. – К.: Національний інститут проблем міжнародної безпеки, 2005.

³ Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / З.О. Луцишин. – К.: Вид. центр "Друк", 2002.

⁴ Ескіндаров М., Миркин Я. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия / М. Ескіндаров, Я. Миркин. – М.: Финансовая академия при правительстве РФ, 2008. – 148 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.advvertology.ru/index.php?name=Book&bid=3957495>.

⁵ Можна відзначити нестабільність у 1979 р. на ринках цінних паперів в Англії і США, коли П. Волкер (на той час голова ФРС США) виступав за запровадження жорстких обмежень у монетарній політиці аналогічно до подібних обмежень у Британії.

⁶ Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (<http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-2200.html>).

⁷ Agtmael A., van. Emerging Securities Markets. – Л.: 1984; Agtmael A., van. The Emerging Markets Century: How a New Breed of World-Class Companies Is Overtaking the World. – N. Y.: Free Press, 2007. – 384 p.

⁸ McFadden Act (http://en.wikipedia.org/wiki/McFadden_Act).

⁹ Glass-Steagall Act (http://en.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act).

технологічними, а пов'язаними з радикальною лібералізацією державного регулювання і послабленням контролю центрального банку (Bank of England) над операціями Лондонської біржі, обсяг яких у 1980-і роки зріс у 17 разів (обсяг операцій Токійської біржі зріс у цей час у 9 разів, Нью-Йоркської біржі – у 4 рази)¹⁰.

Революція в інформаційних технологіях, яка почалася у цей час (швидке запровадження комп'ютерної техніки на фінансових ринках, а з початку 1990-х – поширення Інтернету у сфері фінансових послуг) значно прискорила створення глобального ринку цінних паперів. У США NYSE стала першою фондовою біржею, яка запровадила інформаційні технології на ринку цінних паперів – у 1976 р. створено автоматизовану систему DOT – Designated Order Turnaround). У 1977 р. подібна система була запроваджена у Канаді на фондовій біржі TSX (Toronto Stock Exchange).

З кінця 1980-х рр. у США **на первинному ринку** цінних паперів **основними учасниками стали NYSE і AMEX** (American Stock Exchange, 10% від обсягу операцій NYSE), а також регіональні біржі у Бостоні, Чикаго тощо. Лідером на **вторинному ринку** став **NASDAQ**, один з найпрестижніших ринків цінних паперів, де в обігу перебувають акції таких провідних високотехнологічних компаній як Microsoft, Intel, Dell, Cisco. У 1996 р. в Європі було створено подібну систему – EASDAQ, поглинуту у 2001 р. NASDAQ, унаслідок чого було створено NASDAQ Europe. Однак глобальна система торгів на ринку цінних паперів виявилася недостатньою ефективною, і у червні 2003 р. акціонери NASDAQ Europe вирішили ліквідувати компанію. Невадим було також створення NASDAQ Japan, ліквідованої у червні 2002 р.

Серед важливих центрів на сучасному світовому ринку цінних паперів потрібно згадати **Токійську біржу**, створену ще в 1878 р. (ця біржа за обсягом операцій посідає друге місце після NYSE) і **Лондонську біржу** (London Stock Exchange, LSE), яка перебуває на третьому місці після Нью-Йоркської і Токійської бірж. У Франції після об'єднання Паризької біржі з біржами Амстердама, Брюсселя і Лісабона у січні 2002 р. було створено торговельну систему **Euronext NV**. У Німеччині важливе значення має фондова біржа у Франкфурті – **Deutsche Borse AG**.

Отже, наприкінці ХХ ст. виник глобальний ринок цінних паперів, а ринки цінних паперів стали важливим джерелом фінансування економіки. Однак кризові явища ставали все частішими. Ці кризи можна поділяти на декілька типів: 1) банківські кризи; 2) структурні кризи боргу країн що розвиваються (наприклад, мексиканська криза 1982 р. та ін.); 3) кризи на ринках нерухомості (1990–1991 рр.); 4) кризи фінансової лібералізації (у Мексиці в 1994–1995 рр., в Південно-Східній Азії у 1997–1998 рр., в Росії в 1998 р., у Бразилії в 1998 та 2002 рр., в Аргентині в 2001 р.). До суто фінансових криз можна віднести кризу ліквідності та кредиту 2008–2009 рр., а серед криз на ринках цінних паперів наприкінці ХХ ст. потрібно відзначити кризи 1987 і 2000 рр.

Передумовами **кризи 1987 р.** стала сукупність чинників – підвищена активність на ринках цінних паперів, зниження відсоткових ставок (з 15% у 1981 р. до 9% у 1983 р.); зменшення рівня інфляції (від 10% у 1981 р. до 3,5% у 1985 р.); а також спрощення умов одержання кредитів, що призвело до зростання їх обсягів. Подібно до того, як це було у 1929 р., активізувалася біржова спекуляція, чому сприяла можливість одержання високих прибутків від суто фінансових операцій. На ринок почали виходити нові індивідуальні інвестори – 40 млн. громадян США і 7 млн. Франції стали у середині 1980-х років прямими власниками акцій¹¹, що, з одного боку, забезпечило приплив значних фінансових ресурсів (заощадження інвесторів, які можна було трансформувати в інвестиції), а з іншого боку – підвищило складність управління портфелями цінних паперів

дрібних інвесторів. Професійне управління портфелями дрібних інвесторів могли забезпечити інституційні інвестори (страхові компанії, пенсійні та інвестиційні фонди), тому їх значення стало швидко зростати. Крім того, активно розвивався ринок деривативів. Все це призвело до підвищення цін на акції та збільшення розриву між капіталізацією акцій та їх реальною вартістю (подібно до того, як це було у 1929 р.). Ці тенденції відзначалися і у США, і у Західній Європі, і в Японії.

До того ж, у 1986 р. унаслідок зниження податків у США, бюджетний дефіцит досягнув 220 млрд. дол., а курс долара з вересня 1985 по лютий 1987 рр. знизився на 40%. порівняно з курсом німецької марки. Тому з січня 1987 р. ФРС США почала підвищувати відсоткову ставку, що призвело до зниження інвестиційної активності. Зростає загальна нестабільність ринку цінних паперів, і у жовтні почалася криза¹². Максимальне падіння ринку відбулося 19 жовтня 1987 р. – індекс Доу Джонса знизився за день на 22,6%.

Оскільки міжнародні ринки цінних паперів у 1987 р. були набагато більше пов'язані між собою, ніж у 1929 р., спад відзначався одночасно у всіх центрах світового ринку цінних паперів – у Лондоні, Парижі, Гонконгу у цей день відбулося падіння курсів на 11%, у Токіо на 2,3%¹³. Найбільшими були збитки на ринку деривативів.

Центральні банки (насамперед, європейські) не повторювали помилки 1929 р. – вони швидко знизили відсоткові ставки і використали стабілізаційні фонди для підтримки неликвідних цінних паперів, унаслідок чого криза 1987 р. тривала тільки декілька тижнів, і після неї почався новий період активності на ринках цінних паперів.

У 1990-і роки система "глобального капіталізму", основою якої став загальносвітовий ринок цінних паперів, досягла свого найвищого розквіту, чому сприяли радикальні технологічні інновації у сфері інформаційних технологій. Сформувалася система "stock market capitalism" – "акціонерний капіталізм", тобто капіталізм, орієнтований на залучення фінансових ресурсів через ринок цінних паперів. В основу такої системи було покладено англо-американські традиції вільного розвитку ринку цінних паперів (на відміну від європейської системи, у якій провідне значення мало банківське фінансування).

Велике значення на цьому ринку набули інституційні інвестори (основними з них є страхові компанії, пенсійні фонди та інвестиційні фонди) саме ці інвестори забезпечили у 1990-і роки активне надходження капіталів (акумульованих заощаджень індивідуальних інвесторів, трансформованих на інвестиційні ресурси) на ринки цінних паперів та їх стрімке зростання у цей час, унаслідок чого ринки цінних паперів стали принципово важливим компонентом фінансової системи у більшості держав.

Однак неважко було прогнозувати, що чергове зростання активності на ринках цінних паперів підвищує нестабільність цих ринків, ознаками чого стали регіональні кризи кінця 1990-х років, особливо кризи в Південно-Східній Азії у 1997–1998 рр. і в Росії у 1998 р.¹⁴. Масштабна криза (так звана "**криза Інтернет-компаній**"), яка вплинула на загальний стан світового ринку цінних паперів, відбулася у 2000 р. Вона була пов'язана з активною спекуляцією акціями компаній так званої "нової економіки" ("new ecomoty" – популярне у той час поняття), що спиралася на інформаційні технології. Подібно до того, як у 1920-і роки технологічні інновації призвели до надмірного завищення цін на акції нових компаній, з якими інвестори пов'язували перебільшені, надто оптимістичні прогнози активного економічного зростання, розвиток інформаційних технологій у 1990-і роки

¹² Детальніше див.: Melamed L. Leo Melamed on the markets / L. Melamed. – N.Y.: Wiley, 1993. – P. 147–188.

¹³ Galbraith J. A Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. – N. Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – P. 96–97; Spieser P., Belze L. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 500.

¹⁴ Детальніше про особливості кризи 1998 р. див. Інвестування української економіки: Монографія / За ред. А. І. Сухорукова. – К.: Національний інститут проблем міжнародної безпеки, 2005. – С. 425–426.

¹⁰ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 276–277, 289.

¹¹ Spieser P., Belze L. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 499.

став причиною надмірних очікувань щодо зростання прибутковості акцій компанії, пов'язаних з Інтернет-комерцією ("електронна комерція", "e-commerce"), які значно перевищували реальні можливості цих компаній щодо динаміки розвитку і підвищення прибутковості.

Типовим прикладом є компанія Yahoo. Створена у 1994 р. як одна з перших пошукових систем, ця суто віртуальна компанія, яка не має реальних активів, підвищила свою біржову капіталізацію до 7 млрд. дол. у 1998 р. (більше, ніж у відомої компанії Kodak); ціна на акції зросла з 42,5 дол. до 222 дол., але у 2000 р. різко знизилася до 25 дол. Хоча компанія Yahoo продовжує існувати, за рівнем технологічних інновацій вона поступається компаніям-конкурентам, а стрімкий злет її ринкової капіталізації і ціни на акції, а потім не менш стрімке падіння є типовим для багатьох Інтернет-компаній. На початок 2000 р. капіталізація Cisco Systems перевищувала 500 млрд. дол., капіталізація Microsoft становила 261 млрд. дол. (для порівняння, капіталізація General Motors – 257 млрд. дол.), AOL.com – 63 млрд. дол., що більше ніж капіталізація відомої кінокомпанії Disney (61 млрд. дол.). Завищену капіталізацію компаній, пов'язаних з інформаційними технологіями, можна було бачити і у країнах Європи.

Криза "Інтернет-компаній" (або "dot.com`s", як їх тоді називали) яка показала, наскільки інтегрованим став єдиний глобальний ринок цінних паперів, почалася у січні 2000 р. і досягла свого максимуму у березні 2000 р. – поширенню кризи сприяв судовий процес проти компанії Microsoft, якій загрожувала ліквідація. Унаслідок цієї кризи велика кількість компаній у сфері інформаційних технологій стали банкрутами, а тривала тенденція економічного підйому періоду 1990-х років змінилася тенденцією до зниження економічної активності, чому сприяли відомі корпоративні скандали 2000–2001 рр. (Enron, WorldCom та ін.), реакцією на які стало прийняття у США закону Сарбейнса-Окслі і загальне посилення державного регулювання на ринках цінних паперів.

Ці події на початку XXI ст. стали важливими **передумовами глобальної фінансової кризи 2008-2009 рр.** Нестабільність ринків посилювало те, що в економічно розвинених країнах все більше значення набувала тенденція аутсорсингу – продажу матеріального виробництва у країни Південно-Східної Азії, насамперед у Китай. У цій країні з причини національних традицій ощадливості у період економічної та політичної лібералізації було нагромаджено величезний обсяг заощаджень і виник значний інвестиційний капітал, який на початку XXI ст. вкладався переважно в економіку США. Китай став основним кредитором Америки, що ще більше посилює тенденцію до нестабільності як економіки США, так і глобальної економічної системи.

По суті, наприкінці 1990-их років на глобальному ринку цінних паперів відбувалося зростання величезної спекулятивної піраміди, пов'язаної не тільки з акціями компаній інформаційних технологій, а й з поширенням деривативів та іпотечних цінних паперів – про небезпечність цієї піраміди попереджав у 1999 р. Дж. Сорос¹⁵, а на початку XXI ст. – Нуриель Рубіні (Nouriel Roubini)¹⁶, який став після цього одним з найвідоміших фінансових аналітиків.

Як відзначає В. М. Геєць, світова фінансова система продукувала підвищену кількість грошей, потрібну для одержання прибутків – цей процес почався ще у 1970 рр. після підвищення цін на нафту, а у 1990-і рр. відзначалася кредитна експансія у країни з фінансовими ринками, що формуються і розвиваються, зокрема, в Україні¹⁷.

Після першої хвилі економічного спаду у 2000-2001 рр. (спричиненого кризою Інтернет-компаній) з

метою зберегти активність на ринку цінних паперів почалися спроби активізувати ринок за допомогою методів секьюритизації на ринку нерухомості, зокрема через випуск спеціалізованих іпотечних цінних паперів MBS (mortgage backed securities), призначених для придбання нерухомості, після чого виник черговий "бум" на ринку нерухомості і на ринку MBS. Темпи зростання ринку MBS були безпрецедентними – з 0,2 млрд. у 1980 р. до 4000 млрд. у 2007 р.¹⁸, однак зрештою, коли для інвесторів стало очевидним, що і ціни на нерухомість, і вартість MBS, і їх рейтинг значно завищені, а стагнація на ринку нерухомості поглиблюється і не має перспектив, у 2007 р. на цьому ринку настав крах, що було поштовхом для початку загальносвітової кредитно-фінансової, а потім і економічної кризи 2008-2009 рр.¹⁹

Хоча протягом своєї історії ринки цінних паперів завжди були важливим чинником економічного зростання і підвищення добробуту населення (протягом 1990-х добробут населення підвищився у більшості країн світу), цим ринкам за самою їх природою властива циклічність розвитку²⁰. Вони розвиваються по спіралі, періоди активності переходять у періоди спаду, а потім обсяги операцій знову відновлюються, причому завжди на ще вищому рівні.

Як відзначають М. Ескіндаров і Я. Міркін, це зумовлено дією об'єктивного циклічного механізму, унаслідок чого вартість фінансових активів відривається від своєї економічної основи, а потім, під час криз і падіння цін активів, їх вартість знову знижується і повертається до цієї основи. А спекулятивні "перегриви" ринку є важливим елементом цієї циклічності – на стадіях зростання інвестори, прагнучи зберегти високі норми прибутку, переходять у зони все вищих ризиків, наслідком чого стає вкладання прибутків у все більш ризиковані активи²¹.

Поява спекулятивних "пірамід" на ринку цінних паперів періодично повторюється, тому аналіз їх формування дає можливість виявити загальні закономірності виникнення фінансових криз. Після періодів зниження економічної активності настають періоди швидкого розвитку (так звані "бум" на ринках цінних паперів, від англ. "boom"), що зумовлено поєднанням таких чинників, як ліберальна монетарна політика, послаблення державного регулювання і поява технологічних чи фінансових інновацій, що стають приводом для спекуляцій на ринку акцій.

Спершу виникають певні технологічні інновації (або зміни у політичному кліматі), з якими пов'язані нові перспективи отримання прибутку. У XIX ст. це було будівництво залізниць, що призвело до спекуляції акціями залізничних компаній; на початку XX ст. – розвиток електротехнічних та автомобільних компаній, наприкінці XX ст. – комп'ютерні технології. Хоча технології можуть суттєво відрізнитися, закономірності виникнення "буму" на ринку цінних паперів і неминучого після "буму" спаду залишаються тими самими²².

Нові можливості спричиняють ейфорію (нереалістичні й завищені очікування) в учасників ринку, і вони починають активно купувати цінні папери, що призводить

¹⁸ Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – P. 260–267.

¹⁹ Детальніше див.: Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – 2-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – С. 479–493.

²⁰ Детальніше див.: Neal L. Lessons from history for the twenty-first century / Neal L. // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Atack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 450–464.

²¹ Эскиндаров М., Миркин Я. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия / М. Эскиндаров, Я. Миркин. – М.: Финансовая академия при правительстве РФ, 2008. – С. 19 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.advertology.ru/index.php?name=Book&id=3957495>.

²² Minsky H. Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions / H. Minsky // American Economic Review. – 1964. Vol. 54. №3. – P. 324–335; Minsky H. Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster / Minsky H. // Inflation, Recession and Economic Policy / Ed. H. Minsky. – Brighton, 1982. – P. 117–161; Kindleberger C. Manias, Panics and Crashes / C. Kindleberger. – New York: Mac Millan, 2004. – P. 13–16.

¹⁵ Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М.: Инфра-М., 1999; Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – С. 100–113.

¹⁶ Roubini N. Bailouts or Bail-Ins: Responding to Financial Crises in Emerging Markets / N. Roubini, B. Setser. – N.Y.: Peterson Institute, 2004. – 427 p.; Roubini N. New International Financial Architecture (Elgar Mini Series) (Vol 1 & v. 2) / N. Roubini, M. Uzan. – N.Y.: Edward Elgar Publishing, 2006. – 1296 p.

¹⁷ "Україна не устояла перед мировою фінансовою системою" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://inforotor.ru/news/273986>.

до швидкого зростання ціни на них і формування спекулятивної "піраміди" (bubble)²³. Потім настає стадія розчарування, коли інвестори розуміють, що їх очікування були надмірно оптимістичними, падіння цін і крах. Крім інновацій і зростання різниці між реальною вартістю цінних паперів і ринковою капіталізацією, для виникнення спекулятивної піраміди потрібна ще одна важлива передумова – легко доступний вигідний кредит, який активізує ажіотажний попит на цінні папери (зазвичай серед таких кредитів зростає кількість ризикованих і незабезпечених, що є вірною ознакою наближення краху).

У тому разі, якщо виникає поєднання цих передумов, можна прогнозувати "бум" на ринку цінних паперів, у якому буде брати велика кількість нових недосвідчених учасників, які, зазвичай, взагалі не користуються цим ринком. Спекулятивна піраміда буде зростати, поки нереалістичні очікування інвесторів не вичерпаються і вони зрозуміють, що вартість цінних паперів завищена і реальна їх прибутковість буде меншою від прогнозованої. Після чого неминучим є крах ринку.

Очевидно, періодичні виникнення "буму" і криз на ринку цінних паперів є невід'ємною частиною ринкової економіки і втіленням сформульованого Й. Шумпетером принципу "творчого руйнування". У зменшенні негативного впливу цієї циклічності на економічну систему провідне значення має узгодженість політики, яку проводять центральні банки, і державного регулювання ринків цінних паперів. Незважаючи на циклічність розвитку ринків цінних паперів і періоди зниження ринкової активності, розвиток цих ринків є неперервним поступальним процесом, що має загальну спрямованість на підвищення значення ринків цінних паперів як джерела інвестиційних ресурсів для економічного зростання²⁴.

На початку XXI ст. на світових ринках цінних паперів сформувалася глобальна фінансова архітектура²⁵, і визначилися основні тенденції – лібералізації, демократизації, дезінтермедіації і секьюритизації. Зважаючи на загальні закономірності циклічного розвитку ринку цінних паперів, після завершення фінансової та економічної кризи 2008–2009 рр. можна очікувати не тільки відновлення активності на ринках цінних паперів на новому, вищому рівні, а й подальший розвиток цих тенденцій. Однак очевидно, що ландшафт глобального ринку цінних паперів після завершення кризи зміниться, так само як перерозподіл ролей учасників цього ринку.

Висновки та перспективи подальших досліджень.

Отже, розгляд історії розвитку ринку цінних паперів у другій половині XX – на початку XXI ст. свідчить, що основи сучасної архітектури ринку цінних паперів були закладені після Бреттон-Вудської конференції, коли були створені міжнародні фінансові організації. Після закінчення Другої світової війни почався активний розвиток ринку цінних паперів, а послідовна політика лібералізації і дерегуляції призвела до зростання обсягів міжнародних інвестицій (зокрема, у країни з фінансовими ринками, що формуються і розвиваються). Крім лібералізації і дерегуляції цьому сприяло підвищення значення гібридних продуктів і збільшення значення деривативів, а також інновації у сфері інформаційних технологій у середині 1980-х років, коли сформувалася глобальний ринок цінних паперів у сучасних його формах.

Унаслідок ускладнення структури цього ринку на ньому почастішали фінансові кризи (основні з них – криза 1987 р., криза Інтернет-компаній 2000 р., глобальна фінансова криза 2008–2009 рр.), що є відображенням циклічності розвитку ринку і чергування періодів підвищеної активності і спаду. В основі всіх кризових явищ можна бачити однакову схему. Поява важливих інновацій (технологічних, політичних), з якими пов'язані перспективи отримання підвищеного прибутку, призводить до

ажіотажного попиту на цінні папери. Зазвичай це поєднується з послабленням державного регулювання ринку, ліберальною монетарною політикою та доступністю вигідного кредиту. За таких умов можна прогнозувати надмірно завищений попит на цінні папери, який переходить у кризу і спад економічної активності, після якої ринок поступово відновлює обсяги операцій на новому, вищому рівні. Це є відображенням циклічного, спірального розвитку ринку цінних паперів, а дослідження закономірностей такої циклічності є напрямом подальших досліджень автора.

Список використаної літератури:

1. Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. – 2-е изд. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 520 с.
2. Інвестування української економіки: монографія / За ред. А.І. Сухорукова. – К.: Національний інститут проблем міжнародної безпеки, 2005. – 440 с.
3. Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / З.О. Луцишин. – К.: Вид. центр "Друк", 2002. – 320 с.
4. Сорос Дж. Кризис мирового капитализма. Открытое общество в опасности / Дж. Сорос. – М.: Инфра-М., 1999.
5. Сорос Дж. Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. – М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008. – 192 с.
6. "Украина не устояла перед мировой финансовой системой" [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://infotor.ru/news/273986>.
7. Эскиндаров М., Миркин Я. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия / М. Эскиндаров, Я. Миркин. – М.: Финансовая академия при правительстве РФ, 2008. – 148 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.advertology.ru/index.php?name=Book&bid=3957495>.
8. Agtmael A., van. Emerging Securities Markets. – L.: 1984.
9. Agtmael A., van. The Emerging Markets Century: How a New Breed of World-Class Companies Is Overtaking the World / N. Y.: Free Press, 2007. – 384 p.
10. Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act (<http://www.fdic.gov/regulations/laws/rules/8000-2200.html>).
11. Ferguson N. The Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – 441 p.
12. Galbraith J.A. Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. – N. Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – 113 p.
13. Glass-Steagall Act (http://en.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act).
14. Kindleberger C. Manias, Panics and Crashes / C. Kindleberger. – New York: Mac. 15. McFadden Act (http://en.wikipedia.org/wiki/McFadden_Act).
16. Melamed L. Leo Melamed on the markets / L. Melamed. – N.Y.: Wiley, 1993. – 278 p.
17. Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – 395 p.
18. Minsky H. Longer Waves in Financial Relations: Financial Factors in the More Severe Depressions / H. Minsky // American Economic Review. – 1964. Vol. 54. № 3. – P. 324-335.
19. Minsky H. Financial Instability Revisited: The Economics of Disaster / Minsky H. // Inflation, Recession and Economic Policy / Ed. H. Minsky. – Brighton, 1982. – P. 117–161.
20. Neal L. Lessons from history for the twenty-first century / Neal L. // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Atack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 450–464.
21. Roubini N. Bailouts or Bail-Ins: Responding to Financial Crises in Emerging Markets / N. Roubini, B. Setser. – N.Y.: Peterson Institute, 2004. – 427 p.
22. Roubini N. New International Financial Architecture (Elgar Mini Series) (Vol 1 & v. 2) / N. Roubini, M. Uzan. – N.Y.: Edward Elgar Publishing, 2006. – 1296 p.
23. Spieser P., Belze L. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – 559 p.

МОШЕНСЬКИЙ Сергій Захарович – доктор економічних наук, професор кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету

Наукові інтереси:

- економічна безпека України;
- теорія і практика венчурного інвестування;
- венчурні інвестиції як фактор підвищення економічної безпеки держави

²³ Зміст англ. слова "bubble" (дослівно "мильний пузир") найкраще передає метафора "фінансова піраміда".

²⁴ Детальніше див.: Эскиндаров М., Миркин Я. Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия / М. Эскиндаров, Я. Миркин. – М.: Финансовая академия при правительстве РФ, 2008. – С. 41–47 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.advertology.ru/index.php?name=Book&bid=3957495>.

²⁵ Roubini N. New International Financial Architecture (Elgar Mini Series) (Vol 1 & v. 2) / N. Roubini, M. Uzan. – N.Y.: Edward Elgar Publishing, 2006.

