

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**



**ЗИНЧЕНКО ФЕДІР АНАТОЛІЙОВИЧ**

УДК 336.761-027.511-044.922(043.3)

**ГЛОБАЛЬНА ФІНАНСОВО-ІНСТИТУЦІЙНА ТРАНСФОРМАЦІЯ  
ФОНДОВИХ БІРЖ**

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство  
і міжнародні економічні відносини

**АВТОРЕФЕРАТ**

дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

**Київ – 2019**

## **Дисертацією є рукопис.**

Робота виконана на кафедрі міжнародних фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Міністерства освіти і науки України, м. Київ.

**Науковий керівник:** кандидат економічних наук, доцент  
**БУРМАКА Микола Олексійович,**  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»,  
в.о. завідувача кафедри міжнародного менеджменту.

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**ЛУЦИШИН Зоряна Орестівна,**  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка,  
заступник директора Науково-методичного центру організації навчального процесу;

кандидат економічних наук, старший науковий співробітник  
**ТЕРЕЩЕНКО Ганна Миколаївна,**  
ДНУ «Інститут освітньої аналітики» (м. Київ),  
заступник директора з науково-організаційної роботи.

Захист дисертації відбудеться «17» грудня 2019 року о 14:00 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.006.02 у ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03057, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1, ауд. 203.

З дисертацією можна ознайомитися в бібліотеці ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03113, м. Київ, вул. Дегтярівська, 49-Г, к. 601.

Автореферат розісланий «15» листопада 2019 року.

**Вчений секретар**  
спеціалізованої вченої ради,  
доктор економічних наук, професор



**Антонюк Л.Л.**

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Фінансові механізми економічної глобалізації генерують високу мобільність капіталу, збільшувати масштаби фінансових та інвестиційних операцій, інтеграцію та диверсифікацію міжнародних фінансових потоків. Злагодженість та ефективність цих процесів багато в чому визначені розвитком ринкової інфраструктури, насамперед її торговельно-депозитарного сегменту.

Об'єктивні процеси глобалізації фондових ринків висувають перед фондовими біржами новітні виклики, які долаються виключно пошуком адекватних релевантних можливостей. Зростання конкуренції за фінансово-інвестиційні ресурси й потоки змушує біржові інститути суттєво коригувати свої стратегії розвитку, синхронізуючи їх з динамікою глобальних трансформаційних процесів. Пріоритетним для бірж постає завдання акумулювання максимальних обсягів інвестицій для збереження та/або посилення своєї ролі на фінансовому ринку. Кон'юнктура глобального біржового ринку та сучасні біржові технології, насамперед інноваційні, використовуються міжнародними біржовими структурами і для максимізації доходів, і для підтримки ліквідності та інвестиційної привабливості.

Інтернаціональний характер біржової діяльності проявляється як у значній кількості іноземних компаній у лістингу фондових бірж, так і у великих обсягах торгівлі за участю іноземних інвесторів. Новітні інформаційно-комп'ютерні технології дозволяють торгувати фінансовими активами практично цілодобово з будь-якого місця на мапі світу, використовуючи автоматичні режими і стрімко збільшуючи потоки замовлень трейдерів та, відповідно, формуючи глобальні потоки капіталу.

Дослідженню сучасних тенденцій фінансової глобалізації та трансформації ринків цінних паперів присвячені праці багатьох вітчизняних та іноземних учених, зокрема: Д. Лук'яненка, З. Луцишин, П. Кругмана, К. Мелколма, Дж. Мілесі-Ферретті, Я. Міркіна, О. Мозгового, Л. Руденко-Сударевої, Б. Штайля та багатьох інших.

Різноманітні аспекти розвитку світового фондового ринку та його організованого сегменту досліджували М. Айткен, А. Берлач, С. Бірюк, Н. Болдауф, М. Бурмака, К. Вебер, М. Вудворд, М. Гкантініс, А. Кіріленко, С. Майоров, М. Малкаламакі, А. Менквельд, К. Насср, М. Паджано, С. Саркісян, А. Слободяник, О. Сохацька, Г. Терещенко, Дж. Ферраріні, Т. Фролова, Дж. Хасбрук, Р. Хейнс, Р. Шиллера, М. Шиль, С. Шмуклер, Х. Штоль та інші.

Науковий дискурс вітчизняних та зарубіжних економістів навколо тенденцій та факторів глобалізації фінансових ринків, когерентності процесів інтенсифікації міжнародного руху капіталу та інституційної трансформації фондових бірж потребує подальшого методологічного осмислення та продовження наукових досліджень, зокрема в євроінтеграційному контексті. Зазначене актуалізується тим, що фондові біржі як центри надзвичайно високої концентрації попиту та

пропозиції на фінансовий капітал на сьогодні здійснюють визначальний вплив на формування сучасної глобальної фінансової архітектури.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконана відповідно до плану науково-дослідницьких міжкафедральних тем: «Ресурси і моделі глобального економічного розвитку» (номер державної реєстрації 0106U004357; Розділ 1. «Розвиток фінансових систем в умовах глобалізації», підрозділ а) «розвиток міжнародних фінансових ринків в умовах глобалізації»); «Стратегії національного розвитку в парадигмі глобальної економічної політики» (номер державної реєстрації 0111U007630; підрозділ «Фінансові ринки в умовах глобальної нестабільності»), «Глобальна економічна інтеграція: стратегічні мотивації, формати, національні інтереси» (номер державної реєстрації 0116U001387, Розділ 3 «Імперативи розвитку глобального фінансового простору»), у рамках яких автором досліджено особливості розвитку світового ринку цінних паперів як складника глобального фінансового ринку в посткризовий період, напрями та масштаби трансформації організованих майданчиків для торгівлі фінансовими інструментами в розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, а також проведено аналіз сучасної кон'юнктури ринку біржових послуг у світі.

**Мета та завдання дослідження.** Мета роботи полягає в комплексному дослідженні процесів глобальної трансформації фондових бірж у сучасному фінансово-інституційному форматі їхнього розвитку, виявленні та узагальненні основних тенденцій формування сучасної глобальної фінансової архітектури.

Відповідно до мети виокремлено такі завдання:

- охарактеризувати якісні та кількісні зміни світового ринку цінних паперів на сучасному етапі його розвитку;
- ідентифікувати зміст та ключові фактори інтернаціоналізації біржової діяльності;
- дослідити сутність глобальної мережевізації фондових бірж;
- виявити та проаналізувати сучасні тенденції інституційної модифікації фондових бірж;
- оцінити кон'юнктуру, тенденції та основні фінансові параметри світового ринку біржових послуг;
- охарактеризувати вплив сучасних інформаційно-комунікаційних і фінансових технологій та процесів диджиталізації на трансформацію біржової діяльності;
- узагальнити європейський досвід формування та функціонування регульованих ринків фінансових інструментів;
- обґрунтувати потенційні напрями імплементації кращих європейських практик функціонування регульованих ринків в Україні.

*Об'єктом дослідження* є процес фінансово-інституційної трансформації фондових бірж в умовах фінансової глобалізації.

*Предметом дослідження* є ключові закономірності, детермінанти та особливості розвитку фондових бірж.

*Методи дослідження.* Для досягнення мети дисертаційної роботи були використані як загальнонаукові, так й спеціальні наукові методи: наукової абстракції, аналізу та синтезу (при визначенні та ідентифікації сучасних тенденцій розвитку організованих ринків фінансових інструментів – п.2.1); історико-логічний метод (при дослідженні еволюції розвитку біржового механізму та чинників його розвитку – п.2.3, при узагальненні досвіду роботи регульованих ринків у Польщі та країнах Балтії – п. 3.3); якісного та кількісного компаративного аналізу (у дослідженні регіональних інтеграційних утворень бірж країн, що розвиваються – п.1.3, для характеристики процесів інтернаціоналізації фондових бірж – п.1.2); статистичні та графічні методи (при опрацюванні інформації для оцінки кон'юнктури світового ринку біржових послуг – п.2.2); структурно-факторний аналіз (під час дослідження тенденцій розвитку світового ринку цінних паперів у післякризовий період – п.1.1, при визначенні факторів універсалізації біржової діяльності – п.2.1); системний підхід, метод теоретичного узагальнення (під час аналізу чинників та умов розвитку регульованих ринків у країнах ЄС – п.п.3.1, при формуванні висновків для розділів); кореляційного аналізу (для виявлення зв'язку між фондовим індексом фінансового сектору та індексом акцій провідних бірж – п.2.2); картографічного аналізу (під час аналізу інтеграційних процесів між фондовими біржами європейських країн – п.3.1).

*Інформаційною базою дисертаційної роботи* стали праці вітчизняних та закордонних науковців та дослідників (монографічні дослідження, фахові періодичні видання, наукові публікації); інформаційні матеріали, аналітичні огляди та експертні оцінки міжнародних організацій: Світової федерації бірж, Європейської федерації фондових бірж, Європейської комісії, МВФ, Банку міжнародних розрахунків, Світового економічного форуму, Європейського центрального банку тощо), а також консалтингових та аудиторських компаній; дані та матеріали Національного банку України, Державної служби статистики України, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку; закони та підзаконні нормативно-правові акти України, іноземна законодавчо-правова база (ЄС та США); консолідовані фінансові звіти міжнародних біржових холдингів.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у виявленні та системній характеристиці сутності та факторів глобальних трансформацій фондових бірж як ключового елемента інфраструктури ринку капіталу, розробленні практичних рекомендацій щодо напрямів імплементації європейських практик функціонування організованих ринків фінансових інструментів в Україні.

У результаті дослідження автором особисто отримані такі найбільш вагомі наукові результати:

*у перше:*

- виявлено й охарактеризовано ключові закономірності біржової мережевізації (інформаційна технологізація, інструментарна універсалізація, глобальна консолідація), яка внаслідок фінансової глобалізації та розвитку інформаційно-комунікаційних технологій відбувається за принципом двоїстості: по-перше, шляхом формування власних біржових мереж через використання трансконтинентальних оптоволоконних каналів зв'язку між світовими

фінансовими центрами, по-друге, інтеграції просторово-детермінованих мереж фондових бірж, яка набуває різноманітних організаційно-правових форм – від регіональних об'єднань фондових бірж на ринках, що формуються, до утворення глобальних біржових угруповань на ринках розвинутих країн під час злиття та поглинань, завдяки чому долаються географічно-просторові межі та формується глобальний біржовий простір; кінцевим етапом цього процесу є забезпечення глобальних інвесторів сучасними технологіями цілодобової торгівлі будь-якими фінансовими інструментами за участю практично необмеженого кола суб'єктів;

*удосконалено:*

- методичний апарат аналізу інтернаціоналізації фондових бірж, яка проявляється в прямій та/або опосередкованій експансії бірж на ринки інших країн та окремих регіонів через механізми лістингу та/або залучення іноземних інвесторів до власного пулу біржових торговців; з цією метою в рамках дослідження актуалізовано географічну структуру світового лістингу акцій шляхом покраїнового частотного розподілу закордонного лістингу на 33-х провідних фондових біржах емітентів із 72-х країн світу; запропоновано методiku розрахунку індексу інтернаціоналізації фондової біржі, який надає змогу кількісно вимірювати інтегральний рівень міжнародної активності біржі та розраховується за принципом розрахунку індексу транснаціоналізації мультинаціональних компаній згідно з методикою UNCTAD як середнє арифметичне трьох параметрів: частка іноземних компаній у лістингу; частка торгівлі іноземними акціями в загальному обсязі біржових торгів; частка іноземних членів (учасників) біржі в їх загальній кількості (або частка іноземних учасників у загальному обсязі торгів на біржі); проведено розрахунок вказаного індексу для провідних фондових бірж світу, у результаті чого встановлено, що найвищим його показником, окрім «офшорних» майданчиків, відзначаються біржі Йоганнесбурга та Осло;

- алгоритм оцінки фінансового стану провідних бірж світу з використанням показників рівня капіталізації, норми прибутковості, частки нематеріальних активів з подальшим аналізом структури джерел доходів біржових операторів, яка характеризується тенденцією до падіння частки надходжень від лістингу та організації торгівлі акціями, що також компенсується впровадженням стратегій диверсифікації доходів, які сприяють зростанню надходжень від інформаційно-аналітичних та фінансово-технологічних послуг біржі; розраховані співвідношення доходів від організації торгівлі фінансовими інструментами різних видів та валових доходів провідних біржових холдингів світу вказують, що саме інформаційні послуги генерують найбільшу частку надходжень для груп Лондонської фондової біржі та Intercontinental Exchange (40% та 33% відповідно), а розрахунково-клірингові послуги становлять 38% у структурі валового доходу холдингу Hong Kong Exchanges & Clearing;

- підходи до виявлення ключових напрямів упровадження фінансово-технологічних інновацій у ланцюги доданої вартості інфраструктури глобального фондового ринку та порівняльної характеристики традиційних методів залучення капіталу через фондові біржі та інноваційних методів інвестування бізнесу через

альтернативні фондові майданчики, які на сьогодні, незважаючи на правову невизначеність та відносно незначні обсяги операцій, починають конкурувати з фондовими біржами; при цьому впровадження технології блокчейн несе ризики зменшення доходів багатьох біржових структур, оскільки значна їх частка генерується класичними дочірніми кліринговими установами та депозитаріями;

*дістали подальшого розвитку:*

- ідентифікація сучасних форм біржової універсализації, яка проявляється, по-перше, у формуванні міжнародних універсальних біржових структур із розвинутих країн, які оперують у різних регіонах світу та пропонують інвесторам широкий спектр фінансових інструментів, по-друге – у поступовому нівелюванні відмінностей між торговельними майданчиками для різних груп активів через упровадження мультифункціональних торгових, розрахункових та депозитарних практик на базі сучасних інформаційно-комунікаційних технологій;

- аналітична характеристика процесів трансформації біржових торговельних платформ під впливом розвитку інформаційно-комунікаційних технологій, визначальним фактором якої на сьогодні стає поширення практики алгоритмічної та високоточної торгівлі, що збільшує пропускну спроможність біржових торговельних систем (кількість замовлень, що можуть опрацьовуватися біржею), скорочує час реагування на надіслані на біржу замовлення та уможливорює підключення клієнтських брокерських систем безпосередньо до біржових розрахункових центрів;

- обґрунтування системи заходів щодо збільшення ліквідності вітчизняного ринку цінних паперів через розширення інвестиційного інструментарію на його організованому сегменті, що включає: по-перше, посилення захисту прав власників облігацій підприємств та активізацію процесів випуску облігацій міжнародними фінансовими організаціями в Україні, по-друге, лібералізацію законодавчих вимог щодо вітчизняного лістингу та умов крос-лістингу через розширення переліку іноземних фондових бірж, на яких обертаються цінні папери емітентів, що мають намір отримати допуск до обігу на території України, біржами Канади, Австралії та Швейцарії; по-третє, імплементацію товарних деривативів.

**Практичне значення одержаних результатів.** Висновки та теоретичні узагальнення, зроблені автором, можуть бути використані при побудові сучасної торговельної та розрахунково-клірингової інфраструктури, що особливо актуально в контексті комплексного реформування ринків капіталу в Україні. Наукові розробки і практичні рекомендації автора були використані: Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку при підготовці проектів нормативно-правових актів, які регламентують діяльність фондових бірж з урахуванням сучасних європейських регулятивних практик щодо ринків фінансових інструментів (довідка від 05.04.2019р.), Комітетом Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської справи при розробленні законопроектів щодо вдосконалення механізмів функціонування регульованих ринків капіталу, підготовці матеріалів комітетських слухань і нарад з питань стратегії розвитку фондового ринку України (довідка від 06.11.2018р.),

АТ «ФОНДОВА БІРЖА ПФТС» при оновленні біржових правил торгівлі в секціях фондового ринку та строкових інструментів (довідка від 15.04.2019р.). Матеріали дисертаційної роботи також використовувались у навчальному процесі у ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана» при викладанні дисциплін «Міжнародні фінанси», «Фондовий ринок», «Торгівля цінними паперами» (довідка від 29.03.2019р.).

**Особистий внесок здобувача.** Усі наукові результати, які викладено в дисертаційній праці та винесено на захист, одержані автором особисто.

**Апробація результатів дослідження.** Положення дисертаційної роботи були представлені на десяти міжнародних й всеукраїнських науково-теоретичних та науково-практичних конференціях: Міжнародна науково-практична конференція «Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку» (м. Ірпінь, 23-24 березня 2011 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Соціальні та економічні аспекти розвитку міжнародних відносин» Україна (м. Дніпропетровськ, 28-29 жовтня 2014 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Актуальні проблеми та перспективи розвитку економіки в умовах глобальної нестабільності» (м. Кременчук, 10-12 грудня 2014 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Міжнародне економічне співробітництво: принципи, механізми, ефективність» (м. Київ, 5-6 грудня 2014 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Сучасні наукові погляди на економічний розвиток країни: теорії та пропозиції» (м. Ужгород, 11-12 грудня 2015 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Міжнародна практика соціально-економічного розвитку країни: проблеми та перспективи» (м. Київ, 18-19 грудня 2015 р.), Міжнародна науково-практична Інтернет-конференція «Актуальні питання функціонування фінансового ринку в умовах кризових явищ світової економіки» (м. Одеса, 15-16 квітня 2016 р.), Міжнародна наукова конференція «Економіка і менеджмент: сучасні трансформації в епоху глобалізації» (м. Клайпеда, 23 березня 2017 р.), Всеукраїнська науково-практична конференція «Фінансова політика як складова економічного розвитку» (м. Київ, 12-13 квітень 2017 р.), II Міжнародна науково-практична конференція «Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку» (м. Київ, 12 жовтня 2018 р.).

**Публікації.** Основні положення дисертації були опубліковані дисертантом у 17 наукових працях загальним обсягом 6,5 д.а., з них 3 – у наукових фахових виданнях України, 4 – у наукових фахових виданнях України, зареєстрованих у міжнародних наукометричних базах даних, 10 – в інших виданнях.

**Структура та обсяг дисертації:** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертації становить 203 сторінки друкованого тексту. Дисертація містить 32 таблиці на 17 сторінках, 31 рисунок на 14 сторінках, 16 додатків на 32 сторінках. Список використаних джерел налічує 270 найменувань.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми дисертаційної роботи, сформульовано її мету, завдання, об'єкт і предмет, визначено методи

дослідження, описано наукову новизну одержаних результатів та їх практичне значення.

У розділі 1 «Фондові біржі в умовах фінансової глобалізації» охарактеризовано якісні та кількісні зміни світового ринку цінних паперів на сучасному етапі розвитку, ідентифіковано зміст та ключові фактори інтернаціоналізації біржової діяльності, досліджено сутність глобальної біржової мережевізації.

Доведено, що нові вимоги щодо регулювання банківської діяльності суттєво вплинули на розвиток ринку цінних паперів як альтернативний механізм залучення капіталу, зробивши його найбільш динамічним сегментом світового фінансового ринку. При цьому значних диспозиційних змін зазнали всі основні суб'єкти фондового ринку: емітенти, інвестори та торговельно-депозитарна інфраструктура, що їх обслуговує.

У дослідженні зроблено висновок про формування нової парадигми світового фондового ринку, у рамках якої регулятивні новації спрямовуються, насамперед, на посилення стійкості ринку та максимальну його прозорість, що послаблює роль традиційних фінансових гравців – комерційних банків як інвесторів та емітентів; їхнє місце займають різноманітні інвестиційні фонди, які спираються на високотехнологічну інформаційну-комунікаційну, торговельну та депозитарно-клірингову інфраструктуру.

Важливою тенденцією в галузі управління активами інституційних інвесторів є інтенсивне поширення так званих «пасивних» стратегій. Активи фондів, що дотримуються таких стратегій у своїй діяльності, зросли впродовж 2007-2017 років більше ніж у два рази до майже 17 трлн дол. США. Це також посилює значення справедливої ціни на активи, що входять до складу того чи того фондового індексу – основного індикатора фондової біржі як організованого й постійно діючого активного ринку.

Збільшення значущості біржового сегменту обумовлено посткризовими реформами регулювання світового фондового ринку, покликаними зробити його більш стійким та ефективним шляхом усунення системних ризиків позабіржового ринку похідних фінансових інструментів та трансформації торговельної інфраструктури з метою концентрації торгівлі широким асортиментом фінансових інструментів на організованих ринках.

У роботі аргументовано, що реакцією фондових бірж світових фінансових центрів на загострення конкуренції за ліквідність та привабливість для інвесторів стала динамічна інтернаціоналізація бірж, яка в авторському трактуванні полягає в опосередкованій або безпосередній експансії на ринки інших країн та окремих регіонів шляхом надання майданчиків для лістингу та/або залучення іноземних інвесторів до власного пулу торговців. Протягом останніх трьох десятиріч NYSE, NASDAQ та Лондонська фондова біржа залишаються лідерами за кількістю іноземних компаній у біржових реєстрах.

Проведений у дисертації аналіз географічної структури іноземного лістингу з позицій походження компанії-емітента та частотного розподілу емітентів із 73-х країн на 33 біржах світу показав, що станом на початок 2018 року до переліку

п'яти країн з найбільшою кількістю компаній, чиї акції перебувають в обігу на закордонних майданчиках, увійшли КНР, Канада, США, Великобританія, Ізраїль. Для порівняння у 2006 р. це були Канада, США, Великобританія, Японія та Австралія. Таким чином, протягом 10-ти років лідером серед постачальників іноземного лістингу стали компанії КНР, на які припадає п'ята частина всіх закордонних емісій у світі.

Автором запропоновано індекс інтернаціоналізації фондової біржі, який надає змогу кількісно вимірювати рівень міжнародної активності окремого фондового майданчика. Такий показник розраховується як середнє арифметичне трьох ключових параметрів: частка іноземних компаній у лістингу, частка торгівлі іноземними акціями в загальному обсязі торгів, відсоток іноземних членів (учасників) біржі в їх загальній кількості (або за відсутності відповідної інформації – їхня частка в загальному обсязі торгів на біржі). При розрахунку індексу інтернаціоналізації фондових бірж за показниками їх діяльності у 2017 році найбільш інтернаціональним характером вирізнялися Люксембурзька біржа, біржі Осло та Йоганнесбурга (табл. 1).

Таблиця 1

## Показники інтернаціоналізації провідних фондових бірж світу

| № п/п | Біржа           | Частка іноземних компаній у лістингу, % | Частка торгівлі акціями іноз. компаній у заг. кількості, % | Частка іноземних членів біржі в загальній кількості, % | Індекс інтернаціоналізації біржі, % |
|-------|-----------------|-----------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------|
| 1     | 2               | 3                                       | 4                                                          | 5                                                      | 6                                   |
| 1     | Люксембурзька   | 84.44                                   | 12.57                                                      | 61.54                                                  | <b>52.85</b>                        |
| 2     | Осло            | 20.09                                   | 12.76                                                      | 63.79                                                  | <b>32.21</b>                        |
| 3     | Йоганнесбурзька | 19.41                                   | 27.91                                                      | 35.25*                                                 | <b>27.52</b>                        |
| 4     | Німецька        | 10.30                                   | 6.44                                                       | 52.50                                                  | <b>23.08</b>                        |
| 5     | Лондонська      | 18.51                                   | 18.54                                                      | 29.41                                                  | <b>22.15</b>                        |
| 6     | Швейцарська     | 14.02                                   | 0.48                                                       | 50.50                                                  | <b>21.67</b>                        |
| 7     | Токійська       | 0.17                                    | 0.09                                                       | 54.72*                                                 | <b>18.33</b>                        |
| 8     | Nasdaq Nordic   | 4.05                                    | 4.02                                                       | 46.74                                                  | <b>18.27</b>                        |
| 9     | Варшавська      | 3.58                                    | 0.61                                                       | 48.20                                                  | <b>17.46</b>                        |
| 10    | Гонконгська     | 5.12                                    | 3.39                                                       | 40.20*                                                 | <b>16.24</b>                        |
| 11    | Тайванська      | 8.56                                    | 7.17                                                       | 25.10*                                                 | <b>13.61</b>                        |
| 12    | Euronext        | 10.94                                   | 0.33                                                       | 27.27                                                  | <b>12.85</b>                        |

Джерело: розрахунок часток виконано автором за даними Світової федерації бірж та за даними сайтів відповідних бірж (ст.5); ст. 6 – середнє арифметичне ст.3, ст.4 та ст.5.

\* - наведено частку іноземних інвесторів у загальному обороті біржі

Мережевий характер біржової діяльності проявляється у формуванні потужних інформаційно-комунікаційних біржових мереж, здатних залучати великі обсяги замовлень від інвесторів і, як наслідок, генерувати глобальні центри ліквідності капіталу. Посилення мережевізації біржових платформ може відбуватися як на рівні одного майданчика шляхом максимального розширення власної мережі, так й через інтеграцію мереж декількох бірж.

У роботі охарактеризовано наявні організаційно-правові форми інтеграції біржових мереж: формальне, технічне, торговельне співробітництво та шляхом злиття й поглинання. Проведено аналіз регіональних біржових об'єднань у країнах, що розвиваються: у Латинській Америці – MILA; у Європі – SEE Link; в Азії – ASEAN Trading Link та Stock Connect; в Африці – об'єднання бірж у рамках Економічного співтовариства країн Західної Африки. Виявлено, що найбільш успішною формою інтеграції серед них є угода Гонконгської фондової біржі із майданчиками континентального Китаю в Шанхаї та Шеньчжені, що підтверджується стрімким збільшенням обсягів угод інвесторів.

Розвиток інформаційних технологій поширив діяльність торговельних платформ на всі регіони світу та суттєво скоротив час взаємодії торговців із платформами завдяки широкому впровадженню оптоволоконних ліній зв'язку, через які комунікують світові фінансові центри. На заваді подальшій розбудові глобальних біржових мереж стає уповільнення процесів конвергенції регулятивних механізмів діяльності бірж у різних юрисдикціях.

У розділі 2 «Глобальні трансформації біржового фондового ринку» виявлено та проаналізовано сучасні тенденції інституційної модифікації фондових бірж як корпорацій, орієнтованих на отримання прибутку. Проведена оцінка кон'юнктури, тенденцій та основних фінансових параметрів світового біржового ринку. Охарактеризовано вплив сучасних інформаційно-комунікаційних технологій та процесів диджиталізації на біржову діяльність.

Виявлено, що протягом кількох останніх десятиріч діяльність фондових бірж характеризувалась глобальними тенденціями консолідації, універсалізації та цифровізації. Незважаючи на центробіжні фактори консолідації – розширення джерел доходів та економії на масштабі при формуванні великих біржових холдингів, у розвинутих країнах простежується помітна фрагментарність організованих ринків, оскільки торговельні платформи, що перебувають в управлінні холдингів, залишаються відокремленими. Це разом із численними позабіржовими системами формує строкате ринкове середовище для інвесторів.

Аналіз фінансових інструментів, що обертаються на сучасних фондових майданчиках, дозволяє стверджувати, що універсалізація стирає межу між фондовими та товарними біржами. Така дифузія сприяє зростанню обсягу операцій, по-перше, із біржовими фондами (Exchange Traded Funds), які дозволили учасникам фондових ринків відкривати позиції з товарними активами, оперуючи у звичному для них режимі; по-друге, із деривативами, особливо товарними. Стрімке зростання операцій з товарними похідними інструментами обумовлене фінансиалізацією світових сировинних ринків та безпрецедентним зростанням товарного ринку КНР.

За останні п'ятнадцять років кількість біржових холдингів, що входять до двадцяти найбільших за ринковою капіталізацією компаній, які пройшли лістинг, та загальним обсягом операцій із похідними, зросла із 3 до 11. У роботі виокремлені та класифіковані, залежно від діапазону інвестиційних продуктів та регіонів дислокації, суб'єкти глобальної біржової системи (табл. 2).

## Регіональна сегментація глобальної біржової системи

| №  | Характеристика бірж та продуктів                                                                                                                                                   | Регіон (країна)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1  | Міжнародні універсальні біржові групи сформованих ринків, що оперують майданчиками в різних регіонах та пропонують повний спектр фінансових інструментів                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- США: Nasdaq, Intercontinental Exchange;</li> <li>- Гонконг/Сянган: Hong Kong Exchanges &amp; Clearing</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                |
| 2  | Регіональні біржові групи, що представлені в усіх біржових сегментах у межах одного регіону                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Європа: Euronext, Лондонська фондова біржа</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 3  | Універсальні біржові холдинги сформованих ринків, що займають домінуюче становище в організації торгівлі всіма або декількома видами інструментів в межах однієї розвинутої країни | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Європа: Іспанія (BME), Німецька біржа;</li> <li>- Австралія (ASX);</li> <li>- Нова Зеландія (NZX);</li> <li>- Канада (TMX)</li> </ul>                                                                                                                                                                                                           |
| 4  | Універсальні біржові холдинги ринків, що формуються, які характеризуються, як правило, монопольним становищем у ринковій інфраструктурі                                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Європа: фондові біржі Польщі та Будапешта;</li> <li>- Латинська Америка: Мексиканська біржа, бразильський холдинг ВЗ, біржа Колумбії;</li> <li>- Азія: фондова біржа Таїланду, Корейська та Турецька біржі;</li> <li>- Африка: фондова біржа Йоганнесбурга</li> </ul>                                                                           |
| 5  | Біржі, що торгують повним спектром цінних паперів та в деяких випадках фінансовими деривативами. Функціонують як на розвинутих, так й на ринках, що формуються                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Європа та Близький Схід: фондові біржі Відня, Афін, Осло, Тель-Авіва та Швейцарська біржа (SIX);</li> <li>- Азія: Японська біржа;</li> <li>- країни, що розвиваються, Азії, Близького Сходу та Африки: майданчики Індонезії, Філіппін, Тайваню, Єгипту та Катару;</li> <li>- країни, що розвиваються, Латинської Америки: біржа Ліми</li> </ul> |
| 6  | Офшорні біржі, які спеціалізуються на лістингу боргових (єврооблігації), структурованих цінних паперів та розташовані у відомих офшорних юрисдикціях та «податкових сховищах»      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Європа: біржі острова Гернси (International Stock Exchange) та Ірландії;</li> <li>- Карибський басейн: фондові біржі Барбадосу, Кюрасао, Бермудських та Кайманових островів</li> </ul>                                                                                                                                                          |
| 7  | Класичні фондові біржі без сегменту похідних інструментів, що оперують на граничних ринках                                                                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Європа: фондові біржі Мальти, Кіпру, Бухареста;</li> <li>- Азія та Близький Схід: фондові біржі Коломбо, Аммана, Бейрута, Бахрейну та Кувейту;</li> <li>- Африка: фондова біржа Ботсвани</li> </ul>                                                                                                                                             |
| 8  | Біржі похідних фінансових інструментів, що оперують широким спектром деривативів на різноманітні базові активи                                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>- США: холдинг CME;</li> <li>- Азія: Токійська фінансова та Тайванська біржа ф'ючерсів</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 9  | Спеціалізовані біржі фінансових деривативів, що надають можливість торгувати лише похідними, як правило опціонами на індекси, акції, відсоткові ставки та свопами                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- США: біржі MIAH Options, OneChicago, Nadex, ELX та Eris;</li> <li>- Азія: Китайська біржа фінансових ф'ючерсів</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                       |
| 10 | Товарні біржі                                                                                                                                                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- США: зернова біржа Міннеаполіса;</li> <li>- Азія та Близький Схід: Токійська та Товарна біржа Осака Доджима, товарні біржі Чженчжоу, Даляня та Шанхайська біржа ф'ючерсів, різнотоварна біржа Індії, товарна біржа Дубаї;</li> <li>- Латинська Америка: біржа деривативів Буенос-Айреса;</li> </ul>                                             |

Джерело: розроблено автором

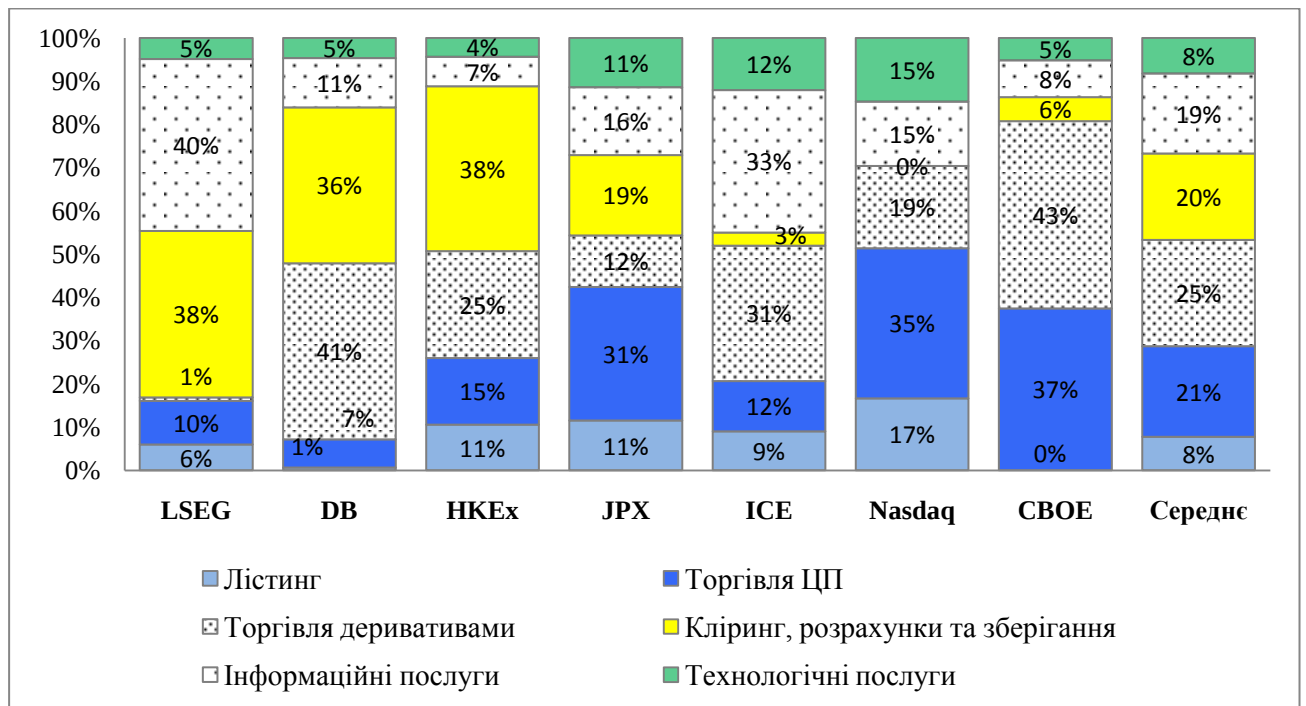
Компаративний аналіз та ранжування найбільших публічних бірж світу за основними показниками фінансової звітності показали, що найбільшу капіталізацію має американський біржовий холдинг CME. Останній формувався як товарна біржа та ніколи не надавав послуги з організації торгівлі акціями чи облігаціями.

Виявлено, що біржові оператори характеризуються високими показниками рівня норми прибутковості (більше 40%) та вартості нематеріальних активів у структурі своїх балансів. До складу останніх, серед іншого, входять: програмне забезпечення, ліцензії та бренди, що є у володінні біржового холдингу. Найдорожчі торгові марки має холдинг LSE, якому, окрім власне Лондонської фондової біржі, також належать FTSE, LCH, Russell та Yield Book.

Аналіз структури та динаміки доходів бірж вказує на те, що з метою мінімізації ризиків недоотримання надходжень від традиційних джерел (плата за обслуговування торговельних операцій та відрахування за лістинг), біржі використовують стратегії поглинання суб'єктів, що обслуговують інфраструктуру фондового ринку. Як наслідок, біржові групи через свої підрозділи охоплюють більшість компонентів доданої вартості, що генерується сучасною інфраструктурою ринку капіталів: від етапу укладання угод до поширення ринкової інформації власними комунікаційними мережами. Значення кожного із вказаних напрямів діяльності та їх внесок до валового доходу біржі варіюється та залежить від особливостей фінансової стратегії майданчика, а також макроекономічних та технологічних умов, у яких він функціонує (рис. 1.).

У роботі констатовано, що впровадження торговельних роботів та автоматизованих систем подачі замовлень радикально трансформувє наявні біржові технології. Провідні біржові майданчики перманентно вдосконалюють власні торговельні електронні системи з метою задоволення потреб алгоритмічних трейдерів. Ці зміни проявляються у збільшенні пропускної здатності торговельних систем, зменшенні часу реагування на надіслані на біржу замовлення та допуску клієнтських серверів до біржових систем. Це спричинило переміщення епіцентру біржової активності з торговельних залів до дата-центрів, де розміщені біржові процесори.

Зроблено висновок, що трансформації біржової індустрії відбуваються завдяки підривному інноваціям, до яких належать штучний інтелект, Big Data, хмарні технології, smart-контракти, прикладні програмні інтерфейси та технологія розподіленого реєстру (блокчейн). Нові технологічні компанії в рамках феномену FinTech активно використовують інноваційні підходи, які покращують якісно-вартісні характеристики інвестиційних продуктів, що надаються традиційними учасниками фінансового ринку. Значна кількість таких компаній орієнтується саме на ринок капіталу, охоплюючи весь ланцюг доданої вартості інфраструктури фондового ринку. Біржі, які на сьогодні є універсальними інфраструктурними інститутами, стають одними з провідних реципієнтів фінансово-технологічних інновацій.



**Рис. 1. Структура доходів провідних біржових холдингів світу, 2017 р.**

*Джерело:* складено та розраховано автором за даними фінансових звітів бірж

Аналіз діяльності наявних платформ для торгівлі криптоактивами дозволив спрогнозувати, що при врегулюванні правових аспектів обігу цифрових активів, по-перше, онлайн майданчики увійдуть до складу великих біржових груп, по-друге, традиційні біржі будуть намагатися збільшити свою присутність на ринку цифрових активів шляхом інтенсифікації співробітництва із FinTech-індустрією. Досвід роботи і статус визнаних організованих ринків одних та технологічна експансія других можуть створити відчутну синергію.

Технологія розподіленого реєстру (Distributed ledger technology, DLT), яка є основою феномену криптовалют, детермінує функціонування глобального ринку капіталу в довгостроковій перспективі. Нематеріальний характер продукту, комп'ютеризація й роботизація торгівлі, комунікація з практично необмеженою кількістю контрагентів зробили фінансовий ринок органічним середовищем для практичного застосування DLT. Ця технологія ефективно запроваджується в клірингу та розрахунках, укладанні біржових угод, корпоративних діях емітентів, віддаленій електронній участі у зборах акціонерів, подачі регулярної інформації та звітності, ідентифікації потенційних клієнтів та боротьбі з відмиванням коштів.

У розділі 3 «Євроінтеграційна трансформація фондових бірж» узагальнено європейський досвід формування та функціонування регульованих ринків фінансових інструментів. Досліджено потенційні напрями імплементації кращих європейських практик функціонування організованих ринків в Україні.

Розвиток організованих ринків цінних паперів ЄС відбувається в руслі макропроцесів економічної інтеграції та нерозривно пов'язаний із впровадженням відповідних пан'європейських нормативних актів, визначальними з яких були Директиви 93/22/ЄЕС, 2004/39/ЄС, 2014/65/ЄС та Регламент (ЄС) N600/2014. Перший із вказаних документів ознаменував введення у практику поняття «регульований ринок», що замінило традиційне «біржа».

Виявлено, що правові новації мотивували конкуренції між торговельними майданчиками на пан'європейському рівні, що в симбіозі з розвитком сучасних ІК-технологій сприяло появі нових центрів торгівлі фінансовими інструментами та одночасно посилило консолідаційні процеси між традиційними біржами. Найбільш інтенсивна інтеграція фондових бірж у ЄС мала місце в першому десятиріччі XXI ст.

Проведено аналіз та систематизовано наявні на сьогодні платформи організованої торгівлі фінансовими інструментами в ЄС. Пан'європейське законодавство регламентує операції таких видів торговельних платформ: регульований ринок, багатосторонній торговельний майданчик (від англ. – multilateral trading facility, MTF), організований торговельний майданчик (від англ. – organised trading facility, OTF) та систематичний внутрішній розпорядник (від англ. – systematic internaliser, SI) (табл. 4). Проте, в роботі доводиться, що, незважаючи на різноманіття торговельних систем, на початок 2019 року на традиційних біржах країн-членів ЄС відбувалось у середньому 62% операцій із акціями, які входять до складу національних фондових індексів.

Таблиця 4

**Порівняльна характеристика торговельних систем ЄС,  
регламентованих нормами MiFID II**

| <b>Критерії</b>                                 | <b>Регульований ринок</b> | <b>MTF</b>                                  | <b>OTF</b>                                  | <b>SI</b>                     |
|-------------------------------------------------|---------------------------|---------------------------------------------|---------------------------------------------|-------------------------------|
| Вид ринку                                       | Багатосторонній           | Багатосторонній                             | Багатосторонній                             | Двосторонній                  |
| Керівна структура                               | Ринковий оператор         | Ринковий оператор або інвестиційна компанія | Ринковий оператор або інвестиційна компанія | Інвестиційна компанія         |
| Фінансові інструменти                           | Будь-які                  | Будь-які, переважно пайові ЦП               | Облігації, деривативи, квоти на викиди      | Будь-які, переважно пайові ЦП |
| Торгівля за свій рахунок                        | Ні                        | Ні                                          | Ні (за винятком)                            | Так                           |
| Право обмеження трейдерів на участь в операціях | Недискреційні правила     | Недискреційні правила                       | Дискреційні правила                         | Дискреційні правила           |
| Лістинг                                         | Так                       | Обмежений                                   | Ні                                          | Ні                            |
| Кількість систем на початок 2019 р.             | 126                       | 195                                         | 77                                          | 194                           |

*Джерело:* складено автором

Подальшому розвитку біржової торгівлі акціями сприяє реалізація плану зі створення союзу ринків капіталу ЄС. Це вже позначилось на лібералізації європейського законодавства щодо проспектів емісії та спростило доступ малих та середніх компаній до лістингу на фондових майданчиках.

У роботі констатовано, що за 28 років незалежності в Україні не був сформований повноцінний усталений двосторонній зв'язок між реальним сектором економіки та фондовим ринком. Як наслідок, вітчизняний бізнес не використовує цінні папери (зокрема акції) як джерело для фінансування свого розвитку.

Вітчизняна біржова архітектура характеризується аномальною фрагментарністю та невідповідністю розміру фондового ринку кількості наявних організаторів торгівлі.

У сучасних умовах організований сегмент фондового ринку практично перетворився на ринок ОВДП. Це стало наслідком, по-перше, ефекту «витіснення» приватного капіталу з реального сектору підвищеною відсотковою ставкою, по-друге, дефіцитом привабливих фінансових інструментів на фондовому ринку. Автором запропоновано розширити наявний біржовий інструментарій шляхом пом'якшення умов лістингу, розвитку крос-лістингу, активізації випуску облігацій МФО в Україні та імплементації обігу товарних деривативів.

Інвестиційний попит на цінні папери в Україні обмежений незначними масштабами діяльності вітчизняних інституційних інвесторів. Зокрема, серед ІСІ превалюють венчурні або фонди прямого інвестування, що оперують переважно на позабіржових ринках. Українська низька норма заощаджень домогосподарств віддаляє біржові операції від потенційного масового інвестора. Пожвавити активність організованого фондового ринку можуть іноземні інвестори, мотивовані підвищеними нормами прибутку на вкладений капітал. Для цього необхідно реалізувати низку невідкладних заходів з покращення правового, регулятивного та ринково-технологічного середовища, у тому числі в рамках дії Угоди про асоціацію між Україною та ЄС.

## ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі здійснено теоретичне узагальнення та запропоновано вирішення наукового завдання щодо визначення сучасних тенденцій та факторів глобальної фінансово-інституційної трансформації фондових бірж. Комплексне вивчення закономірностей та умов розвитку і функціонування глобальної біржової інфраструктури уможливило формування автором таких висновків:

1. Регулятивні реформи на національному та глобальному рівнях разом із інформаційно-технологічними та фінансовими інноваціями суттєво впливають на парадигму розвитку світового фондового ринку. Жорсткі нормативні вимоги щодо фінансової стійкості та левериджу змусили комерційні банки відчутно зменшити свою активність на ринку цінних паперів, що зумовило зростання вартості активів та розширення географії портфелів інвестиційних фондів. Одночасно активно розвиваються пасивні стратегії інвестування, підвищуючи попит на актуальну та різноманітну ринкову інформацію. Глобальні тренди формуються в руслі посилення стійкості світової фінансової архітектури, зокрема, шляхом переміщення максимальних обсягів операцій із фінансовими інструментами на відкриті організовані ринки, представлені, насамперед, фондовими біржами, що робить останні одним із найважливіших учасників глобального ринку капіталу.

2. Інтернаціоналізація фондових бірж проявляється в розширенні географії користувачів їх послуг, а лідерами за кількістю іноземних компаній у біржових реєстрах та вартості угод із ними за останні три десятиріччя залишаються NYSE,

Nasdaq та Лондонська фондова біржа. Яскраво вираженою тенденцією є збільшення іноземних цінних паперів на нових сформованих ринках (Сінгапурська, Гонконгська біржі та біржа Йоганнесбурга). Остання демонструє один з найвищих показників індексу інтернаціоналізації фондової біржі, обрахованого за авторською методикою.

3. Основною ефективного біржового майданчика є розгалужена мережа торговців, якою досягається максимальна ліквідність, а для бірж украй критичним стає постійне розширення власних комунікаційних мереж. Посилення мережевізації біржових платформ може відбуватися як на рівні одного майданчика шляхом максимального поширення власної мережі на інші ринки, так й через інтеграцію мереж декількох бірж. Інтеграція торговельних платформ з початку XXI ст. має яскраво виражений міжнародний характер. На відміну від бірж розвинутих ринків, об'єднання мереж фондових майданчиків із країн, що розвиваються, як правило, відбувається у формі торговельного співробітництва, результатом чого стають регіональні біржові інститути, найуспішнішим з яких є Stock Connect за участю бірж Гонконгу та материкового Китаю. Розвиток інформаційно-комунікаційних технологій, розширення міжконтинентальних оптоволоконних каналів зв'язку вивели біржову мережевізацію на глобальний рівень. Головною перепорою її подальшого розвитку залишається відсутність регулятивної конвергенції національних та регіональних юрисдикцій.

4. Стрімкий розвиток інформаційних технологій та зміна парадигми біржової діяльності в напрямі максимізації прибутку зумовили інституційні модифікації бірж як корпорацій, що відобразилося у процесах консолідації, універсалізації та цифровізації останніх. Конкурентна боротьба з позабіржовими торговельними платформами та сучасні бізнес-стратегії бірж, спрямовані на диверсифікацію доходів, сприяли формуванню складної глобальної біржової архітектури, де функціонують декілька груп учасників: від великих біржових холдингів, що пропонують послуги з торгівлі широким колом фінансових інструментів та оперують на всьому ланцюзі доданої вартості інфраструктури фондового ринку, до національних спеціалізованих майданчиків з торгівлі окремими видами біржових активів.

5. За останнє десятиліття серед професійних учасників світового фондового ринку доходи бірж зросли найбільше (майже у 2,5 рази), при середньому значенні норми прибутковості 15 найдорожчих біржових холдингів світу 43%, що пояснюється значним впливом інтелектуальної власності та біржових інновацій на формування доходів бірж та низьким рівнем граничних витрат на виробництво сучасного біржового продукту. При цьому традиційні джерела доходів фондових бірж (плата за лістинг та організацію торгівлі цінними паперами) відходять на другий план, поступаючись комісійним за торгівлю деривативами, клірингові та інформаційно-аналітичні послуги, коли частка останніх у структурі доходів провідних бірж досягає 40%.

6. Значний вплив на формування біржових торговельних систем у першому десятиріччі XXI ст. мало поширення практик алгоритмічної та високочастотної торгівлі, на яку, зокрема, припадає більше 50% угод із акціями на фондовому

ринку США. Подальший розвиток глобальних біржових платформ пов'язаний із використанням підричних технологій галузі FinTech. Такі інновації, як ICO, краудфандинг, сек'юритизація токенів, онлайн-платформи для торгівлі криптоактивами в перспективі можуть кардинально трансформувати традиційну біржову інфраструктуру. Найбільший потенціал імплементації на фондовому ринку має технологія розподіленого реєстру та блокчейну, особливо у сфері клірингу та розрахунків.

7. Виокремлення «регульованих ринків» при реформуванні правових засад європейського ринку капіталу на сьогодні суттєво урізноманітнює фондовий ландшафт, на якому, окрім власне регульованих ринків, оперують численні позабіржові платформи, що вирізняються організаційними засадами та видами фінансових інструментів, що на них обертаються. Провідним пан'європейським майданчиком торгівлі акціями стала біржа Cboe Europe Equities, яка охоплює більше чверті всіх угод із акціями на європейських організованих ринках. Водночас на традиційні фондові біржі, незважаючи на високий рівень конкуренції в рамках Європейського Союзу, припадає більше 60% торгівлі акціями, що входять до провідних національних фондових індексів.

8. Розбудову цивілізованого фондового ринку в цілому та його організованого сегменту ніколи не визначали як пріоритет економічної політики в Україні. Частка біржового ринку цінних паперів в Україні перевищила поріг 40% лише у 2017 році, коли національний регулятор проводив активну кампанію з мінімізації обігу емітентів, що мають ознаки фіктивності. Подібні показники відчутно дисонують із європейською практикою, де домінує підхід максимальної публічності операцій з фінансовими інструментами. На сьогодні український фондовий ринок за класифікацією світових рейтингово-аналітичних агенцій не належить навіть до «Frontier Market», що залишає його поза увагою світової інвестиційної спільноти та її ресурсів. Поряд із необхідністю кардинального покращення інвестиційного клімату в Україні прискорити прихід портфельних інвестицій зможе модернізація вітчизняної ринкової інфраструктури, зокрема через запровадження практик співрозміщення серверів, прямого ринкового доступу, кредитування під заставу цінних паперів, повноцінного центрального контрагента та поставки проти оплати без повного депонування активів.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### *У наукових фахових виданнях:*

1. Зінченко Ф.А. Фондова біржа як базовий елемент організованого ринку цінних паперів. *Стратегія розвитку України (економіка, соціологія, право)*. 2005. № 5. С. 97–102 (0,5 д.а.).
2. Зінченко Ф.А. Світовий біржовий механізм: детермінанти сучасного розвитку. *Вісник Київського національного університету технологій та дизайну*. 2012. № 68. С. 282–288 (0,5 д.а.).
3. Зінченко Ф.А. Рівень інвестиційного потенціалу фондового ринку України. *Ринок цінних паперів України*. 2017. №. 1-2(86). С. 34–40 (0,5 д.а.).

***У наукових фахових виданнях України, що зареєстровані у міжнародних наукометричних базах даних:***

4. Зінченко Ф.А. Трансформація архітектури організованих фондових ринків розвинутих країн світу. *Інвестиції: практика та досвід* (Scholar Google, Index Copernicus). 2011. № 12. С. 39–44 (0,6 д.а.).

5. Зінченко Ф.А. Міжнародний ринок боргових фінансових інструментів. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право* (Національна бібліотека України імені В. І. Вернадського, Scholar Google, Cite Factor, Research Bible, Index Copernicus, DRJI, I2OR). 2016. № 2 (85). С. 99–116 (0,9 д.а.).

6. Бурмака М.О., Зінченко Ф.А. Глобальний формат фінансово-інституційної трансформації фондових бірж. *Міжнародна економічна політика* (Scholar Google, Cite Factor, Research Bible, Index Copernicus, DRJI, I2OR, DOAJ ). 2017. № 2 (27). С. 41–61 (1,9 д.а., особисто автору належить 1,5 д.а., у яких удосконалено методичний апарат аналізу інтернаціоналізації фондових бірж, ідентифіковано сучасні форми біржової консолідації на регіональному та глобальному рівнях ).

7. Зінченко Ф.А. Глобальні біржові мережі. *Світ фінансів* (Index Copernicus, World Cat, Google Scholar, Library of Congress (Washington DC 20540 United States) Online Catalog, Національна бібліотека України імені В.І. Вернадського). 2018. № 4 (57). С. 137–148 (0,8 д.а.).

***В інших виданнях:***

8. Зінченко Ф.А. Сучасні трансформаційні процеси біржового сегменту фондового ринку США. *Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку* : зб. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 23-24 березня, 2011 р. Ірпінь : НУДПСУ, 2011. С. 225–227 (0,1 д.а.).

9. Зінченко Ф.А. Спільний біржовий простір країн Балтії: ретроспектива та сучасний стан. *Соціальні та економічні аспекти розвитку міжнародних відносин* : зб. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 28-29 жовтня, 2014 р. у 2 ч. Ч 1. Дніпропетровськ : НО «Перспектива», 2014. С. 77–80 (0,2 д.а.).

10. Зінченко Ф.А. Інтеграція фондових бірж: досвід країн Балтії. *Актуальні проблеми та перспективи розвитку економіки в умовах глобальної нестабільності* : зб. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 10-12 грудня, 2014 р. Кременчук : КрНУ, 2014. С. 340–342 (0,1 д.а.).

11. Зінченко Ф.А. Варшавська фондова біржа: уроки для України. *Міжнародне економічне співробітництво: принципи, механізми, ефективність* : зб. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 5-6 грудня, 2014 р. у 4 ч. Ч 1. Київ : ГО «Київський економічний науковий центр», 2014. С. 21–24 (0,2 д.а.).

12. Зінченко Ф.А. Регульовані ринки капіталу в контексті Угоди про асоціацію між Україною та ЄС. *Сучасні наукові погляди на економічний розвиток країни: теорії та пропозиції* : зб. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 11-12 грудня, 2015 р. у 2 ч. Ч 1. Ужгород : Видавничий дім «Гельветика», 2015. С. 40–43 (0,2 д.а.).

13. Зінченко Ф.А. Законодавче регулювання ринків фінансових інструментів: досвід ЄС. *Міжнародна практика соціально-економічного розвитку країни: проблеми та перспективи* : зб. матеріалів Міжнар. наук.-практ. конф., 18-19

грудня, 2015 р. Київ : Аналітичний центр «Нова Економіка», 2015. С.19–22 (0,2 д.а.).

14. Зінченко Ф.А. Розширення інвестиційного інструментарію як фактор міжнародної конкурентоспроможності фондового ринку України. *Актуальні питання функціонування фінансового ринку в умовах кризових явищ світової економіки* : зб. матеріалів Міжнар. наук.-практ. інтернет конф., 15-16 квітня, 2016 р. Одеса : ОНЕУ, 2016. С. 331–334 (0,2 д.а.).

15. Зінченко Ф.А. Роздрібні інвестори на фондовому ринку України. *Економіка і менеджмент: сучасні трансформації в епоху глобалізації* : зб. матеріалів Міжнар. наук. конф., 24 березня, 2017 р. Клайпеда, Литва : Baltija Publishing, 2017. С. 125–127 (0,2 д.а.).

16. Зінченко Ф.А. Про вітчизняний ринок послуг з організації торгівлі фінансовими інструментами. *Фінансова політика як складова економічного розвитку* : зб. матеріалів Всеукр. наук.-практ. конф., 12-13 квітня, 2017 р. Київ : КНТЕУ, 2017. С. 166–168 (0,1 д.а.).

17. Зінченко Ф.А. Краудфандинг: загрози та можливості для організованих фондових ринків. *Корпоративні фінанси: проблеми та перспективи інноваційного розвитку* : зб. матеріалів II Міжнар. наук.-практ. конф. Київ : КНЕУ, 2018. С. 43-47 (0,1 д.а.).

## АНОТАЦІЯ

**Зінченко Ф.А. Глобальна фінансово-інституційна трансформація фондових бірж.** – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.02 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини». – ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, 2019.

Дисертацію присвячено комплексному дослідженню процесів глобальної трансформації фондових бірж у сучасному фінансово-інституційному форматі їхнього розвитку, виявленню та узагальненню основних тенденцій формування сучасної глобальної фінансової архітектури.

У роботі охарактеризовано якісні та кількісні зміни світового ринку цінних паперів на сучасному етапі його розвитку, ідентифіковано зміст та факторність інтернаціоналізації бірж, досліджено сутність глобальної біржової мережевізації.

Визначено та проаналізовано сучасні напрями інституційної модифікації фондових бірж як корпорацій, орієнтованих на отримання прибутку для акціонерів. Проведено аналіз та оцінку кон'юнктури, тенденцій та фінансових параметрів світового ринку біржових послуг. Охарактеризовано вплив сучасного ІТ-середовища та процесів диджиталізації на біржову діяльність.

Узагальнено європейський досвід побудови та функціонування регульованих ринків фінансових інструментів. Досліджено можливі напрями імплементації європейських практик функціонування організованих ринків в Україні.

**Ключові слова:** ринок капіталу, фондова біржа, інтернаціоналізація, мережевізація, консолідація, універсалізація, корпоратизація, лістинг, фінансові інновації, регульовані ринки, позабіржові багатосторонні торговельні системи.

## АННОТАЦИЯ

**Зинченко Ф.А. Глобальная финансово-институциональная трансформация фондовых бирж. -Рукопись.**

Диссертация на соискание научной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.02 «Мировое хозяйство и международные экономические отношения». – ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана», Киев, 2019.

Диссертация посвящена комплексному исследованию процессов глобальной трансформации фондовых бирж в современном финансово-институциональном формате их развития, выявлению и обобщению основных тенденций формирования современной глобальной финансовой архитектуры.

В работе охарактеризовано качественные и количественные изменения мирового рынка ценных бумаг на современном этапе его развития, идентифицировано содержание и факторность интернационализации бирж, исследована сущность процесса глобальной биржевой сетевизации.

Определены и проанализированы современные направления институциональной модификации фондовых бирж как корпораций, ориентированных на получение прибыли для акционеров. Проведен анализ и оценка конъюнктуры, тенденций и финансовых параметров мирового рынка биржевых услуг. Охарактеризовано влияние современной IT-среды и процессов диджитализации на биржевую деятельность.

Обобщен европейский опыт построения и функционирования регулируемых рынков финансовых инструментов. Исследованы возможные направления имплементации европейских практик функционирования организованных рынков в Украине.

**Ключевые слова:** рынок капитала, фондовая биржа, интернационализация, сетевизация, консолидация, универсализация, корпоратизация, листинг, финансовые инновации, регулируемые рынки, внебиржевые многосторонние торговые системы.

## ABSTRACT

**Zinchenko F.A. Global Financial and Institutional Transformation of Stock Exchanges. – Manuscript.**

Dissertation for the Academic Degree of Economics Science Candidate in specialty 08.00.02 World Economy and International Economic Relations. – Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Kyiv, 2019.

The dissertation is devoted to a comprehensive study of the processes of global transformation of stock exchanges in the modern financial and institutional format of their development, to identify and summarize the trends prevailing in this field.

The thesis describes the qualitative and quantitative changes in the global stock market at the current stage of its development, identifies the content and factors of internationalization of stock exchange activities, investigates the essence of the global stock exchange networking which, due to financial globalization and development of information and communication technologies take form of, firstly, the expansion of own exchange network through the use of transcontinental optical fiber communication

channels between world financial centers, and secondly - the integration of networks of several exchanges, which takes various organizational and legal forms.

The methodology for analyzing stock exchange internationalization is improved: for this purpose firstly, the geographical structure of the world stock listing by sub-country frequency distribution of foreign listing on 33 stock exchanges of issuers from 72 countries was updated; secondly, the method of calculating the stock exchange internationalization index is proposed, which enables quantitative measurement of the integral level of international activity of a particular stock market and is calculated according to the principle of Transnationality index for multinational companies by UNCTAD as the arithmetic mean of three variables: share of foreign companies stocks in the total number of listed companies, share of foreign stock trading in the total volume of exchange trades and share of foreign members (participants) of the stock exchange in their total number (or for foreign participants share in the total volume of trading on the stock exchange).

The current trends of institutional transformation of stock exchanges as profit-oriented corporations are identified and analyzed, among which is universalization. The latter is broadly manifested in the formation of international universal exchange groups from developed markets, operating in different regions of the world and offering investors a wide range of financial instruments, and in a narrow - gradual leveling of differences between trading venues of various asset classes through the introduction of universal trading, settlement and depository practices based on modern information and communication technologies. The analysis and evaluation of the market conditions, trends and financial parameters of the global stock exchange market are conducted. The influence of modern IT environment and processes of digitization on stock exchange activity is defined, among which the most determining factor today is the spread of the algorithmic, and especially high-frequency trading, which lead to an increase in trading systems bandwidth, i.e. the number of orders which can be processed by the system, drastic shortening of latency time and co-location services.

The dissertation summarizes the European experience in building and operating regulated markets for financial instruments. Possible directions of implementation of European practices of organized markets functioning in Ukraine are outlined and proposed. The system of measures to increase the liquidity of the domestic securities market through expansion of investment instruments in its organized segment is proposed, including: first, strengthening the protection of the rights of corporate bond holders and intensifying the processes of issuance of bonds by international financial institutions in Ukraine, second, the liberalization of domestic listing rules (it is much easier for a potential Ukrainian issuer to meet the minimum capital requirements for listing on London or Frankfurt stock exchange than on domestic one), and cross-listing conditions by expanding the list of foreign stock exchanges on which securities of issuers intending to be admitted to circulation in Ukraine should be admitted by Canada, Australia and Switzerland venues; third, the implementation of commodity derivatives.

**Key words:** capital market, stock exchange, internationalization, network, consolidation, universalization, demutualization, listing, FinTech, regulated markets, multilateral trading facilities.