

**ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА» МОН УКРАЇНИ**

**ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА» МОН УКРАЇНИ**

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

ЗІНЧЕНКО ФЕДІР АНАТОЛІЙОВИЧ

УДК 336.761-027.511-044.922(043.3)

ДИСЕРТАЦІЯ

**ГЛОБАЛЬНА ФІНАНСОВО-ІНСТИТУЦІЙНА ТРАНСФОРМАЦІЯ
ФОНДОВИХ БІРЖ**

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство
і міжнародні економічні відносини

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей,
результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело
_____ Ф.А. Зінченко

Науковий керівник: Бурмака Микола Олексійович, кандидат економічних наук,
доцент

Київ – 2019

АНОТАЦІЯ

Зінченко Ф.А. Глобальна фінансово-інституційна трансформація фондових бірж. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

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 в сучасному фінансово-інституційному форматі їхнього розвитку, виявленню та узагальненню основних тенденцій формування сучасної глобальної фінансової архітектури.

У першому розділі роботи охарактеризовано якісні та кількісні зміни світового ринку цінних паперів на сучасному етапі його розвитку, ідентифіковано зміст та факторність інтернаціоналізації біржової діяльності, досліджено сутність процесу глобальної біржової мережевізації.

У другому розділі визначено та проаналізовано сучасні напрями інституційної модифікації фондових бірж як корпорацій орієнтованих на отримання прибутку. 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.

У третьому розділі дисертації узагальнено європейський досвід побудови та функціонування регульованих ринків фінансових інструментів. Досліджено можливі напрями імплементації європейських практик функціонування організованих ринків в Україні.

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

уперше:

- 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 покрайнового частотного розподілу закордонного лістингу на 33-х провідних фондових біржах емітентів із 72-х країн світу; запропоновано методику 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 універсалізації, 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.).

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

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 of modern global financial architecture formation.

The first section of the paper 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.

The second section identifies and analyzes the current trends of institutional transformation of stock exchanges as profit-oriented corporations. 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.

The third section of the thesis 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 scientific novelty of the obtained results is to identify and analyze the essence and factors of global transformations of stock exchanges as a key element of the modern capital market infrastructure. Specific scientific results characterizing the novelty of the study are as follows:

for the first time:

- key regularities of the exchange networking are revealed and characterized (information technology, instrumental universalization, global consolidation), which, due to financial globalization and development of information and communication technologies take dual forms, firstly, through the expansion of their exchange own network with 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: from regional associations of emerging market stock exchanges to the formation of global stock exchange groups from developed countries as a result of mergers and acquisitions, leading to the elimination of geographical and spatial boundaries and create a global stock exchange space; the end-point of this process is to provide global investors with modern day-to-day trading technology of any financial instrument with virtually unlimited number of entities;

improved are:

- methodology for analyzing stock exchange internationalization, which is manifested in the direct and / or indirect expansion of exchanges to markets of other countries and regions by providing them with a platform for listing securities and / or attracting foreign investors to their own pool of traders: for this purpose 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; 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, 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 specified index of internationalization for the leading stock exchanges of the world was calculated, and as a result besides the offshore platforms exchanges of Johannesburg and Oslo show the highest value of the index;

- an algorithm of assessing the financial condition of the world's leading exchanges, using indicators of capitalization, rates of return, share of intangible assets in the balance sheet of the stock exchange and analysis of the current structure of exchange operators income sources, characterizing by a tendency of shrinking revenue share from listing and cash trading, which is in turn offset by the implementation of income diversification strategies, resulting in increased revenues from the exchange's information and technology services; the ratio of revenues from trading various financial instruments and the gross income of the leading stock exchanges in the world was calculated, which indicates that information services generate the largest share of cash flows for the London Stock Exchange and Intercontinental Exchange groups (40% and 33% respectively), in turn, settlement and clearing services make up 38% of the gross income of Hong Kong Exchanges & Clearing;

- approaches to identify the key areas of FinTech introduction in the value chain of global stock market infrastructure and the comparative characteristics of modern methods of raising capital through exchanges and innovative mechanisms of alternative stock platforms for business funding, which today, despite legal uncertainty and relatively small

transaction volumes, start to create competition for stock exchanges; at the same time the implementation of blockchain technology is potentially capable of substantially cut revenues of many exchange groups, as a large proportion of them are generated by subsidiary security depositories and clearing houses;

got further development:

- identification of modern forms of stock exchange universalization, which is manifested firstly 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 secondly in 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;

- analytical characterization of the nature and trends of exchange trading platforms transformation under the influence of the information and communication technologies development, the determining factor of which 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 service;

- substantiation of the system of measures to increase the liquidity of the domestic securities market through expansion of investment instruments in its organized segment, 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 then 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.

The practical value of the results obtained. The conclusions and theoretical generalizations made by the author can be used in the construction of a modern trading, settlement and clearing infrastructure, which is especially relevant in the context of comprehensive reform of the capital markets in Ukraine. The author's scientific developments and practical recommendations have been used by: the National Securities and Stock Market Commission in the preparation of draft regulatory acts regulating the activities of stock exchanges in the light of current European regulatory practices for markets of financial instruments (certificate dated April 05, 2019), the Verkhovna Rada of Ukraine Committee on Financial and Banking Policy in the development of bill drafts on improving the mechanisms of regulated capital markets functioning, preparation materials of committee hearings and meetings on Ukrainian stock market development strategy (certificate dated November 06, 2018), PFTS STOCK EXCHANGE, JSC when updating the stock exchange rules in sections of the cash and derivatives markets (certificate dated April 15, 2019). The materials and results of the research, presented in this thesis, were also used in the academic and educational process at the Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman during teaching such disciplines as International Finance, Stock market and Securities trading (certificate dated April 15, 2019).

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

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 технології 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* (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). 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 (0,1 д.а.).

ЗМІСТ

ВСТУП.....	16
РОЗДІЛ 1. ФОНДОВІ БІРЖІ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ	25
1.1. Сучасна парадигма трансформації міжнародного фондового ринку.....	25
1.2. Інтернаціоналізація біржової діяльності	46
1.3. Формування глобальних біржових мереж.....	69
Висновки до розділу 1.....	91
РОЗДІЛ 2. ГЛОБАЛЬНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ БІРЖОВОГО ФОНДОВОГО РИНКУ.....	95
2.1. Інституційна модифікація фондових бірж	95
2.2. Динаміка фінансових параметрів глобального ринку біржових послуг.....	121
2.3. Диджиталізація біржової діяльності	144
Висновки до розділу 2.....	168
РОЗДІЛ 3. ЄВРОІНТЕГРАЦІЙНА ТРАНСФОРМАЦІЯ ФОНДОВИХ БІРЖ	171
3.1. Формування організованих ринків фінансових інструментів ЄС...	171
3.2. Трансформаційна стратегія європейських фондових бірж.....	182
3.3. Імплементація європейського досвіду організованих фондових ринків в Україні	191
Висновки до розділу 3.....	213
ВИСНОВКИ.....	216
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	220
ДОДАТКИ.....	250

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

CSD	– центральний депозитарій
CCP	– центральний контрагент
DLT	– технологія розподіленого реєстру
ESMA	– Європейської організації з цінних паперів та ринків
HFT	– високочастотна торгівля
HKEx	– група Hong Kong Exchanges & Clearing
ICE–	– група
IOSCO	– Міжнародна організація комісій з цінних паперів
IPO	– первинне розміщення цінних паперів
LSEG	– група Лондонської фондової біржі
MTF	– багатосторонній торгівельний майданчик
NYSE	– Нью-Йоркська фондова біржа
SEC	– Комісія з цінних паперів та бірж США
ЄЦБ	– Європейський центральний банк
МСП	– малі та середні підприємства
НКЦПФР	– Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку
СФБ	– Світова федерація бірж
ЄФФБ	– Європейська федерація фондових бірж
РФС	– Рада із фінансової стабільності

ВСТУП

Фінансові механізми економічної глобалізації генерують високу мобільність капіталу, збільшувані 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 висувують 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. Мілєсі-

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 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, узагальнені 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:

уперше:

- 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 методику 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 універсалізації, 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.

РОЗДІЛ 1

ФОНДОВІ БІРЖІ В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

1.1. Сучасна парадигма трансформації міжнародного фондового ринку

За останнє десятиріччя динаміка фінансової глобалізації зазнала суттєвих змін. Тригером подібних трансформацій стала світова фінансова криза 2007-2008 років. До цього у розвитку фінансової глобалізації, яка особливо інтенсифікувалась на початку цього сторіччя, можна було виділити такі характерні риси:

- збільшення валової вартості закордонних активів як віддзеркалення зростання частки іноземних складової в інвестиційних портфелях, із одночасним ростом вартості фінансових активів взагалі відносно світового ВВП;

- зростання міжнародних потоків капіталу та накопичення закордонних активів було більш характерним для розвинутих країн, аніж для тих, що розвиваються;

- посилення міжнародних фінансових зав'язків супроводжувалось збільшенням дисбалансів поточних рахунків та позиціями чистих країн-кредиторів по відношенню до країн-дебіторів;

- особливо помітною фінансова інтеграція була у банківському секторі розвинутих країн;

- міжнародна банківська інтеграція як правило мала форму закордонного іноземного кредитування та операцій через іноземні філії [1].

Одним із кількісних показників рівня фінансової інтеграції, що отримав найбільше поширення, є валова вартість зовнішніх фінансових активів та зобов'язань окремих країн як у абсолютному, так й у відносному значенні по відношенню до ВВП. Чим інтенсивніші та масштабніші операції резидентів країни із нерезидентами, тим більше значення зовнішніх фінансових потоків, а від так й рівня фінансової інтеграції. Варто відмітити, що багато дослідників, використовують поняття фінансової глобалізації та інтеграції як взаємозамінні, хоча й відмічають відмінність цих категорій. Якщо фінансова глобалізація відображає

поглиблення глобальних зав'язків через посилення міжнародного руху капіталу, то інтеграція показує зв'язок окремої країни із світовим ринком капіталу [2].

У період між 1990-2000 роками співвідношення іноземних інвестиційних зобов'язань до ВВП в світі виросло з 42% до 96%. За сім років з початку сторіччя значення показника знову майже подвоїлось. А на початок 2017р. обсяги іноземного інвестування (з позиції зобов'язань) склали майже 160 трлн. дол. США, що становило 215% світового ВВП. Це недалеко від історичного передкризового максимуму 2007 року – 225% (рис.1.1.).

Іноземні інвестиції (в будь-яких формах) все ще характеризуються високим рівнем концентрації у декількох розвинутих країнах. Але прослідковується чітка тенденція до зниження їх домінуючої позиції. У 2005 році тільки у 46 країнах світу зовнішні активи та зобов'язання перевищували 100 млрд. дол. США, й лише у 28 з них цей показник перевищував 200% ВВП. На початок 2017р. таких держав було вже 62 та 58 відповідно. На перші п'ять країн з найбільшими обсягами міжнародних інвестицій припадає половина всієї світової інвестиційної позиції, на перші десять – 75% [3]. П'ятдесят країн з найбільшими обсягами закордонних активів та зобов'язань, з відображенням функціональних категорій останніх, представлені у додатку А.

Темпи зростання показника фінансової інтеграції для різних груп країн були різними. Якщо зовнішні інвестиційні зобов'язання розвинутих країн за останні 10 років зросли на 20%. То країни, що розвиваються наростили показник зовнішніх фінансових пасивів на 77% [4]. Як наслідок, на країни, що розвиваються, у 2016 році припадало 15% всіх світових інвестицій. КНР, Бразилія, Мексика та РФ входять до топ-25 держав за названим показником. Індонезія та Тайланд за десять років піднялись у рейтингу на сім та шість місць відповідно, в той час як Індія – на три. Це підтверджує гіпотезу Руденко-Сударєвої Л.В. та Мозгового О.М. про те, що глобальні кризові явища надають поштовх до змін полюсів у темпах зростання від «надглобальних» до країн, що розвиваються [5].

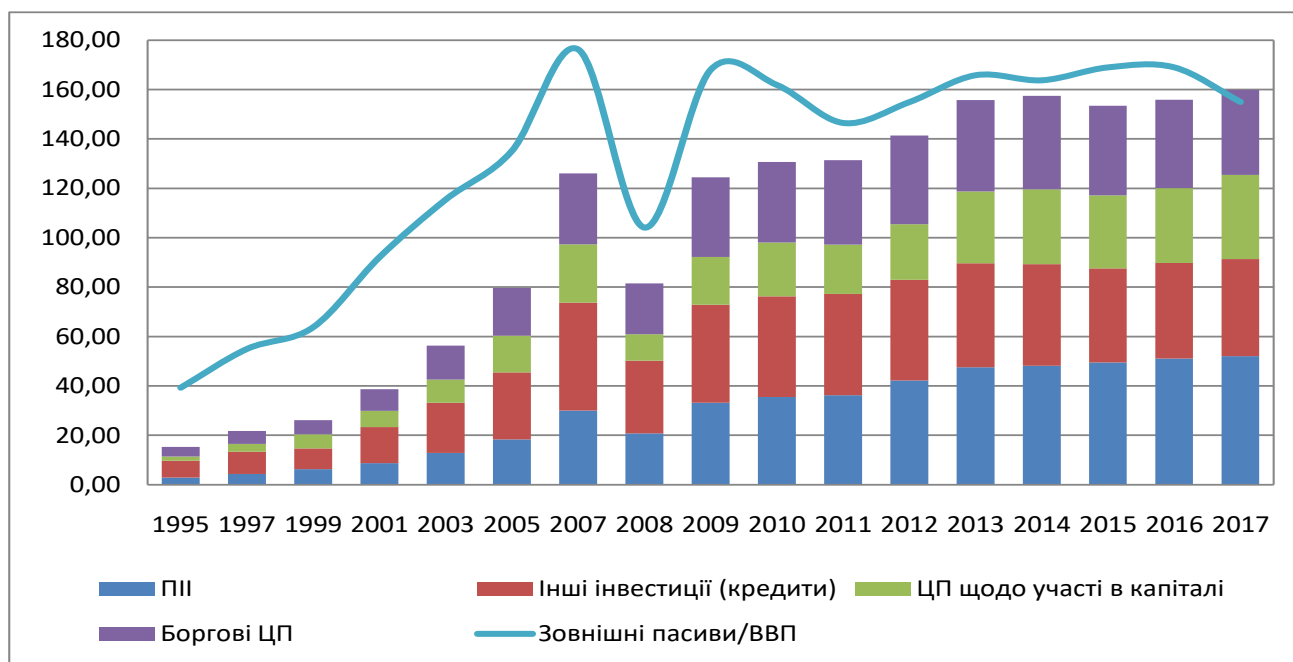


Рис. 1.1. Зовнішні пасиви країн світу за функціональними категоріями, трлн дол. США

Джерело: складено автором за даними [4]

Фінансова криза суттєво вплинула на функціональну структуру закордонних активів та зобов'язань. Серед різних форм інвестування найбільше скоротилось міжнародне кредитування - 78% від світового ВВП у 2007 проти 53% у 2016р. При цьому скорочення відбулося у двох регіонах – Об'єднаному Королівстві та ЕС: з 7,8 до 4,8 трлн. дол. США та з 15,8 до 13,9 трлн. дол. США, відповідно[6]. В обох випадках це було обумовлено радикальним скороченням міжбанківських позикових операцій.

Одночасно із зменшенням міжнародного кредитування відбувається поглиблення інтеграції ринків цінних паперів. В сучасному світі під впливом фінансової глобалізації міжнародний рух капіталу нерозривно пов'язаний з фондовим ринком. Роль фіктивного капіталу в русі міжнародних фінансових потоків постійно збільшувалась й сьогодні світовий фінансовий ринок неможливо уявити без повноцінно функціонуючого міжнародного ринку цінних паперів. Фондовий ринок став одним з найбільш динамічних сегментів світового фінансового ринку.

Сьогодні в світі відбувається поступове переплетіння міжнародних й національних фінансових активів, в наслідок чого утворився глобальний фондовий ринок, оперувати на якому можуть будь-які економічні суб'єкти незалежно від їх національної приналежності. Станом на 2016 рік в світі 27% всіх акцій, що знаходились в обігу, належало нерезидентам, у 2000р. – 17%. Щодо боргових цінних паперів, то частка облігацій, які перебувають у власності іноземних інвесторів з 2000 по 2016 роки зросла з 18% до 31% [7].

Одним з найбільших рівнів частки іноземних цінних паперів у власності характеризуються інвестори з країн-членів ЄС. При цьому це характерно як для емітентів поза межами Союзу, так й для паперів компаній із інших держав ЄС. В наслідок гармонізації законодавства та подальшого поглиблення панєвропейських ринків капіталу, частка пайових цінних паперів національних емітентів у власності інвесторів з єврозони за період з 2008-2017 роки зменшилась із 64,9% до 52,5%, водночас зросли обсяги інвестицій у папери з інших країн (рис. 1.2.) [8].

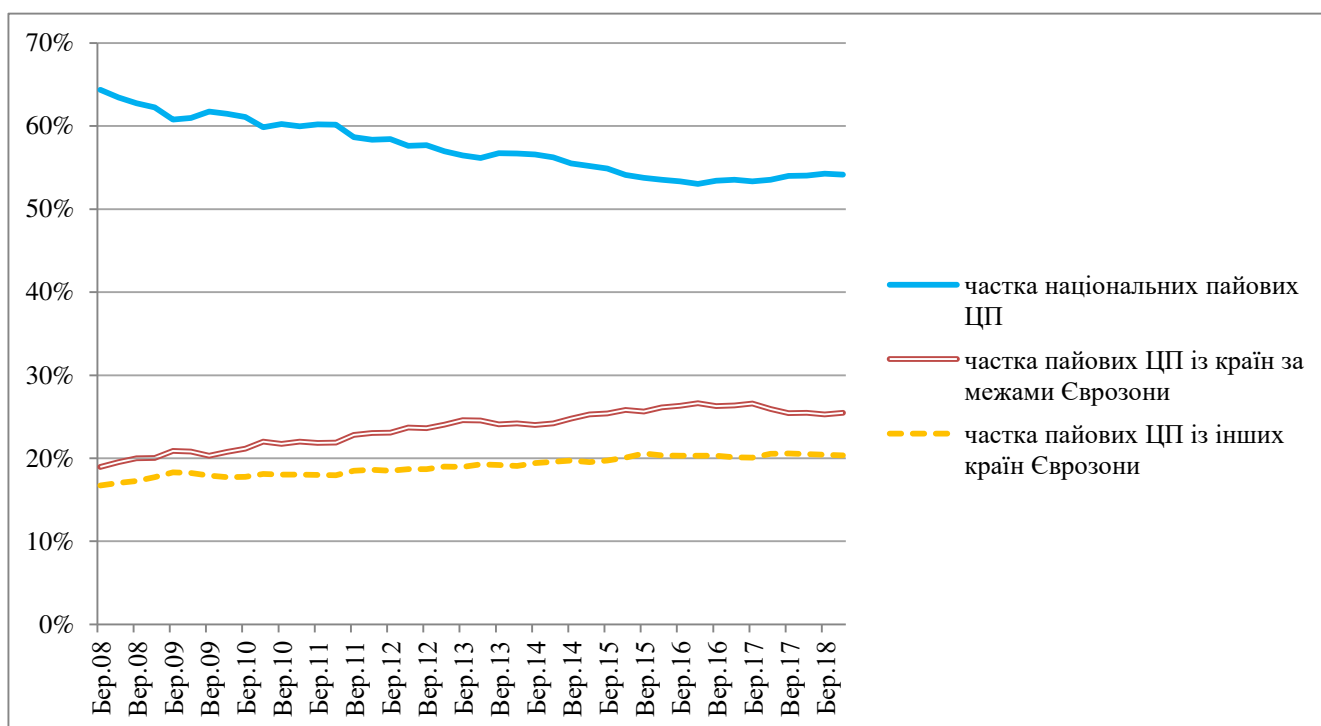


Рис. 1.2. Структура пайових ЦП у власності інвесторів із Єврозони за географією емітентів

Джерело: [8]

Наслідком міжнародної інвестиційної активності є розширена географія корпоративних власників. Особливо яскраво це проявляється в інтернаціональному характері акціонерів великих мультинаціональних компаній. Так, наприклад, на початок 2018 року, географічна структура власників корпорації Nestlé, яка багато років входить до першої десятки за індексом транснаціоналізації, що розраховується UNCTAD, мала такий вигляд: США – 32.3%, Швейцарія – 34.5%, Великобританії – 3.8%, Німеччина – 5.2%, Бельгія – 4.5%, Канада – 2.5%, Японія – 2.3%, Люксембург – 2.1%, Франція – 1.8%, КНР – 1.7% та інші – 9.3%. При цьому частка інституційних інвесторів зростає з майже 50% на початок XXI сторіччя до 80% за результатами 2017 року [9].

Активність іноземних інвесторів на ринках країн, що розвиваються, також зростає. За період з 2005 по 2016 роки серед боргових цінних паперів емітованих в цих країнах, частка, що належить іноземним інвесторам, зростає з 22% до 29%.

За рівнем зрілості, розміром та інституційним розвитком національні фондові ринки з позиції світової інвестиційної спільноти поділяються на розвинуті (Developed), ті, що формуються (Emerging), та граничні (Frontier). Прагнення міжнародної диверсифікації та збільшення доходності примушує інвесторів розширювати географію своїх портфелів. Зі свого боку уряди країн, що розвиваються, усвідомлюють важливість іноземних ресурсів для розвитку національних економік, й тому вживають заходів щодо полегшення входу міжнародних інвесторів на внутрішні ринки капіталу. Тому спостерігається тенденція до збільшення кількості ринків, що потрапляють до групи більш розвинутих, а відтак більш привабливих для іноземних інвесторів. Наприклад, згідно із класифікацією агенції FTSE, починаючи з 2001 року до когорти сформованих ринків потрапили: Ізраїль, Південна Корея та Польща. А покращили свій статус до більш розвинутої підгрупи ринків, що формуються, Угорщина, ОАЕ, Чехія, Малайзія, Туреччина та Тайланд [10].

На жаль, станом на початок 2019 року за версією провідних світових індекс-провайдерів України не входить навіть до групи граничних ринків. Це означає, що

українські фінансові інструменти не розглядаються міжнародними портфельними менеджерами як об'єкт інвестування, за рідким виключенням високо ризикових хедж-фондів.

Вітчизняний ринок декілька разів було включено до моніторингового листу компанії FTSE, але так й не було перенесено до групи граничних. В 2013р. України було виключено навіть з моніторингового списку. Згідно агенції FTSE головною причиною виключення стала – довготривала затримка в розвитку національного ринку та відсутність чітких термінів проведення важливих реформ. Також, на рішення агентства вплинуло те, що Київ не зумів вдосконалити систему контролю за переміщенням капіталу та покращити складний процес введення і виведення коштів з країни. Невирішеними, з точки зору FTSE, залишилися й проблеми у відносинах великих власників із міноритарними акціонерами.

В системі індексів компанії MSCI Inc. українські емітенти були включені до кошику індексу граничних країн MSCI Frontier Markets Index із самого початку його розрахунку, в грудні 2007 року. Однак, із вересня 2015р. Україну було виключено з переліку граничних ринків, оскільки в березні 2015р. НБУ були введені обмеження на капітальні операції, що забороняли репатріацію за кордон коштів від продажу цінних паперів та дивідендів. Водночас, згідно правил MSCI Inc. для того щоб країна могла вважатись граничним ринком, транскордонний рух капіталу повинен бути дозволений хоча б частково. Щодо іншого світового індекс-лідера S&P Dow Jones Indices, то в листопаді 2015 року було прийнято рішення вивести Україну із граничних ринків, через невідповідність країни двом із трьох базових критеріїв: через нестачу ліквідності, обіг ринку акцій став менше ніж один млрд дол. США, а «коефіцієнт розвитку ринку» (відношення капіталізації до ВВП країни) опинився нижче необхідного рівня в 5%.

Той факт, що сучасний український фондовий ринок не відноситься навіть до граничного, обумовлює мінімальну увагу до нього з боку іноземних портфельних інвесторів. Найбільшу активність в Україні закордонні інвестори демонстрували у 2007-2008 роках. Їх частка в складі активів ІСІ та вартість портфелю ОВДП у їх

власності була максимальною (табл. 1.1) [11; 12]. Однак фінансова криза призвела до масштабного відтоку іноземного капіталу з українського фондового ринку.

Таблиця 1.1

Операції нерезидентів на ринку цінних паперів України

	2007	2009	2011	2013	2014	2015	2016	2017
Частка обсягу торгів ЦП із нерезидентами, %	34,25	21,07	16,67	17,46	14,76	15,88	19,43	11,88
Частка номінальної вартості ЦП у власності нерезидентів, %	н/д	22,15	25,09	22,27	20,55	27,37	18,40	18,48
Частка юридичних осіб нерезидентів у вартості чистих активів невенчурних ІСІ, %	52,48	9,16	13,07	4,80	11,62	14,13	17,63	14,43
Частка юридичних осіб нерезидентів у вартості чистих активів венчурних ІСІ, %	н/д	15,39	15,20	17,40	18,70	18,80	21,54	22,71
Частка ОВДП, що знаходиться у власності нерезидентів, %	23,61	0,70	2,83	4,74	4,71	4,45	0,97	0,69

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР, УАІБ, НБУ

Сьогодні спостерігається поступове зростання частки міжнародних учасників у венчурних фондах. Проте, якщо взяти до уваги той факт, що більшість закордонних власників українських цінних паперів зареєстровано в Нідерландах та на Кіпрі, то іноземну природу цього капіталу можна поставити під сумнів.

Девальвація скоротила попит на фінансові інструменти номіновані у гривні. Відображенням цього є домінування паперів державного сектору в пасивній складовій портфельних інвестицій міжнародної інвестиційної позиції України.

Насамперед, це єврооблігації випущені урядом на закордонних ринках та номіновані в іноземній валюті [13].

Серед всіх учасників світового фінансового ринку найбільших змін у посткризовий період зазнали банки. Як відзначають Мозговий О.М. та Павлюк О.О., «міжнародний та вітчизняний досвід свідчить, що: по-перше, основні чинники фінансової дестабілізації у період економічних криз зосереджені в банківському секторі. Вразливість фінансової системи пов'язана з функціями, депозитно-кредитними операціями, розподілом ризиків та забезпеченням ліквідності; по-друге, банки в сучасних умовах глобалізаційних процесів виступають основним чинником стабілізаційних заходів, оскільки економічна стабільність банківської діяльності стосується безпосередньо сфери діяльності всіх суб'єктів економіки і тільки стійка банківська система може протистояти кризовим явищам» [14].

Саме тому, урядами держав світу було вирішено здійснити кардинальне реформування банківського нагляду. На найвищому наднаціональному рівні це було підтверджено на саміті «G20», що відбувся у листопаді 2010р. в Сеулі. Тут, лідери найвпливовіших країн світу взяли на себе зобов'язання до 2019 року імплементувати у національне законодавство принципи Третьої Базельської угоди. Положення Базель-III, розроблені Базельським комітетом банківського нагляду у відповідь на наслідки фінансової кризи 2008 року, націлені на посилення вимог до мінімального розміру капіталу банків та запровадження вимог щодо їх ліквідних активів [15].

Якісно новий рівень регулювання банківської діяльності суттєво вплинув на розвиток ринку цінних паперів як альтернативний кредитуванню механізм залучення капіталу. При цьому диспозиційних змін зазнали всі основні групи суб'єктів ринку: емітенти, інвестори та торгівельно-депозитарна інфраструктура, що їх обслуговує.

Так, емісійна активність фінансово-банківських груп на ринку довгострокових боргових інструментів за останні роки значно скоротилась, особливо в англосаксонських країнах. Зазначені вище реформи фінансового законодавства

призвели до делевериджу банківських установ, тобто скорочення боргових коштів у структурі їх активів.

Водночас уряди країн світу продовжують використовувати ринки боргових цінних паперів задля фінансування державного бюджету та обслуговування суверенних боргів. За період з 2005 по червень 2017 року сумарна вартість державних цінних паперів США, Великобританії, Японії та країн зони євро зросла із 18 трлн. до 37 трлн. дол. США [16]. Подібне майже двократне зростання обумовлене масштабним фінансуванням урядів розвинутих країн антикризових заходів після 2008 року з метою забезпечення макроекономічної стабільності у світі.

Добре функціонуючі й масштабні ринки державних (боргових) цінних паперів є запорукою ефективної грошово-кредитної політики під час проведення операцій на відкритому ринку. Саме тому державні облігації відіграють ключову роль в процесі реалізації «нетрадиційної» монетарної політики кількісного пом'якшення та викупу активів, які проводились та продовжують проваджуватись провідними центральними банками світу.

Нові підходи та методи реалізації грошово-кредитної політики, що базуються на близькій до нуля чи навіть від'ємній відсотковій ставці (запровадження у червні 2014 р. ЄЦБ ставки у розмірі – 0,1 % за депозитами комерційних банків, що перевищують необхідні резерви), радикально вплинули на ключовий ціновий показник боргових інструментів – дохідність. На початок 2018 року близько 7,3 трлн. дол. США облігацій в світі різних строків погашення торгувались із негативною дохідністю [17]. Насамперед це папери Німеччини, Франції, Нідерландів, Швейцарії, Швеції, Данії та Японії.

Проведення такої «нетрадиційної» монетарної політики мало також визначний вплив на іншу групу емітентів боргових інструментів – корпорації. Безпрецедентно низькі облікові ставки радикально зменшили вартість залучення капіталу для компаній.

Це, разом із запровадженням жорстких регулятивних норм з боку держав до фінансових установ та зменшенням міжнародної банківської активності, стимулювало нефінансові компанії збільшувати випуски міжнародних облігацій як традиційних іноземних, так й єврооблігацій [18]. Станом на кінець червня 2017 року в обігу на світовому ринку перебували в обігу міжнародні бонди корпорацій на суму 3,4 трлн. дол. США (рис. 1.3.).

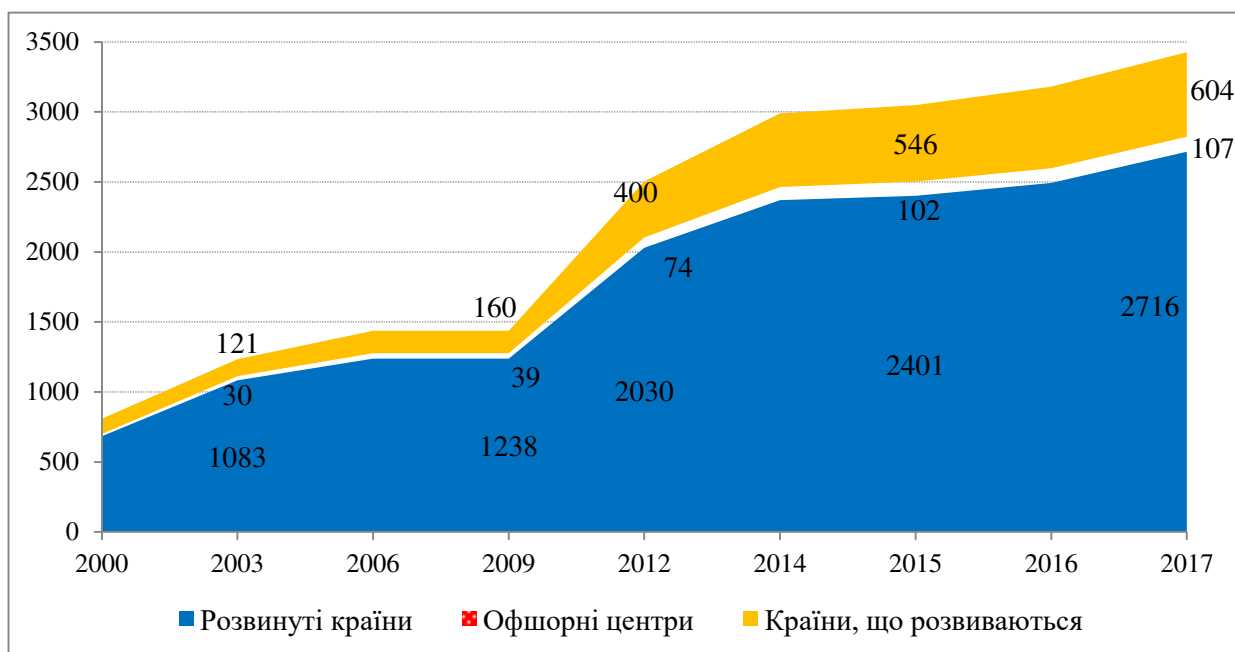


Рис. 1.3. Вартість міжнародних облігацій нефінансових корпорацій в обігу, млрд дол. США

Джерело: побудовано автором за даними [16]

Компанії використовують різні типи облігацій на національному та міжнародному ринках. При цьому це не залежить від спеціалізації емітента чи країни його походження. Бізнес використовує міжнародні та євrorинки капіталу для проведення великих за обсягами випусків на коротші терміни, в іноземній валюті та фіксованими відсотковими ставками. Більше половини корпорацій, після виходу на міжнародні ринки капіталу, продовжують активно діяти й на національному ринку облігацій, нарощуючи обсяги емісії. Це пояснюється тим, що внутрішні інвестори із більшою довірою ставляться до компаній, що випустили міжнародні бонди, у порівнянні із виключно національними емітентами. Подібні

моделі поведінки підтверджують ідею, що національний та міжнародні ринки позичкового капіталу скоріше доповнюють аніж замінюють один одного [19].

В цілому, обсяг фінансових ресурсів, що залучаються на фондовому ринку за допомогою акцій, значно поступається обсягам випуску міжнародних боргових цінних паперів. За період з 2002 по 2017 роки обсяг коштів залучений за допомогою емісії іноземних пайових цінних паперів збільшився більше ніж в 7 разів. Проте ці обсяги в рази поступаються капіталу запозиченому у вигляді облігацій (рис.1.4.).

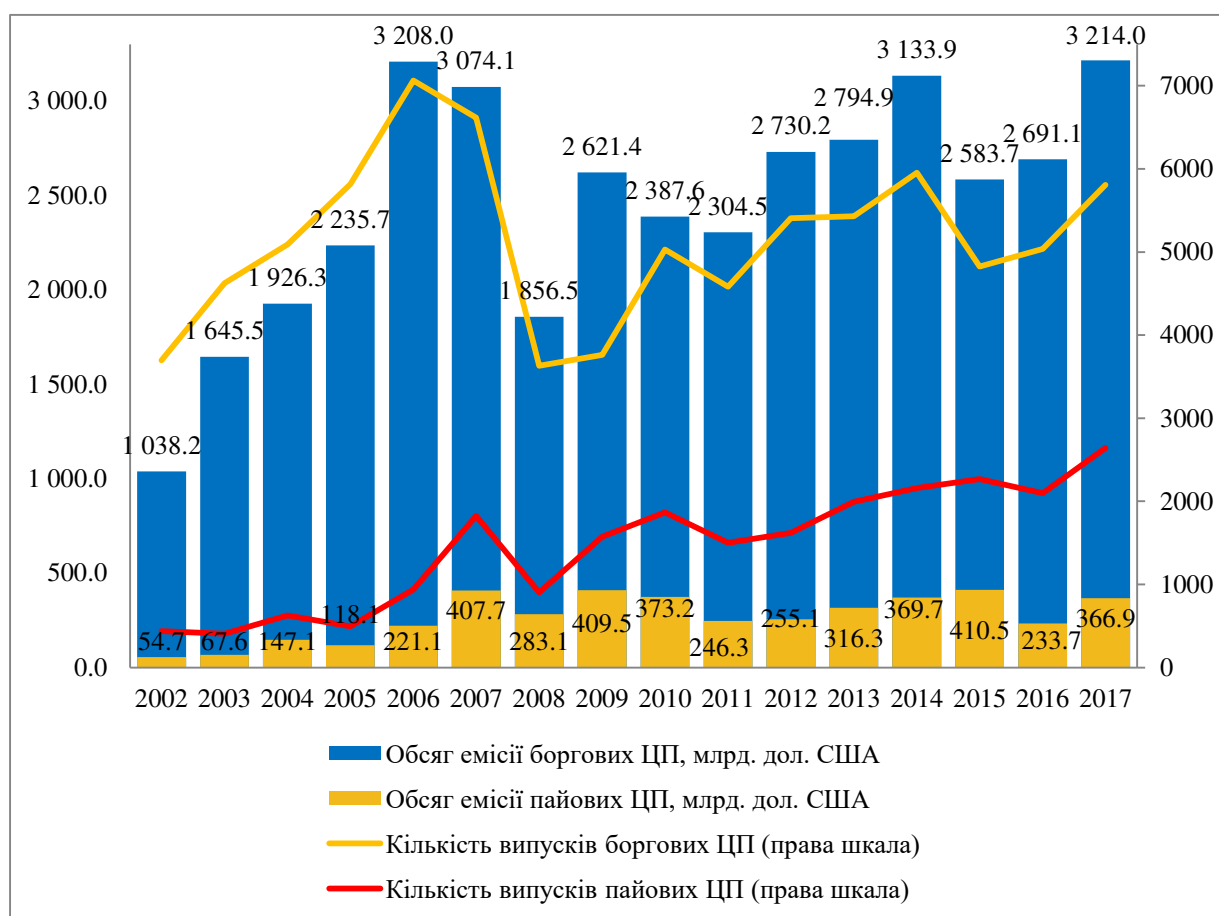


Рис. 1.4. Динаміка міжнародної емісії ЦП, 2002-2017 рр.

Джерело: [20]

Окрім цього в післякризовий період простежується тенденція до зменшення усередненого розміру випуску пайових цінних паперів із пікового значення у 313 млрд. у 2008 році до 139 млрд. дол. США за підсумками 2017 року. Що не на багато більше за показник початку століття – 125 млрд. дол. США [20].

Зміну місця комерційних банків на світовому фінансовому ринку можна відстежити за динамікою активів, що їм належить, у порівнянні із іншими небанківськими фінансовими установами. Відповідно до щорічної доповіді «Global Shadow Banking Monitoring Report 2017», що провадиться Радою із фінансової стабільності (РФС), за період з 2008 по 2016 роки баланси банківських корпорацій зросли на 32%, в цей же час активи страхових компаній та пенсійних фондів збільшились відповідно на 59% та 70%, до 60 трлн. дол. США. У відносному вираженні за вказаний період часта банків у загальній вартості світових активів впала з 46,5% до 40,5%. Частки страховиків та пенсійних фондів збільшились із 8,1 до 8,6%, та з 8,1 до 9,2% відповідно (табл. 1.2) [21].

Таблиця 1.2

Динаміка вартості активів фінансових посередників

Інститут\Рік	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Комерційні банки, трлн дол США / %	104,2	101,0	105,9	114,3	117,9	118,9	125,8	128,9	137,8
	46,5	44,6	42,2	44,9	43,7	42,2	41,4	40,7	40,5
Центральні банки, трлн дол США / %	12,4	12,6	13,9	16,9	18,6	19,6	21,4	23,3	26,2
	5,5	5,5	5,8	6,7	6,9	7,0	7,1	7,4	7,7
Громадські фінансові інститути, трлн дол США / %	13,1	13,3	12,9	13,0	13,3	13,8	14,3	15,0	16,0
	5,8	5,9	5,4	5,1	4,9	4,9	4,7	4,8	4,7
Страхові компанії, трлн дол США / %	18,2	19,8	21,2	21,9	23,5	24,7	26,7	27,5	29,1
	8,1	8,7	8,80	8,6	8,7	8,8	8,8	8,7	8,6
Пенсійні фонди, трлн дол США / %	18,2	19,9	21,8	22,8	24,5	26,4	28,0	29,1	31,0
	8,1	8,8	9,1	9,0	9,1	9,4	9,2	9,2	9,1
Інші фінан. посередники, трлн дол США / %	58,0	59,8	64,0	65,6	71,8	78,5	87,5	92,5	100,00
	25,9	26,4	26,7	25,8	26,6	27,9	28,8	29,3	29,4

Джерело: [21]

Примітка: за даними Аргентини, Австралії, Бразилії, Канади, Кайманових островів, Чилі, КНР, Гонконгу, Індонезії, Індії, Японії, Республіки Корея, Мексики, РФ, Саудівської Аравії, Сінгапуру, Швейцарії, Туреччини, Об'єднаного Королівства, США, ПАР та країни Єврозони

Подібні доповіді готуються РФС із 2011р. та базуються на даних, що надають офіційні органи 28 країн, на які припадає 80% світового ВВП. При цьому термін «тіньова банківська система» розуміється в широкому сенсі як посередницька діяльність із кредитування, що провадиться особами поза межами традиційної банківської системи. Поняття «тіньова» не несе ніякого негативного підтексту, а вживається як синонім до терміну «ринкове фінансування». Цитуючи Нобелівського лауреата П. Кругмана, подібне визначення «є більш описовим та яскравим» [22]. При цьому, за прогнозами PwC AWM Research Centre до 2025 року загальна вартість активів інституційних інвесторів під управлінням професійних керуючих збільшиться до 145,4 трлн дол. США [23].

Зазначені тенденції дають підстави стверджувати про відчутне посилення ролі інституційних інвесторів на світовому ринку капіталів, що створює додаткове, поряд із банками, джерело стабільного, довгострокового фінансування як для підприємств, так й для урядів. «Велика кількість різних за типами, розмірами, зобов'язаннями, схильністю до ризику інституційних інвесторів вносить необхідну стабільність на фондові ринки через диверсифікованість стратегій їхньої діяльності» [24]. Зокрема, на думку Фролової Т.О. пенсійні фонди в усьому світі «є цементуючим елементом національних фондових ринків, оскільки їх торговельні стратегії, що підкріплені довгостроковим характером їх фінансів, меншою мірою піддаються притаманним періодичним ціновим та шокам ліквідності на фінансових ринках» [25].

Інвестиційний ресурс інституційних інвесторів проявляється у структурі їх активів. За 2012-2016 роки склад активів, що перебувають під управлінням 500 найбільших керуючих компаній, зазнав не значних змін. Тут домінують інструменти ринку цінних паперів, на які припадає біля 80% всієї вартості. При цьому одночасно із зменшенням вкладень у боргові цінні папери – до 34,4%, частка акцій зросла за п'ять років до 44,2% [26].

Стимулом до збільшення позицій у більш ризикових пайових цінних паперах є прагнення покращити показники прибутковості, через зазначену вище тенденцію зменшення відсоткової ставки у розвинутих країнах.

Розширюється й географія інвестування. Так, усереднений показник частки національних акцій у сукупному портфелі семи найбільших пенсійних ринків (на США, Об'єднане Королівство, Японію, Австралію, Канаду, Нідерланди та Швейцарію припадає біля 84% всіх пенсійних активів світу) зменшився із 68,7% у 1998 році до 41,1% у 2017р. Найбільшою часткою іноземних пайових цінних паперів характеризуються пенсійні фонди Канади, Швейцарії та Об'єданого Королівства, найменшою – США. Щодо облігацій, то станом на 2017 рік схильність до інвестування у національні боргові інструменти все ще залишається високою – 76,6%, проти 88,2% у 1998р. [27].

Високим рівнем закордонного інвестування характеризуються також пенсійні фонди країн із неглибокими національними ринками цінних паперів. Насамперед, це невеликі європейські країни Балтії, Словенія, Словаччина, Північна Македонія, Болгарія. Її навпаки, ті країни, що розвиваються, але мають більш сформовані ринки – Республіка Корея, Тайвань, Малайзія, відзначаються невисоким рівнем міжнародної диверсифікації пенсійних активів. Співвідношення частки іноземних активів в портфелі пенсійних фондів до рівня розвитку фондового ринку, вираженого як частку капіталізації національних емітентів до ВВП, наведено на рис. 1.5.

Зі свого боку уряди держав намагаються направляти довгострокові ресурси інституційних інвесторів саме у національну економіку, тому запроваджують законодавчі обмеження на закордонні вкладання. Так, на початок 2018 року у Польщі та Бразилії пенсійним фондам заборонено інвестувати в іноземні цінні папери більше 10% активів [28]. У вітчизняному законодавстві цей показник закріплено на рівні 20% [29].

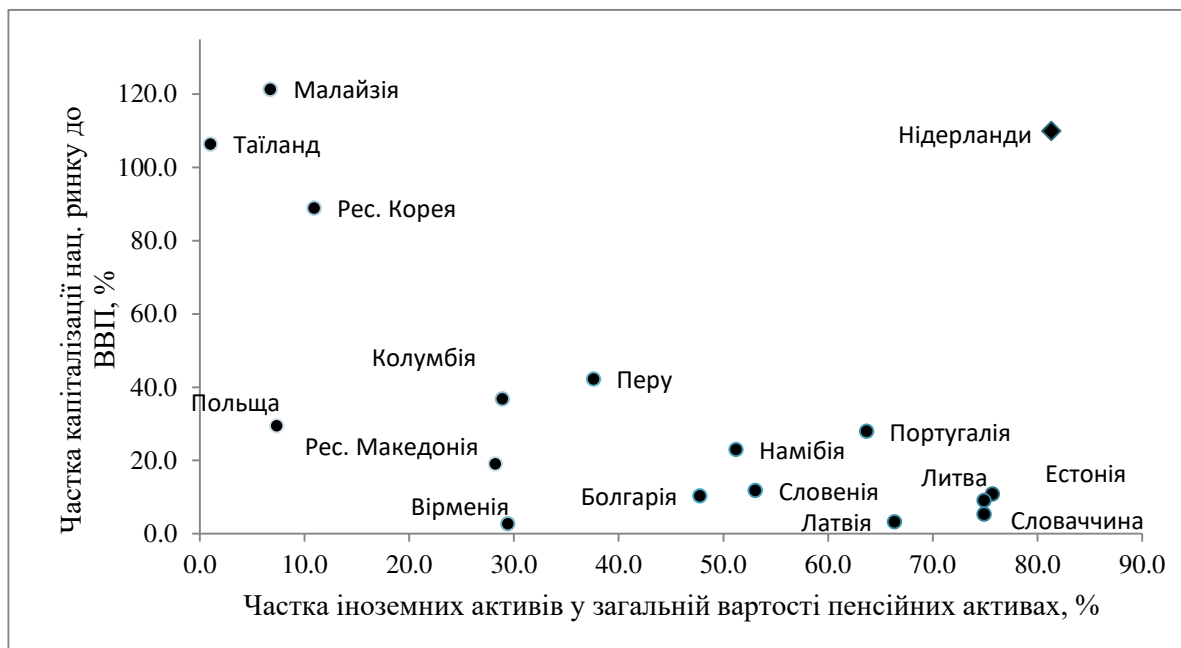


Рис. 1.5. Рівень міжнародної диверсифікації активів пенсійних фондів з ринків, що формуються та граничних

Джерело: побудовано автором за [28]

В Україні функціонують всі три види традиційних інституційних інвесторів. Однак масштаби їх діяльності, навіть в рамках національної економіки, є незначними. Відношення активів у власності інституційних інвесторів до ВВП ніколи не перевищувало 5% [30] (табл. 1.3). До прикладу, цей показник для сусідніх Естонії, Угорщини та Чехії на 2017 року відповідно становив: 26,1%; 27,2% та 26,7% [31].

Щодо ІСІ, то вартість активів під їх управлінням на кінець 2017 року склала 263,1 млрд грн. Однак з них майже 97% припадає на венчурні фонди. У вітчизняній практиці ці інститути мають посереднє відношення до ринку цінних паперів, та використовуються, як правило, для оптимізації оподаткування та фінансування будівництва житла.

Юхимчук В.Д. серед іншого виділяє такі ключові проблеми функціонування вітчизняного ринку спільного інвестування: «мізерні обсяги порівняно з іншими сегментами фінансового ринку та світовою практикою; незначна частка публічних ІСІ; малі обсяги активів відкритих ІСІ серед інших невенчурних ІСІ» [32].

Таблиця 1.3

**Активи у власності інституційних інвесторів та відношення активів до
номінального ВВП України**

Рік	2008		2011		2013		2016		2017	
Показник / Інвестор	активи, млрд. грн.	активи до ВВП, %	активи, млрд. грн.	активи до ВВП, %	активи, млрд. грн.	активи до ВВП, %	активи, млрд. грн.	активи до ВВП, %	активи, млрд. грн.	активи до ВВП, %
СК	23,905	2,521	28,642	2,175	37,914	2,606	35,071	1,472	36,084	1,21
НПФ	0,612	0,065	1,387	0,105	2,090	0,144	2,139	0,090	2,465	0,083
Невенчурні ІСІ, в т.ч.	4,054	0,428	9,882	0,751	8,544	0,587	8,049	0,338	8,521	0,286
відкриті	0,517	0,055	0,230	0,017	0,103	0,007	0,058	0,002	0,075	0,003
Всього:	28,571	3,014	39,911	3,031	48,548	3,337	45,317	1,902	47,145	1,581

Джерело: власні розрахунки за даними Нацкомфінпослуг, УАІБ, Держкомстат [30]

Окрім цього гостро постала проблема дотримання нормативів та вимог законодавства щодо складу і структури активів, через зупинки обігу цінних паперів емітентів, розташованих на тимчасово окупованих територіях країни. Також, ІСІ несуть втрати зі зростанням числа неплатоспроможних банків, де були розмішені кошти спільного інвестування, в умовах наявної несприятливої для фондів черговості задоволення вимог кредиторів та неможливістю отримання відшкодування від Фонду гарантування вкладів фізичних осіб.

Активи НПФ хоча й демонструють стабільне зростання, проте в абсолютному вираженні є низькими. З іншого боку недержавне пенсійне забезпечення не стало додатковим видом соціальних гарантій в Україні, населення не поспішає приймати в ньому участь.

З огляду на зазначене вище, з метою покращення ролі інституційних інвесторів на вітчизняному ринку капіталу необхідно:

- розширити інвестиційний інструментарій;
- удосконалити вимоги щодо структури активів інституційних інвесторів;
- запровадити систему гарантування внесків учасників диверсифікованих ІСІ;

- збільшувати фінансову грамотність популяризуючи участь громад в ІСІ;
- розробити механізм гарантування захисту прав ІСІ та ПНФ як вкладників комерційних банків;
- заохочувати участь громадян та роботодавців в системі недержавного пенсійного забезпечення
- сприяти концентрації компаній із управління активами задля збільшення їх надійності.

Важливою світовою тенденцією в галузі управління активами інституційних інвесторів є інтенсивне розповсюдження так званих «пасивних» стратегій управління, що провадяться індексними та біржовими фондами. Зазначені інститути формують інвестиційні портфелі, що дублюють структуру індексів, які, в свою чергу, слідкують за рухом вартості певних груп активів. Активи фондів, що дотримуються подібного підходу у своїй діяльності, зросли із 2007 по 2017 року більш ніж у два рази до майже 17 трлн. дол. США., що становить 21,5% всієї вартості активів під управлінням 500 найбільших керуючих світу [26].

Окреслені тенденції дають змогу констатувати зародження нової парадигми функціонування світового фондового ринку. В рамках останньої регулятивні новації спрямовані на посилення стійкості ринку та максимально можливу прозорість операцій послаблюють роль традиційних фінансових гравців – комерційних банків, чиє місце займають різноманітні інвестиційні фонди, що все більше спираються на високотехнологічну інформаційно-комунікаційну, торгівельну та депозитарно-клірингову інфраструктуру (рис 1.6.).

Зростання ролі інвестиційних фондів, що дотримуються пасивних стратегій, підіймає питання правильності побудови індексів в цілому, та інформації, що використовуються при їх розрахунку, зокрема. Критично важливим є використання справедливих цін на цінні папери, що входять до складу того чи того фондового індексу.



Рис. 1.6. Диспозиція елементів світового фондового ринку на сучасному етапі розвитку

Джерело: побудовано автором

Відповідно до п. 77 МСФЗ 13 ціна котирування на активному ринку є найнадійнішим свідченням справедливої вартості. В свою чергу, активний ринок – це ринок, на якому операції для активів або зобов'язань відбуваються з достатньою частотою та у достатньому обсязі, щоб надавати інформацію про ціноутворення на безперервній основі. Найяскравішим прикладом активного є біржовий ринок. На біржових ринках ціни закриття можна легко отримати і загалом вони представляють справедливу вартість [33]. Традиційні наукові та нормативні підходи до трактування поняття «фондова біржа» в переважній більшості акцентують увагу на організованому характері біржового ринку та об'єкті операцій купівлі-продажу (табл. 1.4).

Таблиця 1.4

Науково-нормативні підходи щодо поняття «фондова біржа»

Автор / нормативний акт	Поняття «фондова біржа»
Словник Мерріам-Вебстер	- місце де торгівля цінними паперами відбувається на організованій основі; - об'єднання людей організованих з метою проведення аукціонних ринків для купівлі-продажу цінних паперів [34].
Берлач А. І.	передусім місце, де знаходять один одного продавець і покупець цінних паперів, де ціни на ці папери визначаються попитом і пропозицією на них, а сам процес купівлі-продажу регламентується правилами і нормами, тобто це певним чином організований ринок цінних паперів [35].
Кушнір Т.Б.	організаційно оформлений постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами [36].
Міркін Я.М.	організований ринок для торгівлі стандартними фінансовими інструментами, який створюється професійними учасниками ринку цінних паперів для взаємних оптових операцій [37]
Солодкий М.О.	організаційно оформлений постійно діючий ринок, на якому здійснюється торгівля цінними паперами та іншими фінансовими інструментами [38].
Чалдаева Л.А.	фондова біржа в системі господарських відносин являє собою господарюючий суб'єкт у формі некомерційного партнерства, що надає послуги професійним учасникам ринку цінних паперів в якості організатора торгівлі цінних паперів [39]
Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок»	регульований (організаційно оформлений) фондовий ринок, що функціонує постійно на підставі відповідної ліцензії, виданої НКЦПФР установленому нею порядку, і забезпечує проведення регулярних торгів цінними паперами та іншими фінансовими інструментами за встановленими правилами, а також організовує централізоване укладання і виконання договорів щодо цінних паперів та інших фінансових інструментів [40].
Закон США «Про обіг цінних паперів»	будь-яка організація, асоціація або група осіб, інкорпоровані або неінкорпоровані, які утворюють, підтримують або забезпечують ринкові умови та засоби для поєднання покупців й продавців цінних паперів або для виконання інших операцій щодо цінних паперів, що є характерними для фондової біржі, у звичайному розумінні цього терміну, і включає ринкове місце і ринкове обладнання, які підтримуються такою біржею [41].

Джерело: складено автором

Більш вдалим та сучасним до розкриття поняття фондової біржі, на нашу думку, є функціональний підхід Шишкова С.Є.: «біржа, як ключова складова інфраструктури фондового ринку виконує макроекономічні та мікроструктурні функції, що розглядаються як сталі внутрішні властивості та відмінні форми прояву внутрішнього змісту і призначення сучасної фондової біржі.» [42]

Однією із найважливіших функцій фондової біржі є ціноутворююча. З цим важко не погодитись, фондові біржі за визначенням є місцем перманентної концентрації попиту та пропозиції, результатом якої є укладання угод (контактів) на цінні папери, або інші фінансові інструменти. Велика кількість угод та їх масштаби практично мінімізують вплив неринкових факторів, тобто з'являється можливість встановити об'єктивну ціну, яка відображає сукупну думку інвесторів відносно певних фінансових інструментів [43].

Збільшення значущості біржового сегменту обумовлено посткризовими реформами регулювання всього світового ринку цінних паперів, покликаними зробити його більш стійким, ефективним та прозорим. Вказані зміни, ініційовані на найвищому рівні групи «Великої Двадцятки», відбувались у двох основних напрямках [44].

Перший спрямований на усунення системних ризиків позабіржового ринку похідних фінансових інструментів, шляхом:

- підвищення стандартизації позабіржових деривативів;
- збільшення прозорості через звітування про проведені угоди торгівельним репозитаріям;
- максимальне розширення торгівлі із використанням центральних контрагентів та, де можливо, бірж.

Тенденцію міграції торгівлі похідними з позабіржового на біржовий сегменти можна побачити на прикладі відсоткових деривативів. За період з 2010 по 2017 роки загальна вартість відкритих позицій ф'ючерсів та опціонів на доларові відсоткові ставки зросла з 30 до 60 трлн. доларів. За цей же період номінальна вартість відсоткових позабіржових деривативів, насамперед свопів, по американській валюті зменшилась зі 164 до 156 трлн. дол. США [45].

Другий напрям реформ має на меті перебудову торгівельної інфраструктури фондового ринку. Головна мета – сприяти концентрації торгівлі ширшого асортименту фінансових інструментів на організованих ринках, шляхом встановлення певних рівнів до- та після торгівельної прозорості. Це в свою чергу

збільшує ліквідність ринку, усуває інформаційну асиметрію та зменшує трансакційні витрати.

Регулятивні реформи також призвели до зміни співвідношення між так званими «приватними» та «публічними» ринками фінансових інструментів. Перші характеризуються неформальними, двосторонніми відносинами між брокерами/дилерами та їх клієнтами, в результаті яких укладаються нестандартизовані угоди, деталі яких не розкриваються. Подібні ринки представлені позабіржовими системами торгів, а також внутрішньо брокерськими торгівельними платформами. Тут замовлення клієнтів виконуються або за допомогою власного портфелю торгівця, або через зіставлення із замовленнями інших клієнтів.

Зі свого боку, «публічні» ринки представлені традиційними біржами та відносно новими багатосторонніми торгівельними системами. Публічний характер цих ринків пояснюється насамперед відкритістю до- та після торгівельної інформації. Саме тому біржові системи торгів характеризуються обов'язковими вимогами щодо розкриття котирувань купівлі-продажу, а також остаточних цін, обсягу та часу укладання угод [46].

«Публічні» ринки за природою є багатосторонніми, оскільки тут оперує велика кількість трейдерів. Окрім цього, часто біржі мають підвищену значимість для економіки, тому функціонують на основі урядових актів, що регламентують їх організаційну структуру, розмір власного капіталу, правила допуску до торгів тощо.

Після кризові регулятивні зміни призвели до появи змішаних форм ринкової організації, таких що поєднують риси як «приватних», так й публічних ринків. Так, прагнення збільшити прозорість операцій із фінансовими інструментами призвели до запровадження обов'язковості розкриття після торгівельних даних «приватними» брокерськими платформами. Більше того, інформація щодо всіх угод із деривативами повинна бути надана спеціальним репозитаріям, а певні строкові контракти мають проходити централізований кліринг через центрального контрагента.

Водночас рівень публічності деяких ринків було зменшено. Функціонуючи формально на багатосторонній, недискреційній основі, деякі майданчики, що входять до складу біржових холдингів, розкривають лише після-торгівельну інформацію.

Склад й структура емітентів та інвесторів світового фондового ринку, обсяг трансакцій та характер інструментів, якими вони оперують без сумніву зазнали кардинальних змін за останні десятиріччя. Проте організації, які уможливають переміщення фінансових ресурсів між зазначеними суб'єктами перетерпіли не менш значущих трансформацій як якісного, так й кількісного характеру. Безумовно ключову роль серед цих організацій належить фондовим біржам, які продовжують відігравати центральну роль в міжнародному русі фіктивного капіталу.

1.2. Інтернаціоналізація біржової діяльності

Зростання обсягів міжнародного руху капіталу під впливом фінансової глобалізації безпосередньо впливає і на функціонування біржових систем. Цінні папери є одним з альтернативних напрямів інвестування на рівні з, наприклад, такими традиційними, як банківські депозити, дорогоцінні метали та нерухомість. Протягом останніх десятиліть фінансовий інжиніринг генерує велику кількість інноваційних фінансових інструментів, привабливих для потенційних інвесторів. Таким чином фондові біржі вимушено вступають в своєрідну і досить жорстку конкуренцію з іншими фінансово-кредитними інституціями за фокусування фінансових потоків у межах своєї інфраструктури. Крім цього, розвиток новітніх ІТ-технологій, сформував ще одну групу глобальних конкурентів - позабіржові торговельні платформи, представлені інформаційно-комунікаційними мережами та альтернативними торговельними системами.

Посилення міжнародної мобільності фіктивного капіталу через лібералізацію національних законодавств, уніфікацію та стандартизацію правового регулювання міжнародного руху фінансових активів призвело до загострення конкуренції між

фондовими біржами різних світових фінансових центрів за ліквідність і привабливість для інвесторів. У підсумку сучасні фондові біржі опинились у конкурентному протистоянні з серйозними інститутами глобального фінансового ринку: кредитно-фінансовими установами інших сегментів фінансового ринку, з одного боку, та позабіржовими торговельними системами, з іншого.

Реакцією на такі глобальні виклики стала динамічна інтернаціоналізація фондових бірж, яка проявляється в прямій та/або опосередкованій експансії на ринки інших країн та окремих регіонів шляхом надання майданчиків для лістингу та/або залучення іноземних інвесторів до власного пулу біржових торговців. Ключовими показниками, які дозволяють діагностувати транскордонну активність фондових бірж, є, насамперед, кількість іноземних компаній у лістингу та обсяг торгівлі іноземними фінансовими інструментами.

Станом на середину 90-х років минулого століття на фондових майданчиках світу загалом було зареєстровано понад 3,5 тис. іноземних компаній. Це стосувалося не тільки розвинутих фондових ринків, але й ринків країн, що розвиваються (рис.1.7.).

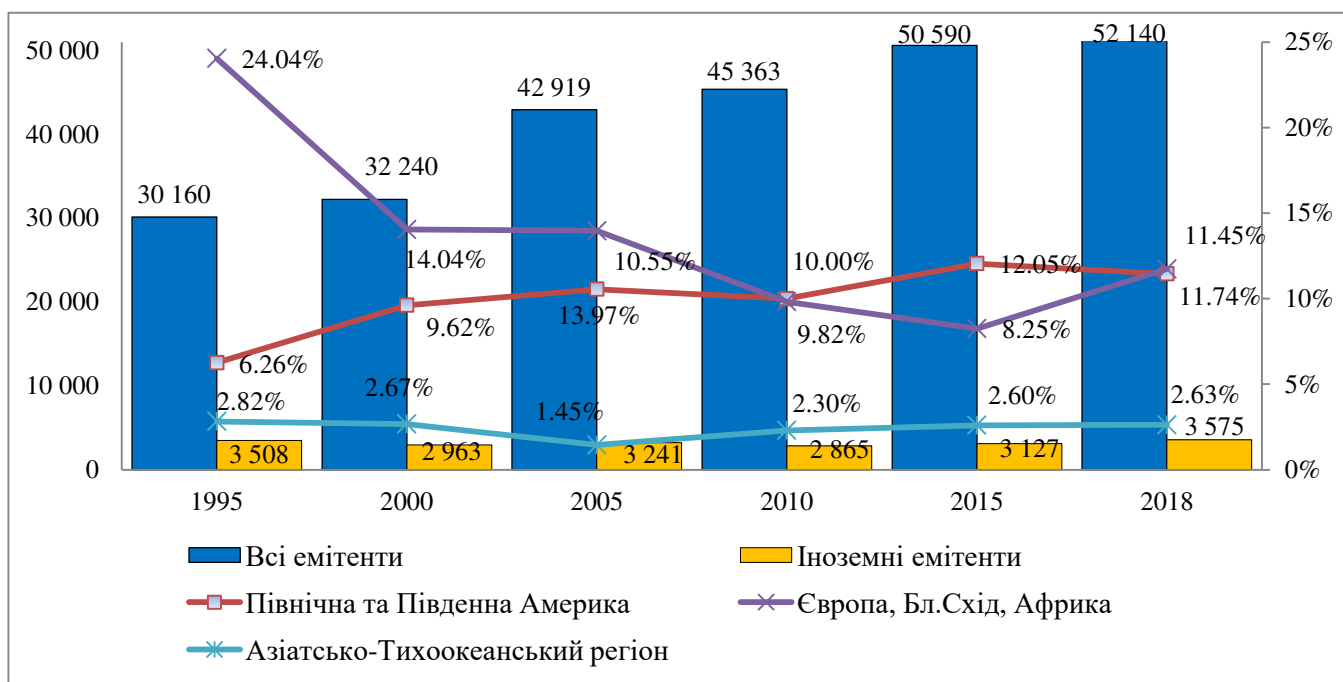


Рис. 1.7. Динаміка лістингу на фондових біржах світу

загальна кількість компаній (ліва шкала) та частка іноземних компаній (права шкала)

Джерело: побудовано автором за даними [47]

Більшість теорій, які пояснюють мотивацію компаній до випуску цінних паперів на фондових біржах інших країн з'явилися в кінці 80-х – початку 90-х років минуло століття. Відповідно до них закордонний лістинг для компаній привабливий тим, що дозволяє:

- розширити кола акціонерів за рахунок нерезидентів;
- зменшити вартість капіталу, що залучається;
- отримати допуск до ліквідних фондових ринків США та Західної Європи;
- провести рекламну компанію фірми та покращити її інвестиційний імідж – маркетабільність (marketability);
- просигналізувати інвесторам про відкритість компанії та її фінансовий стан;
- використати акції (депозитарні розписки) закордонного розміщення для придбання іноземних компаній.

Однак, за останні два десятиріччя кількість іноземних компаній у лістингу на біржах світу майже не змінилась. Це зумовило перегляд економістами і практиками деяких традиційних підходів щодо мотивації та особливостей котирування іноземних компаній на провідних фондових біржах.

Так, дослідження Дж.Аммера та С.Холланда показали, що лістинг іноземних компаній на фондових біржах США значно підвищує попит на ці цінні папери з боку американських портфельних інвесторів («ефект перехресного лістингу») [48]. За їхніми висновками, після отримання лістингу частка акцій у власності американських інвесторів збільшується вдвічі (до 11% загальної ринкової капіталізації). Однак це не є доказом того, що основна мета крос-лістингу полягає у розширенні бази інвесторів. Часто компанії виходять на американські фондові біржі, вже маючи значну кількість інвесторів зі США. Тобто компанії просто виконують побажання останніх.

На думку С.Саркісяна та М.Шила, проблеми розширення пулу інвесторів, збільшення ліквідності і прозорості відіграють другорядну роль [49]. Найбільше здешевлення вартості капіталу відчувають ті компанії, які пропонують свої цінні папери на біржах тих країн, які для цих компаній є сталими ринками збуту. Іншими

словами, загальна маркетабельність компанії збільшується за рахунок її фондової маркетабельності. Від закордонного лістингу вииграють ті компанії, які до виходу на біржу вже були відомі завдяки своїй продукції. Такий висновок підтверджує думку про те, що закордонний лістинг лише відображає, а не долає бар'єри між різними сегментами міжнародного ринку. С.Саркісян та М.Шил також довели, що вигоди від крос-лістингу з часом зменшуються, оскільки з кожною новою закордонною емісією компанія стає більш інтегрованою і це робить кожну наступну емісію менш значимою, аніж попередня.

В свою чергу, Р.Доббс та М.Годхарт стверджують, що переваги, які надавав закордонний лістинг компаніям з розвинутих країн, на сьогодні вже не перевищують витрати, які несуть компанії від перебування в іноземних біржових реєстрах [50]. Зараз стандарти корпоративного управління, які діють в США та Об'єднаному Королівстві, характеризуються найвищим рівнем захисту прав міноритарних акціонерів серед усіх розвинутих країн. Як наслідок, європейським компаніям не має сенсу проходити крос-лістинг в США з метою збільшення своєї інвестиційної привабливості та ринкової капіталізації.

Окрім цього, подвійний лістинг збільшує додаткові витрати компанії, у тому числі, за рахунок необхідності складання та оприлюднення звітності у приймаючій країні. У США, наприклад, із прийняттям Закону Сарбейнса-Окслі, подібні витрати збільшились у кілька разів. За підрахунками фінансових консультантів корпорацій British Airways та Air France щорічні видатки на звітність та біржовий нагляд можуть скласти для кожної з компаній біля 20 млн дол. США. Як наслідок, ці компанії анулювали свій лістинг на NYSE [51].

Звертає на себе увагу трикратне скорочення частки іноземних компаній на фондових біржах ЄС. Це можна пояснити високим рівнем інтеграції ринків капіталу в рамках ЄС та активним процесам злиття-поглинання. Принцип «єдиного європейського паспорту» дозволяє інвестиційним установам надавати послуги у всіх країнах ЄС незалежно від країни їх реєстрації. Таким чином нівелюються законодавчі перешкоди на шляху доступу інвесторів до різних національних ринків

капіталу і зменшуються стимули для окремих компаній проходити процедуру крос-лістингу на закордонних фондових біржах.

На структурну динаміку закордонного лістингу кожної окремої біржи протягом 20-ти останніх років впливали ряд глобальних факторів. Серед них можна виокремити, передусім, світові та регіональні фінансові кризи, затяжні рецесії в економіці окремих країн (наприклад, Японії у період 1997-2005 року) та використання методів конкурентної боротьби між світовими фінансовими центрами у вигляді лібералізації національних регуляторних фондових та податкових систем, здешевлення кредитно-фінансових операцій, вдалого географічного розташування, виваженої макроекономічної протекціоністської політики. Динаміка абсолютних та відносних показників іноземного лістингу на провідних біржах світу наведена у табл. 1.5.

Варто відмітити, що перші приклади іноземного лістингу мали місце ще на початку минулого сторіччя у Бельгії, Франції, Нідерландах, Швейцарії та Великобританії. Спільно із США вказані країни було провідними майданчиками для закордонного лістингу в світі до початку другої половини сторіччя. Починаючи із 70-х років географія значно розширилась за рахунок інших країн Західної Європи, Австралії, Сінгапуру та Японії. Сьогодні закордонних емітентів у власних біржових списках мають біржі як із розвинутих, так й з ринків що формуються.

В ретроспективі місце лідера серед реципієнтів закордонного лістингу займали різні країни. На початку XX сторіччя це була Швейцарія. Цюрихська фондова біржа була однією з найбільш «космополітичних» бірж світу протягом півстоліття. На кінець 50-х років XX ст. на ній оберталось цінних паперів американських емітентів більш ніж будь де поза межами США.

У 20-х – 30-х роках XX сторіччя найбільше іноземних компаній перебувало в обігу на біржі Амстердаму, у 40-х – Об'єднаного Королівства, у 50-х – 60-х – Бельгії та Франції відповідно. 70-ті роки знову позначились домінуванням бірж із Великобританії. У 80-х роках минуло сторіччя провідним місцем для залучення капіталу іноземними емітентами стали США та Японія [53].

Таблиця 1.5.

Динаміка лістингу іноземних компаній на провідних фондових біржах світу

	Кількість іноз. комп. (частка в заг. кіль-сті, %)							
Рік	1986	1990	1995	2000	2005	2010	2016	2017
Нью-Йоркська	59 (3,9)	96 (5,4)	247 (11,0)	433 (15,1)	452 (19,9)	518 (22,4)	485 (21,2)	495 (21,7)
Nasdaq	244	256 (6,2)	362 (7,04)	488 (10,3)	332 (10,5)	298 (10,7)	388 (13,4)	404 (13,7)
Лондонська	512 (19,0)	613 (24,0)	531 (21,2)	448 (18,9)	334 (10,8)	604 (20,4)	479 (18,5)	428 (17,1)
Токійська	52 (3,5)	125 (7,1)	77 (4,30)	41 (1,96)	28 (1,19)	12 (0,52)	6 (0,17)	6 (0,16)
Франкфуртська	181 (н/д)	234 (н/д)	235 (14,5)	245 (24,8)	116 (15,2)	75 (9,80)	61 (10,3)	49 (9,80)
Паризька	195 (н/д)	226 (н/д)	194 (21,5)	158 (16,4)	293 (23,3)	152 (13,4)	115 (11,0)	162 (12,9)
Швейцарська	194 (н/д)	240 (56,9)	233 (51,9)	164 (39,4)	116 (29,0)	50 (16,9)	37 (14,0)	35 (13,3)
Торонтська	51 (н/д)	66 (5,5)	62 (4,93)	42 (2,96)	39 (1,04)	87 (2,33)	51 (1,49)	50 (1,50)
Люксембурзька	н/д	н/д	228 (80,1)	216 (80,0)	206 (84,0)	260 (90,0)	152 (84,4)	140 (83,3)
Осло	н/д	н/д	14 (8,48)	24 (11,2)	28 (12,8)	44 (18,4)	43 (20,1)	45 (20,0)
Сінгапурська	н/д	н/д	22 (8,09)	63 (13,1)	122 (17,8)	317 (40,8)	278 (36,7)	267 (35,6)
Австралійська	н/д	н/д	49 (4,16)	76 (5,41)	71 (4,14)	86 (4,30)	126 (6,01)	134 (6,24)
Гонконгська	н/д	н/д	24 (4,43)	11 (1,39)	9 (0,79)	17 (1,20)	101 (5,12)	131 (6,19)
Йоганнесбурга	н/д	н/д	26 (4,08)	23 (3,80)	25 (6,70)	45 (11,3)	73 (19,4)	72 (19,7)

Джерело: власні розрахунки на основі даних окремих бірж та [52]

Примітка: дані за 2000р. – для Euronext Paris, за 2005-2016рр. – загальні по Euronext.

Протягом останніх трьох десятиріч NYSE, Nasdaq та Лондонська фондова біржа (далі за текстом – LSE) залишаються лідерами за кількістю іноземних компаній у біржових реєстрах. Серед розвинутих ринків зростаючу динаміку кількості іноземних компаній як у відносному, так й абсолютному виразі демонструють лише Австралійська біржа та біржа Осло. Яскраво вираженою

тенденцією також є збільшення іноземних цінних паперів на нових сформованих ринках – Сінгапурська, Гонконгська біржи та біржа Йоганнесбургу.

Однак безсумнівними лідерами за показником відносної кількості іноземних емітентів є Люксембурзька біржа – 83%. Така висока частка іноземних компаній в котирувальному листі пояснюється декількома обставинами. Уряд Люксембургу завжди позиціонував свій фінансовий ринок як міжнародний. Люксембург традиційно вважаються міжнародними фінансовими центрами, з особливо розвинутими сегментами довгострокового та середньострокового капіталу. Його привабливість обумовлена вдалим географічним розташуванням, дешевизною кредитно-фінансових операцій, наявністю кваліфікованих кадрів, та найголовніше відсутністю податків на дивіденди та проценти, що отримуються за цінними паперами. Окрім цього Люксембурзька фондова біржа характеризується відносно ліберальним законодавством щодо цінних паперів, які котуються в її торгівельній системі. Так, дозволяється торгівля депозитарними розписками, що були емітовані згідно правила S (Regulation S). За цією нормою Комісія по цінним паперам та фондовим біржам США (SEC) дозволяє випускати депозитарні розписки, які не мають права обертатися на американському ринку, оскільки вимоги до емітентів цих розписок мінімальні.

Водночас варто відмітити, що Люксембурзьку фондову біржу можна віднести до групи так званих «офшорних» бірж. Найбільш відомими серед них також є майданчики з Ірландії, Кайманових та Норманських островів. Подібні біржі вирізняються лістингом не титулів власності (акцій, депозитарних розписок), а інвестиційних сертифікатів, та ще в більшій мірі боргових інструментів. При цьому це стосується не лише звичайних міжнародних облігацій, але й складних синтетичних цінних паперів. До останніх належать: боргові папери забезпечені активами, облігації із покриттям, глобальні забезпечені ноти, середньострокові та ноти участі у позиках, ісламські сертифікати тощо.

Так, на початок 2018р. якщо кількість компаній, чиї акції та/або ДР входять до котирувального списку в Люксембурзі становила не більше 200, то емітентів

облігацій та інвестиційних сертифікатів було більше 2000, та 5000 відповідно. При цьому обсяг різноманітних боргових інструментів, що пройшли лістинг на Люксембурзькому майданчику, взагалі перевищував 35 000 штук [47].

«Офшорні» біржі часто використовуються транснаціональними фінансово-інвестиційними конгломератами, такими як Bank of America, Deutsche Bank, JP Morgan Chase, Goldman Sachs, UBS та Nomura, з метою лістингу синтетичних фінансових інструментів розроблених для задоволення потреб професійних інституційних клієнтів.

Причини, по яких емітенти проводять лістинг боргових цінних паперів на подібних майданчиках, наведені в табл. 1.6.

Розглянемо географічну структуру іноземного лістингу з позиції походження компанії емітента. Для хронологічного аналізу частотного розподілу емітентів та бірж із різних юрисдикцій використаємо вибірку запропоновану С. Саркісяном та М. Шилом, яка включає в себе компанії із 73 країн та 33 біржі [53].

Відповідно до актуалізованих даних забораних автором станом на 2018 рік п'ять країн із найбільшою кількістю компаній, чії акції перебувають в обігу на закордонних майданчиках, мали такий вигляд: КНР, Канада, США, Об'єднане Королівство, Ізраїль. Для порівняння у 2006 р. це були відповідно: Канада, США, Об'єднане Королівство, Японія та Австралія.

Таким чином, за 10 років беззаперечним лідером серед постачальників іноземного лістингу стали компанії КНР, на які припадає п'ята частина всіх закордонних розміщень в світі. Подібний факт підкреслює стрімкі темпи інтеграції китайського ринку капіталу у міжнародний, та зростаючу роль КНР у світовій фінансовій архітектурі. Варто відмітити, що більш ніж третина з усіх розміщень китайських компаній за кордоном відбулась на американських біржах NYSE та Nasdaq.

Таблиця 1.6

Причини привабливості лістингу фінансових інструментів на офшорних біржах

<i>Прозорість операцій</i>	Інформація про угоди із облігаціями переправляється біржею спеціальним інформаційним провайдером, які розповсюджують її серед інвестиційного середовища, що може підвищувати ліквідність інструменту
<i>Збільшення ринкової привабливості боргових інструментів</i>	Для інвесторів, насамперед інституційних, законодавчо вимагається формувати інвестиційний портфель в переважній більшості виключно із лістингових цінних паперів. Окрім цього в деяких країнах існують законодавчі норми для індивідуальних інвесторів, які забороняють інвестування у поза лістингові цінні папери, й з іншого боку стимулюють операції із біржовими інструментами.
<i>Підвищення статусу випуску</i>	Лістинг на відомій, особливо європейській біржі, Ірландії або Люксембургу, які є членами ЄС та ОЕСР, дозволяють отримати емітенту маркетинговий інструмент для просування своєї компанії.
<i>Мінімальні процедури щодо розкриття інформації та захисту прав інвесторів</i>	Лістинг засвідчує іконання вимог законодавства щодо захисту інвесторів. біржа цінних паперів Норманських островів хоча й знаходиться територіально в Європі, але не підпадає під дію спільно європейського законодавства, тому не вимагає від потенційних емітентів відповідності проспекту профільним Директивам ЄС.
<i>Отримання податкових переваг</i>	Перебування облігації у біржовому списку є запорукою того, що при виплаті відсотків, емітент не буде зобов'язаний утримувати податок на цю транзакцію. Оскільки більшість єврооблігацій обертаються у Лондоні, насамперед це стосується так званого «виключення для єврооблігацій, що котуються» («Quoted Eurobond Exemption»). Правило, яке було запроваджено британським урядом у 1984 року, та звільняє емітентів єврооблігацій, які пройшли лістинг на уповноважених фондових біржах, від утримання податків із відсотків, що виплачуються інвесторам.

Джерело: [18]

Щодо Ізраїлю, то майже 80% закордонних розміщень звідти також припадає на американські біржі, насамперед NASDAQ. Ізраїль характеризується розвинутим венчурним середовищем, в якому оперує велика кількість високотехнологічних компаній, що на певному етапі свого життєвого циклу потребують розширеного фінансування. Значна частка клієнтської бази цих компаній знаходиться у США. Тому бажання ізраїльського бізнесу шукати потенційних інвесторів на найбільшому

ринку капіталів у світі шляхом IPO на майданчику NASDAQ, що спеціалізується на hi-tech індустрії, є цілком виправданим.

Окрім зазначених в світі існують інші усталені двосторонні в'язки між країнами в контексті закордонного лістингу, обумовлені насамперед географічними та культурними факторами [54]. Так, канадські компанії історично проходять лістинг на біржах США. В свою чергу австралійський майданчик є домінуючим для корпорацій із Нової Зеландії. Вже описана вище Люксембурзька біржа є основним місцем для закордонних IPO тайванських та підприємств із Індії. Детальний покраїнний частотний розподіл закордонного лістингу станом на 2018 рік наведено у додатку Б.

Щодо України, то перший прецедент проведення IPO вітчизняним бізнесом за кордоном відбувся у 2005 році. Після цього українськими компаніями було проведено біля 30 публічних розміщень для залучення фінансування на загальну суму 2,8 млрд дол. США (рис. 1.7.) [55].

Деякі із вказаних акцій з часом втратили привабливість для іноземних трейдерів. Однак певні – залишаються ліквідними інструментами. Так, з акціями компанії Ferrexpo Plc, яка є опосередкованим мажоритарним власником Полтавського гірничо-збагачувального комбінату, лише за грудень 2017 року на LSE було укладено угод на 8,76 млрд. фунтів стерлінгів [56]. Для порівняння річний обсяг торгівлі всього вітчизняного організованого ринку акцій за весь 2017 рік склав 5,02 млрд. грн. (або 0,13 млрд. фунтів стерлінгів за курсом НБУ) [57].

Основними майданчиками, для вітчизняного бізнесу стали різні сегменти: Лондонської та Польської фондових бірж. Перша привернула увагу українських емітентів як визнаний на той час лідер іноземного лістингу, що розташований у головному міжнародному фінансовому центрі світу. Привабливість біржі із Варшави пояснюється більш м'якими вимогами до лістингу та активною діяльністю менеджменту по залученню іноземних емітентів. Польській майданчик єдиний із закордонних, що має власне представництво в Україні. Детальний опис закордонних IPO українськими компаніями наведено у додатку В.

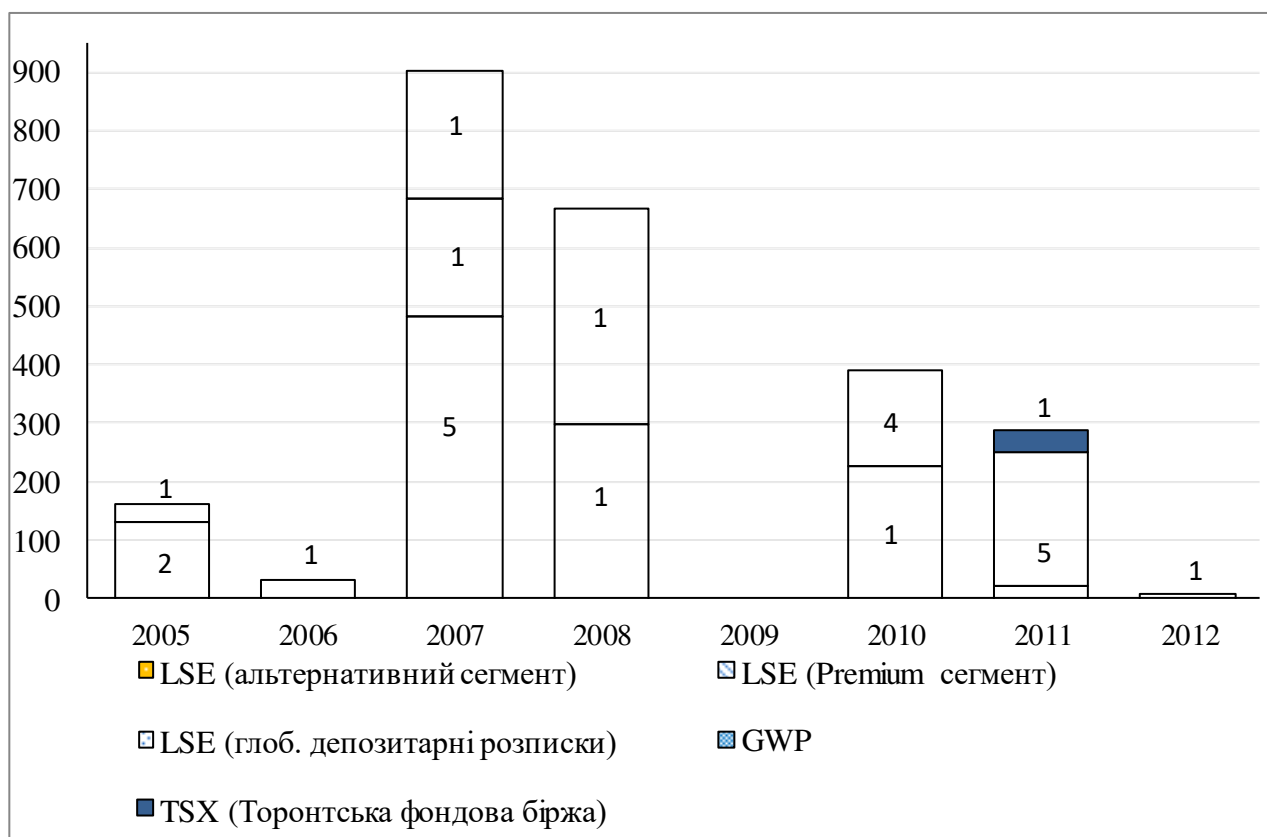


Рис. 1.8. Обсяг та кількість IPO компаній із активами в Україні на закордонних біржах з 2005 року, млн. дол. США

Джерело: [55]

Одним з ключових факторів інтенсифікації інтернаціоналізації фондових бірж є гармонізація та зближення стандартів фінансової звітності, що застосовуються в різних країнах, компаніями, які пройшли лістинг. Цілком очевидно, що впровадження загально визнаних стандартів бухгалтерського обліку є тим поштовхом, який здатний надати глобалізаційним процесам на світовому ринку цінних паперів нового імпульсу. Країни, які це не розуміють або не враховують в своїй політиці, ризикують зіштовхнутися зі зменшенням привабливості власних фондових ринків через відсутність у потенційних емітентів бажання (здатність) виходити на ці ринки. З іншого боку міжнародні інвестори повинні мати можливість без надмірних витрат оцінювати постійно зростаючі обсяги фінансової інформації. Ця можливість з'являється, коли компанії, що потрапляють до котирувальних листів фондових бірж, подають фінансові звіти, які підготовлені на

універсальних принципах обліку. Вирішальну роль в цьому процесі грають Міжнародні стандарти фінансової звітності (IFRS).

Міжнародна організація комісій з регулювання фондових ринків (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) ще на початку століття рекомендувала своїм членам дозволити в майбутньому всім компаніям, які планують здійснювати розміщення цінних паперів на фондових біржах, використовувати 30 базових стандартів.

Станом на початок 2018р. відповідно до даних Фонду Міжнародних стандартів фінансової звітності п'ятнадцять країн із групи G20 запровадили обов'язкове використання IFRS для переважної більшості публічних компаній. Серед п'яти юрисдикцій, де міжнародні стандарти не було реалізовано:

- Японія дозволяє національним компаніям, які пройшли лістинг на біржі, використання IFRS на добровільній основі (станом на 2017р. корпорації, на які припадає 30% капіталізації Токійської фондової біржі вже перейшли на IFRS або мають чіткі терміни це зробити в майбутньому).

- КНР, Індія та Індонезія прийняли національні стандарти, які майже аналогічні IFRS, проте чіткого плану чи строків переходу на останні країни не мають.

- США забороняють національним емітентам використовувати IFRS, проте дозволяють це робити іноземним компаніям, що пройшли лістинг на американських фондових біржах.

Серед майже 3000 іноземних емітентів, чиї акції котуються на майданчиках, які є членами Світової федерації бірж, 112 обов'язково дотримуються IFRS. 2816 компаній використовують міжнародні стандарти добровільно як альтернативу національним. З них майже 500 представлені іноземними емітентами котирувальних листів бірж США, та 350 – компаніями КНР, що пройшли лістинг на Гонконгській фондовій біржі [58].

Незважаючи на скорочення кількості іноземних компаній в лістингу фондових бірж світу, загальний обсяг торгівлі акціями таких компаній за період з 1995 по 2005 рр. виріс з 1 до 5,76 трлн. дол. США. та до 9,29 трлн. дол. США у 2016 р.

Водночас у відносному значенні частка торгівлі іноземними акціями в загальних обсягах зменшилась з 9,5% до 8,3% [47].

Провідною платформою для акцій іноземних компаній декілька десятиліть поспіль була Лондонська фондова біржа. Історичного максимуму обсяг угод з іноземними цінними паперами на ній досяг у 2007 р. та склав 4,277 трлн. дол. США, що дорівнювало 41% всіх угод на біржі. Цьому сприяло монопольне становище LSE як провідного міжнародного фінансового центру з ліберальним законодавством, високо інтегрованим і глибоким ринком капіталу та вдалим географічним розташуванням.

Однак, з 2008 року Лондонська біржа поступово починає втрачати домінуючі позиції на ринку іноземних акцій на користь новостворених багатосторонніх торговельних систем (MTF, від англ. – Multilateral Trading Facility). Найбільш популярні MTF – Chi-X Europe та Trading, об'єднавшись у 2011р., утворили передову платформу для торгівлі акціями та депозитарними розписками європейських та світових компаній.

З 2013 р. майданчик Cboe Europe Equities має однаковий із LSE юридичний статус уповноваженої інвестиційної біржі згідно із законодавством Об'єднаного Королівства. З 2017 року, після поглинання материнської для BATS Chi-X Europe компанії Bats Global Markets Inc. американським холдингом CBOE, підрозділ новоствореного конгломерату з торгівлі європейськими акціями отримав назву Cboe Europe Equities. Однак, незважаючи на існування регламентних можливостей, цей майданчик не надає класичної послуги фондової біржи, а саме: лістингу акцій. Керівництво компанії проголошує спеціалізацією біржи лістинг не акцій, а паїв біржових фондів (ETF).

Сьогодні через Cboe Europe Equities проходить біля 25% загального обігу акцій, які пройшли лістинг на біржах 15 країн ЄС, що робить його провідною панєвропейською платформою. З іншого боку, враховуючи специфіку діяльності та юридичний статус, всі угоди, що укладаються на Cboe Europe Equities належать до угод з іноземними акціями.

Провідні позиції в абсолютному виразі з обігу іноземних акцій також займають NYSE, Nasdaq США, Nasdaq Nordic, Німецька біржа, біржи Гонконгу та Тайваню. Стосовно відносних показників до топ-10 входять також фондові біржи Йоганнесбургу, Осло та Мехіко (табл. 1.7).

Іноземні компанії можуть бути представлені на міжнародних біржах декількома видами інструментів. Так, на Нью-Йоркській фондовій біржі, майданчику з найбільшим біржовим реєстром закордонних емітентів, перебувають в обігу такі цінні папери: американські та глобальні депозитарні розписки (American / Global Depositary Receipts – ADR та GDR відповідно); звичайні акції іноземних компаній, що перебувають в обігу на національних біржах (Ordinary Shares); глобальні акції, що котуються на декількох міжнародних ринках (Global Shares); глобальні біржові фонди (Exchange Traded Funds) та акції нью-йоркського реєстру (New York Registry Shares, NYRS). Останні являють собою пайові папери неамериканських компаній, що обертаються в США та номіновані в доларах.

Таблиця 1.7

Річні обсяги торгівлі акціями іноземних компаній на провідних біржах світу (млн. дол. США) та їх частка в загальному річному обсязі (%)

Біржа \ Рік	1995		2000		2005		2010		2016	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
NYSE	260 643,4	8,5	1141896,0	10,3	1 234 230,4	8,7	1736 120,23	9,17	1103018,2	5,6
Nasdaq	81 353,0	3,4	844 399,8	4,3	591 029,1	5,9	2855 690,00	9,84	3930960,0	12,3
LSE	626 862,9	54,4	2669122,1	58,6	2 492 066,8	43,9	507 351,00	14,9	580 459,1	18,4
Токійська	1 039,4	0,12	627,1	0,3	2 821,8	0,1	717,17	0,02	5 562,7	0,1
Франк-фуртська	13 801,5	2,32	321 323,1	15,2	165 647,1	8,6	223 817,10	11,9	85 573,1	6,4
Паризька (Euronext)	10 558,4	1,7	26 603,0	1,0	129 468,8	4,7	8 016,23	0,37	5 963,7	0,3
Швейцарська	17 600,8	5,17	28 208,4	4,4	18 594,0	1,91	3 150,31	0,43	4 189,6	0,5
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Йоган- несбург	15 947,9	7,7	0,00	0	47 828,4	23,7	104 513,20	25,2	111 948,6	27,9
Осло	324,4	1,3	8 894,3	12,8	33 457,3	14,3	64 207,76	22,3	15 241,7	12,8
Тайван- ська	0,00	0	1 535,3	0,16	597,4	0,10	8 376,23	0,92	36 725,4	7,17
Мехіко	0,00	0	0,00	0	2 747,7	4,85	10 532,6	8,84	14 532,5	11,7
Гонкон- гська	243,2	0,25	699,4	0,19	432,0	0,09	7 768,42	0,52	45 790,4	3,39
BATS Chi-x	-	-	-	-	-	-	2 664 421,8	100	2 648 109,6	100

Джерело: Власні розрахунки за даними [47]

Перед випуском NYRS іноземний емітент повинен укласти з американським банком комплексний договір щодо ведення реєстру акцій, транспортування сертифікатів, виплату дивідендів та надання представницьких послуг. Окрім цього емітент повинен бути впевнений, що його національне законодавство дозволяє випуск акцій у відповідності з порядком розповсюдженим у США (перехід права власності, реєстрація власників акцій тощо). Даний інструмент як правило використовується голландськими компаніями (Unilever N.V., Mittal Steel Company N.V. та ін.), оскільки законодавство Нідерландів дозволяє реєстрація акцій поза межами національних кордонів. Саме тому NYRS ще мають назву «гульдени» (guilder), від колишньої голландської грошової одиниці.

На початок 2018р. кількісний розподіл зазначених інструментів, що перебувають в обігу на NYSE мав такий вигляд:

- звичайні акції – 254;
- американські депозитарні розписки – 230;
- акції зареєстровані в юрисдикції м. Нью-Йорк – 5;
- сертифікати біржових або інвестиційних фондів – 5;
- глобальні депозитарні розписки – 1;
- глобальні акції – 1 [59].

Варто зазначити, що звичайні акції в переважній більшості представлені компаніями з Канади, Ізраїлю та країн Карибського басейну, відомі офшорні

юрисдикції: Багамські, Бермудські, Кайманові острови. При цьому всі зазначені компанії являють собою фінансові установи.

Як видно з наведеної статистики, великим попитом серед емітентів користуються депозитарні розписки (далі за текстом – ДР). Останні являють собою цінні папери, що випускаються депозитарною установою і засвідчують право власності інвесторів на визначену кількість цінних паперів іноземного емітента, депонованих у такій депозитарній установі.

Розглянемо більш детально інтернаціональний характер та особливості обігу цього фінансового інструменту. Початково ДР з'явилися у 30 роках минулого століття в США. З їх допомогою американські інвестори отримали можливість вкладати кошти в цінні папери неамериканських емітентів простим способом – купуючи американські сертифікати неамериканських акцій.

Всього на початок 2017р. в світі інвесторам пропонувалось 3492 програм депозитарних розписок, з яких 1888 були спонсорованими (з 72 країн), та 1613 (з 40 країн) – неспонсорованими [60]. Серед спонсорованих випусків 41% обертався на американському позабіржовому ринку, в той час як частка, розписок, що пройшли лістинг на біржах, останні п'ять років знаходиться приблизно на рівні 40%.

Випуск неспонсорованих ДР активізувався після 2008 р., коли у США було лібералізовано законодавство щодо їх емісії. Закордонним емітентам дозволено не реєструватися у SEC, поки їх акції перебувають у закордонних біржових реєстрах, а компанії здійснюють обов'язкове розкриття інформації у відповідності до національного законодавства на власному веб-сайті. Як наслідок, кількість неспонсорованих програм за менш ніж 10 років збільшилась майже в 10 разів. В основному попит на такі інструменти формують невеликі інституційні інвестори, які через масштаби діяльності не мають прямого доступу до закордонних ринків, а також інвестори, кількість американських акцій в портфелі яких лімітується (роздрібні та біржові фонди).

Окремо слід звернути увагу на розвиток подібних ДР поза межами традиційних ринків США та Європи. Так, на бразильській біржі BMF Bovespa було запущено 17

подібних випусків, що отримали назву Бразильських ДР та базовим активом яких були акції корпорацій із США. Це пояснюється прагненням місцевих брокерів разом із міжнародними інвестиційними банками задовільнити попит національних професійних інвесторів на іноземні цінні папери.

Слід зазначити, що кількість ДР, що перебуває в обігу на американських фондових біржах скорочується. Після історичного максимуму в 2000р. – 570 програм, на початок 2017 подібних випусків було 430. Найбільшими ринками випуску ДР поза межами США являються Лондонська та Люксембурзька фондові біржі. На початок 2017 року на цих майданчик перебувало в обігу 390 ГДР [61]. Для порівняння у 2005 році на цих біржах котирувалися депозитарні розписки різних видів 309 компаній світу (174 на Люксембурзькій та 135 на Лондонській біржі відповідно).

Реєстрація нових програм випуску ДР демонструє яскраво виражену тенденцію до зниження. За останні п'ять років в середньому за рік на ринки виходило 68 випусків. Для порівняння у 2005р було запущено 163 нові програми, а у 1996р. взагалі 272.

Варто відмітити, що останні роки на ринку почали з'являтися нові, відмінні від традиційних АДР чи ГДР, види інструментів. Мова йде про, так звані Сінгапурські та Гонконгські ДР, які випускають на відповідних біржах для місцевих інвесторів. За період з 2007 по 2017 роки було здійснено 23 подібних випуски. Вони дозволили компаніям із Японії, Індії, Кореї, Бразилії, Тайваню та США залучити 1,806 млрд. дол. США. Водночас попит на подібні інструменти ще не на стільки високий, щоб можна було стверджувати про окремий сегмент світового ринку [60].

Скорочується не лише кількість випусків, а й обсяги капіталу, які залучаються за допомогою ДР. Рекордні за обсягами розміщення мали місце у 2007 році – 57,3 млрд. дол. США. Після фінансової кризи показники значно скоротились, й в середньому становили 23 млрд. дол. США на рік (рис. 1.9.).

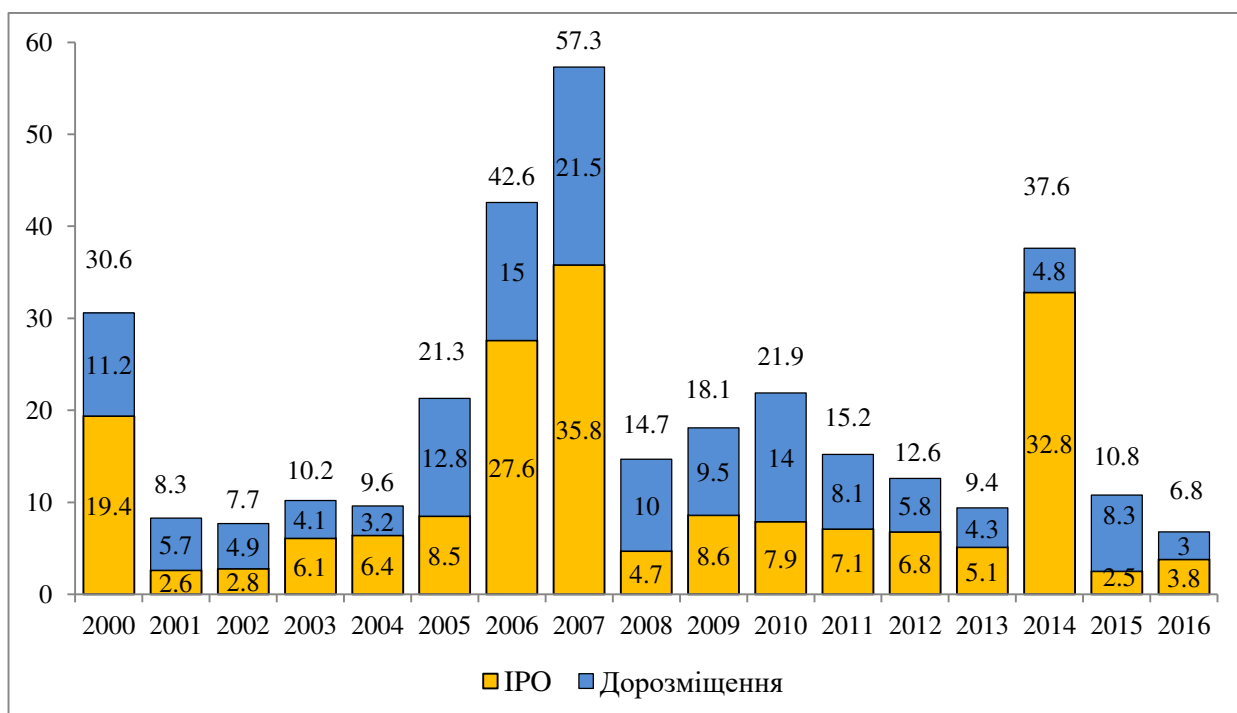


Рис. 1.9. Динаміка обсягів залучення капіталу через депозитарні розписки в світі, млрд. дол. США

Джерело: дані за 1998-2015 роки з [63], за 2016 - [64]

Стрімке зростання у 2014 році пояснюється безпрецедентним в історії за розмірами IPO китайської компанії Alibaba Group Holding Limited. Китайський ритейл в ході первинного розміщення на Нью-Йоркській фондовій біржі залучив 25,032 млрд. дол. США.

Масштаби вторинного ринку ДР в світі характеризуються змінною динамікою. Загальна вартість угод досягла свого історичного максимуму у 2008 році – 4,139 трлн. дол. США. Після світової фінансової кризи обсяг ринку зменшився, але, все рівно, нижче позначки в 2,500 трлн. дол. США не опускався (рис.1.10.).

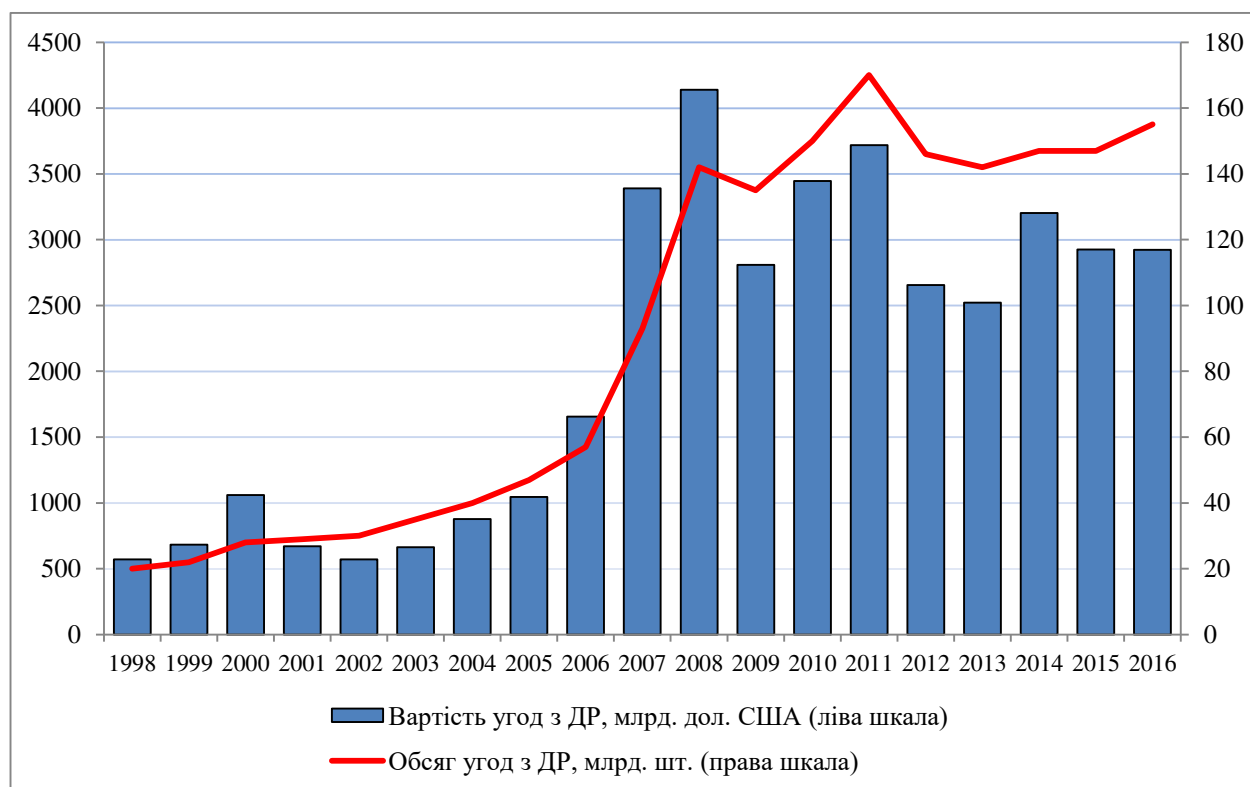


Рис. 1.10. Динаміка торгівлі депозитарними розписками в світі

Джерело: дані за 1998-2015 роки з [63], за 2016 - [64]

Провідним місцем торгівлі ДР із моменту впровадження цього інструменту залишається майданчик Нью-Йоркської фондової біржі. За результатами 2016 року на NYSE було проведено операцій із 112 млрд. ДР загальною вартістю 2,016 трлн. дол. США. Разом з NASDAQ в цілому на американські біржі припадає 91% та 86% вартості та обсягу угод відповідно (рис. 1.11.).

Торгівля ДР в Європі відбувається через Міжнародну книгу замовлень (International Order Book, IOB), торгову платформу для ДР, що котуються на Лондонській фондовій біржі. На кінець 2016р. обсяги торгівлі на IOB склали 116 млрд. дол. США, що становить біля 4% загальносвітового обсягу.

ДР залишаються привабливим інструментом серед міжнародних портфельних інвесторів. За підрахунками фахівців провідного кастодіального банку Bank of New York Mellon, станом на початок 2017 року розписки входили до портфелю 4970 інституційних інвесторів, з яких 57% знаходилось у Північній Америці, 28% - у Європі, та 15% - решті країн світу. При цьому загальна ринкова вартість портфелю ДР становила 838,2 млрд. дол. США [61].

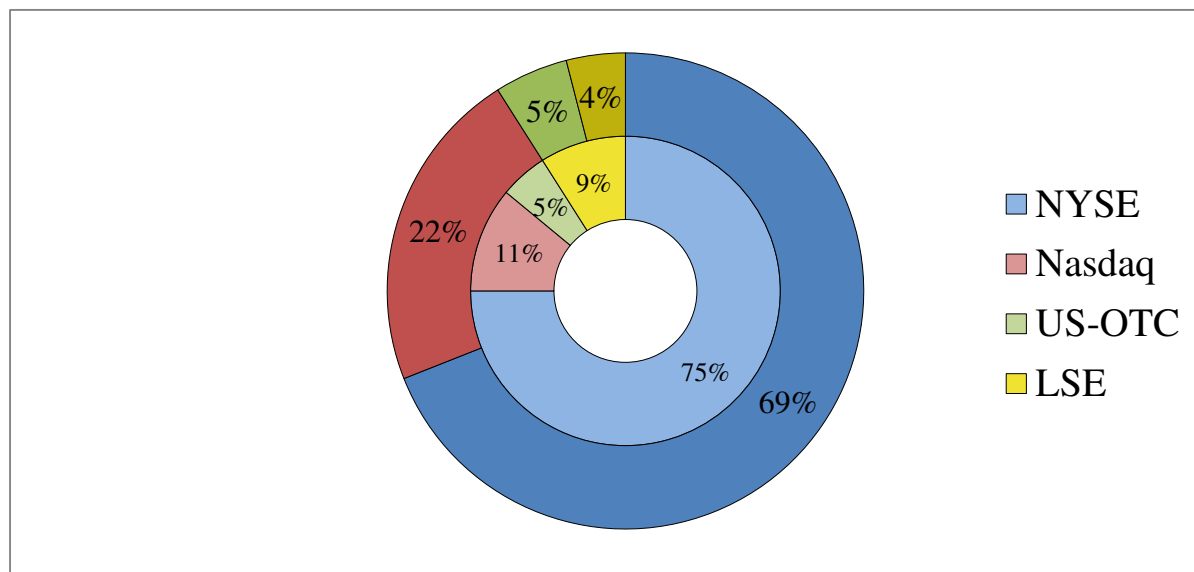


Рис. 1.11. Структура торгівлі депозитарними розписками в світі, 2016 р.

(внутрішнє коло - обсяг угод, зовнішнє коло - вартість угод)

Джерело: [64]

Торгівля ДР в Європі відбувається через Міжнародну книгу замовлень (International Order Book, IOB), торгову платформу для ДР, що котуються на Лондонській фондовій біржі. На кінець 2016р. обсяги торгівлі на IOB склали 116 млрд. дол. США, що становить біля 4% загальносвітового обсягу.

ДР залишаються привабливим інструментом серед міжнародних портфельних інвесторів. За підрахунками фахівців провідного кастодіального банку Bank of New York Mellon, станом на початок 2017 року розписки входили до портфелю 4970 інституційних інвесторів, з яких 57% знаходилось у Північній Америці, 28% - у Європі, та 15% - решті країн світу. При цьому загальна ринкова вартість портфелю ДР становила 838,2 млрд. дол. США [61].

Згідно досліджень, що провадяться Казначейством, Федеральним резервним банком Нью-Йорка та Радою керуючих Федеральної резервної системи США, вартість розписок, що перебувають у володінні американських резидентів, збільшилась з 541 млрд. у 2005 до 751 млрд. дол. США у 2016 році [66].

В розвитку географічної структури емітентів спонсорованих ДР за останні десятиріччя можна виділити декілька етапів. На початку 90-х років минулого століття на фондових біржах США знаходились в обігу АДР 148 емітентів з 20

країн світу. Домінували компанії з Великобританії, на які припадало 37% загальної кількості АДР. Іншу велику групу представляли компанії Японії, ПАР та Австралії, на які припадало в сумі 40% всіх АДР, що котирувалися на біржах США. Компанії, які були зареєстровані в країнах, що розвиваються, були представлені лише одиничними випусками з Мексики та Чилі.

На кінець 2005р. ситуація кардинально змінилась. Географія країн-емітентів значно розширилась – до 40. Частка колишніх лідерів (компаній з Великобританії, Японії, ПАР та Австралії) зменшилась з 77% до 29%. Стрімкий ріст продемонстрували компанії з Бразилії та Китаю. Чиї частки виросли з нуля у 1990р. до 9% та 8% відповідно. Завдяки лібералізації власних ринків значно виросла кількість компаній й з інших країн, що розвиваються та з перехідною економікою: Мексика (19 компаній), Чилі (17), Корея (13), Індія (12) тощо.

Станом на 2016р. домінуючу частку ринку АДР займають компанії із КНР – 29%. Розписки на акції корпорацій із Об'єднаного Королівства на другому місці – 12%. Решта випусків рівномірно розподілені між емітентами з розвинутих країн (Японія, Франція, Нідерланди, Бельгія, Ізраїль), та країн, що розвиваються (Корея, Аргентина, Чилі, Мексика тощо) [67]).

Щодо традиційних майданчиків для випуску глобальних ДР – Лондонської та Люксембурзької фондових бірж, то в їх іноземних котирувальних списках домінують компанії із Індії, Тайваню та РФ.

Щодо українського бізнесу, то через обмеження наявного законодавства, зокрема заборону номінування акцій в іноземній валюті, емісія цінних паперів на закордонних біржах провадиться через, так звані проксі-компанії. Це холдинги, які реєструються у сприятливих з податкового плану юрисдикціях Європи: Кіпр, Люксембург, Нідерланди, Норманські острови. Саме ці компанії, як номінальні власники українських активів, здійснювали емісію акцій та депозитарних розписок на іноземних біржах.

За результатами проведеного аналізу міжнародної біржової діяльності вважаємо доцільним запровадити **індекс інтернаціоналізації фондової біржі**, який

дасть змогу кількісно вимірювати інтегральний рівень міжнародної активності окремого фондового майданчику. Такий показник, по аналогії із відомим індексом транснаціоналізації для мультинаціональних компаній від UNCTAD, може бути розрахований 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 – в обсязі торгів на біржі) [68]. Приклад розрахунку індексу інтернаціоналізації фондової біржі для майданчиків із найвищим показником станом на 2017 рік наведено у табл. 1.8.

Таблиця 1.8

Показники інтернаціоналізації провідних фондових бірж світу

№ п/п	Біржа	Частка іноземних компаній у лістингу, %	Частка торгівлі акціями іноз. компаній у заг. кіль-ті, %	Частка іноземних членів біржі в заг. кіль-ті, %	Індекс інтернаціо- налізації біржи, %
1	2	3	4	5	6
1	Люксембурзька	84.44	12.57	61.54	52.85
2	Осло	20.09	12.76	63.79	32.21
3	Йоганнесбурзька	19.41	27.91	35.25*	27.52
4	Німецька	10.30	6.44	52.50	23.08
5	Лондонська	18.51	18.54	29.41	22.15
6	Швейцарська	14.02	0.48	50.50	21.67
7	Токійська	0.17	0.09	54.72*	18.33
8	Nasdaq Nordic	4.05	4.02	46.74	18.27
9	Варшавська	3.58	0.61	48.20	17.46
10	Гонконгська	5.12	3.39	40.20*	16.24

Продовження табл 1.8

1	2	3	4	5	6
11	Тайванська	8.56	7.17	25.10*	13.61
12	Euronext	10.94	0.33	27.27	12.85

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

Таким чином, станом на 2017 рік найбільш інтернаціональним характером діяльності вирізнялись Люксембурзька біржа, біржи Осло та Йоганнесбурга. Чинники, що обумовлюють особливості Люксембурзького майданчику, була зазначені вище. Щодо фондової біржі Йоганнесбурга, то міжнародний характер її діяльності можна пояснити такими факторами:

- Великі масштаби національного фондового ринку: відношення капіталізації біржового реєстру до ВВП країни є одним з найбільших у світі й станом на 2017 рік становило 350% [69].

- Розвинутий сегмент інституційних інвесторів: за показником відношення активів під управлінням інвестиційних фондів до ВВП із значенням 63%, країна входить у 10 лідерів [70]. Це збільшує попит на якісні інструменти, що мають перманенту ринкову біржову оцінку.

- Якісне державне регулювання біржової діяльності. В індексу глобальної конкурентоспроможності Всесвітнього економічного форуму за відповідним показником (входить до складу 8-ої групи чинників «Розвиненість фінансового ринку») ПАР довгий час до 2016 року входила до трійки світових лідерів [71].

- Запровадження «прискореної» процедури вторинного лістингу для компаній чийї акцій, вже включені до біржових списків бірж Лондона, Торонто, Нью-Йорку та Австралії [72]. При цьому, іноземні акції, що пройшли лістинг на майданчику Йоганнесбургу, з позиції інституційних інвесторів трактуються як національні активи та включаються до складу національних фондових індексів.

Як наслідок, міжнародні та національні інвестори мають змогу торгувати на основному біржовому майданчику ПАР акціями емітентів із майже 20 країн, серед яких такі відомі світові гіганти як British American Tobacco, Anheuser-Busch InBev SA/NV (AB InBev), Glencore, Anglo American, BHP Billiton та Compagnie Financiere Richemont AG.

Варто відмітити, що як біржа Йоганнесбургу, так й біржа Осло оперують високотехнологічною торгівельною платформою Millennium, розробленою групою LSE. Окрім цього обидва майданчики мають спеціальні віддалені хаби у Лондоні. Це розширює біржові мережі майданчиків та спрощує доступ до них великого пулу потенційних інвесторів із найбільшого міжнародного фінансового центру.

1.3. Формування глобальних біржових мереж

Будь-яка біржа, або в широкому сенсі торгівельна система являє собою комунікаційну мережу. Відповідно до її внутрішніх правил, мережа визначає, хто саме та які сигнали може по ній передавати, й як в кінцевому результаті ці сигнали перетворюються в біржові угоди.

В контексті мережевого характеру біржової діяльності можна виділити два важливих аспекти. По-перше, переваги для кожного учасника торгівельної системи зростають по мірі збільшення точок входу до цієї системи. По-друге, інвестор отримує додаткові блага від залучення до торгівельної системи нових учасників, оскільки зростає вірогідність укладання угоди на більш вигідних умовах. Процес росту споживчої цінності мережі по мірі зростання числа її користувачів отримав назву мережевого ефекту. По відношенню, то торгівельних систем, Й. Домовіц назвав його «ефектом ліквідності» [73].

Науковці виділяють декілька загальних принципів, що є характерними для мережевих ефектів. По відношенню до торгівельних систем два з них є найбільш актуальними. Принцип критичної маси - мережевий ефект працює тільки у тому випадку, коли мережа накопичує певну кількість користувачів – критичну масу. До

цього рівня, інвестиції в мережевий ефект можуть бути досить високими. Принцип посилення зв'язків – розвиток мережі та посилення мережевого ефекту можливі тільки за умови постійного розширення кола абонентів. Чим більша мережа комунікацій, тим сильніша залежність споживача. Зв'язки утримують користувачів всередині мережі та забезпечують лояльність [74].

В одному із перших емпіричних досліджень щодо впливу мережевого ефекту на організовані ринки І. Хасан та Х. Шмідель проаналізувавши діяльність майже всіх основних європейських бірж показали, що стратегія на розширення біржової мережі приводить до покращення показників ліквідності, ринкового обороту, вартості укладання угод та витрат на утримання бірж [75].

Таким чином для успішного функціонування торгівельному майданчику необхідно залучити критичну масу замовлень від інвесторів запропонувавши останнім ефективний, прозорий та швидкий механізм укладання угод. З іншого боку, ліквідність можна покращувати збільшенням масштабів торгівельної мережі.

Ліквідність є особливо важливою, оскільки саме вона впливає на вартість капіталу. Якщо обсяги торгівлі якоїсь акції незначні, її складніше продати, що збільшує спреди. Це робить акцію менш привабливою для потенційного інвестора, що відображається на ціні. Відтак ліквідність важлива не лише для біржі, а для компанії, які на ній торгуються.

Посилення мережевізації біржових платформ може відбуватись як на рівні одного майданчика, шляхом максимального розширення власної сітки, так й через інтеграцію мереж декількох бірж. При цьому фінансова глобалізація та розвиток інформаційно-комунікаційних технологій позбавили процес біржової мережевізації географічно-просторових меж. Як наслідок, інтеграція торгівельних платформ з кінця 90-х років минулого сторіччя має виражено міжнародний характер. Кінцевою заповітною цілю цього процесу є забезпечення глобальних інвесторів можливістю цілодобово торгувати акціями компаній із різних країн та регіонів.

Спектр інтеграції біржових мереж характеризується різноманітністю організаційно-правових форм (табл. 1.9). З одного краю цього спектру знаходяться меморандуми про співпрацю як найслабша форма інтеграції, з іншого – консолідація у формі злиттів або поглинань як найвища форма інтеграції.

Таблиця 1.9

Форми міжнародної інтеграції бірж

Назва	Зміст	Організаційно-правова форма
Формальне співробітництво	Крос-лістинг, крос-членство, уніфіковані правила торгівлі	Меморандуми про взаємодію
Технічне співробітництво	Аутсорсинг торгівельних та систем розповсюдження ринкової інформації, калькуляція індексів	Контрактні взаємовідносини
Торгівельне співробітництво	Спільна торгівельна система з єдиною книгою замовлень із одночасним доступом брокерів з різних бірж по уніфікованим правилам	Спільні підприємства
Злиття та поглинання	Консолідація фінансових, управлінських, торгівельних, маркетингових функцій	Холдингові компанії

Джерело: вдосконалено автором на основі [76].

В цілому слабші форми об'єднання передбачають збереження ідентифікації та незалежності бірж, що взаємодіють. На відміну від злиття, де один або декілька майданчиків припиняють існування як незалежні юридичні особи.

Слабкі форми інтеграції, являють собою угоди щодо гармонізації правил лістингу, торгівлі та після-торгівельних процедур, а також розробку спільних регулятивних та операційних стандартів діяльності [77]. Як правило, подібні угоди мають рамковий, рекомендаційний характер, а тому край рідко закінчуються змістовним об'єднанням біржових мереж.

Формальному співробітництву бірж на багатосторонньому міжнародному рівні сприяють різноманітні неприбуткові федерації та асоціації. Останні об'єднують учасників ринкової, насамперед торгівельної інфраструктури, як правило за географічним принципом:

- Світова федерація бірж (World Federation of Exchanges (WFE));
- Федерація євразійських фондових бірж (Federation of Euro-Asian Stock Exchanges (FEAS));
- Федерація бірж Південної Азії (South Asian Federation of Exchanges (SAFE));
- Іbero-американська федерація бірж (Federacion Iberoamericana de Bolsas (FIAB));
- Федерація європейських бірж цінних паперів (Federation of European Securities Exchanges (FESE));
- Федерація фондових бірж Азії та Океанії (Asian and Oceanian Stock Exchanges Federation (AOSEF));
- Форум фондових бірж країн-членів Організації ісламського співробітництва (Organisation of Islamic Cooperation (OIC) Member States' Stock Exchanges Forum)
- Асоціація африканських бірж цінних паперів (African Securities Exchanges Association (ASEA)).

Зазначені об'єднання слугують майданчиками для комунікації, співробітництва та координації дій своїх членів з метою захисту їх спільних інтересів. Серед функцій та завдань, що виконують подібні організації можна виділити такі:

- слугують форумом для обговорення спільних проблем розвитку ринків капіталу;
- популяризують ринки капіталу для населення країн та регіонів;
- допомагають розвитку та гармонізації високих стандартів ринкового регулювання;
- посилюють обмін досвідом, ноу-хау та інформацією щодо розвитку організованих ринків;
- забезпечують можливості обміну фахівцями та технологіями, організовуючи різноманітні тренінги та курси підготовки;
- допомагають біржам-членам збирати, накопичувати та розповсюджувати уніфіковану статистичну інформацію щодо різних аспектів біржової діяльності;
- допомагають гармонізувати стандарти звітності та бухгалтерського обліку.

Таким чином, різноманітні асоціації через гармонізацію та уніфікацію правил, процедур та стандартів роботи організованих ринків сприяють рівню їх міжнародної інтеграції.

Технічне співробітництво дозволяє одним біржам отримувати у користування сучасні торгівельно-інформаційні системи (без втрати часу та матеріальних ресурсів на їх розробку), іншим – забезпечує додаткове джерело доходу. Перші, як правило, - це майданчики із країн, що розвиваються, в більшості випадків із невеликими національними ринками цінних паперів. Другі представлені групою передових міжнародних або регіональних біржових операторів (Німецька біржа, NASDAQ тощо).

Так, Німецька біржа розповсюджує ринкову інформацію, розраховує індекси та ліцензує їх для фондових бірж Ірландії, Мальти, Болгарії та Бомбею. Віденська фондова біржа співробітничав в галузі IT послуг із біржами Східної та Південної Європи (майданчики Будапешту, Любляни, Бухаресту, Сараєво, Загреба, Белграду) через використання спільної торгівельної системи, розробляє національні індекси, розповсюджує ринкову інформацію.

Стамбульська біржа в рамках власної спеціальної ініціативи «Євразійська мережа розповсюдження інформації» надає відповідні послуги біржам Сараєво, Чорногорії, Македонії та Карачі. При цьому інформація передається не лише із власного дата-центру біржі в Стамбулі, а й із спеціальної точки присутності в лондонському дата-центрі Equinix, куди вона потрапляє із Туреччини по швидкісній оптоволоконній мережі [78].

Одним із лідерів експорту різноманітних IT-рішень в біржовій галузі є Корейська біржа. Головними споживачами її розробок є майданчики Південно-Східної та Центральної Азії. Окрім продажу технологічних систем KRX спеціалізуються на «експорті досвіду» роботи біржових ринків. Так, Корейська біржа виступила головним радником при створенні майданчиків у Лаосі та Камбоджі, країнах де організовані ринки цінних паперів до цього взагалі були відсутні. В обох випадках нові біржі, які почали діяльність у 2011 та 2012 роках,

було створено у формі спільних підприємств між корейською компанією та відповідними національними регуляторами. При цьому частка KRX у фондовій біржі Лаосу склала 49%, Камбоджі – 45%. Деякі дослідники вважають, що в такій спосіб корейський біржовий оператор прагне популяризувати власні технологічні стандарти, намагаючись зробити їх міжнародними. Що спростить у майбутньому залучення нових клієнтів [79].

Технічне співробітництво може бути частиною більш загальних угод про стратегічне партнерство. Так, в рамках подібної угоди починаючи із 2009 року Біржа Осло використовує торгівельну систему розробки групи Лондонської фондової біржи. Окрім цього майданчики співпрацюють у питаннях нагляду за ринком та розподілом інформації з метою виконання регулятивних функцій.

Торгівельна співробітництво полягає в організації між різними фондовими майданчиками спільної мережі для торгівлі цінними папери. Подібний зв'язок між біржами технологічно дозволяє інвестору з певного національного ринку торгувати не лише місцевими фінансовими інструментами, а й іноземними. В спільній мережі всі замовлення щодо певного цінного паперу незалежно від резидентності торгівця перенаправляються до біржового списку відповідного майданчику.

В основі спільних біржових мереж лежить поняття, яке отримало в науковій літературі назву «неявних злиттів» (від англ. - Implicit Mergers). Подібне об'єднання являє собою домовленість між біржами, при якій всі цінні папери, що пройшли лістинг на одному майданчику, автоматично вважаються такими й для інших, разом із цим всі торгівці, що оперують на одній біржі вважаються членами та/або отримують віддалений доступ до інших [80].

На практиці найяскравішим прикладом подібного «неявного злиття» був альянс NOREX, який був першим об'єднанням подібного типу. Альянс розпочав свою діяльність у 1999 році із угоди між фондовими біржами Стокгольму та Копенгагену. До 2004 року в ході різноманітних угод NOREX поєднав всі біржі Північної Європи та Балтії. В рамках об'єднання 8 майданчиків користувалися

спільною торгівельною системою SAXESS, використовували гармонізовані правила торгівлі та допуску на ринок.

Використання інтегрованої платформи дозволило біржам учасникам альянсу значно покращити показники ліквідності власних ринків. Так, до 2005р. обсяги торгівлі біржі Копенгагену зросли на 217%, Ісландської біржі – на 470%, бірж Осло та Таллінна – на 220% та 190% відповідно [81]. NOREX альянс припинив існування еволюціонувавши в наступну форми інтеграції – біржовий холдинг OMX, в який не увійшов лише головний торгівельний майданчик Норвегії, що уклав зазначену вище стратегічну угоду із групою LSE.

Сьогодні торгівельне співробітництво розглядається як один із найлегших способів інтеграції національних організованих ринків капіталу, оскільки базується на технологічних принципах та не зачіпає складні політичні аспекти. Саме тому, цей спосіб співробітництва розповсюджений серед країн, що розвиваються, в межах одного регіону та використовується останніми в ході інтеграції власних невеликих за обсягами ринків цінних паперів з метою підвищення їх привабливості для інвесторів.

Регіональна інтеграція ринків капіталу може мати позитивний вплив на діяльність всіх його стейкхолдерів із країн-учасниць. До них можна віднести такі:

- 1) Утворюється більш великий та ефективний ринок, що покращує передумови залучення капіталу на первинному ринку та поглиблює вторинний ринок, збільшуючи його активність та ліквідність.

- 2) Зростає зацікавленість регіоном як єдиним, а не фрагментованим ринком збоку іноземних портфельних інвесторів.

- 3) Поряд із традиційними цінними паперами з'являється можливість для пропозиції іноземним інвесторам регіональних похідних фінансових інструментів, наприклад ф'ючерсів, опціонів, що базуються на різноманітних місцевих індексах.

- 4) Забезпечується краща основа для можливої приватизації великих компаній, зокрема, за участі місцевих інституційних інвесторів.

5) Місцеві приватні корпорації потенційно отримують більші пули інвестиційного ресурсу, а також можливість розширити впізнаваність власного бренду на регіональному рівні, таким чином розширивши власний ринок.

6) Покращуються стандарти брокерської та дилерської діяльності за рахунок економії на масштабі через використання уніфікованих торговельних систем на різних ринках. Окрім цього брокери змушені будуть покращувати рівень якості своїх послуг через зростання конкуренції із торговцями інших країн учасниць об'єднання. Ті, які виявляться більш конкурентоспроможними, зможуть генерувати більші прибутки у майбутньому.

7) Покращується якість корпоративного управління до рівня міжнародних стандартів через збільшення іноземних портфельних інвестицій.

8) Місцеві великі корпорації можуть проходити лістинг на регіональному майданчику таким чином збільшуючи його капіталізацію до рівня співставного із більш розвинутими ринками, що може знову ж таки інтенсифікувати увагу міжнародних інвесторів до регіону.

9) Значні витрати на підтримку та удосконалення спільної технологічної платформи можуть бути розподілені між біржами-учасницями.

Переваги регіонального об'єднання організованих фондових ринків обумовили появу подібних процесів у всіх частинах світу (табл. 1.10). Найбільш відомими з них є:

- в Латинський Америці – MILA;
- в Європі – SEE Link;
- в Азії – ASEAN Trading Link;
- в Африці – об'єднання в рамках Економічного співтовариства країн Західної Африки.

Таблиця 1.10.

Порівняльна характеристика біржових регіональних об'єднань

	MILA	ASEAN Trading Link	SEE Link	Stock Connect
Біржі ініціатори	Чилійська, Перуанська та Колумбійська	Сінгапурська та Малайзійська	Македонська, Болгарська та Загребська	Гонконгська, Шанхайська
Біржі, що приєдналися	Мексиканська	Таїландська	біржі Белграду, Любляни, Сараєво та Баня-Луки	Шеньчженська
Рік початку роботи	2011	2012	2016	2014/2016
Рік закінчення роботи	-	2017	-	-
Інструменти, що обертаються	Пайові, боргові ЦП, деривативи	Пайові ЦП	Пайові та державні боргові ЦП	Пайові ЦП
Після-торгівельна інтеграція	-	-	-	+

Джерело: [82]

Першим та найбільш успішним із цих проектів був – Інтегрований Латиноамериканський ринок, або MILA (від ісп. - Mercado Integrado Latinoamericano). Проект було ініційовану фондовими біржами та депозитаріями Чилі, Перу та Колумбії у 2009 році. Перші операції із акціями розпочалися у травні 2011 року. Пізніше в рамках більш ширшого інтеграційного процесу – створення Тихоокеанського альянсу, до MILA приєднався холдинг Мексиканської біржі.

Станом на 2017 рік в рамках вказаного вище проекту вдалося досягти наступного:

1) Лістинг цінних паперів на одній біржі означає автоматичний допуск до торгів на інших трьох майданчиках.

2) Дозволено випуск та транскордонний обіг будь-яких фінансових інструментів після згоди одного із відповідних національних регуляторів (окрім, облігацій для Мексики, оскільки вони перебувають в обігу на позабіржовому ринку).

3) Доступ брокерів до майданчиків учасників відбувається через місцевих уповноважених торговців.

4) Використовується один торгівельний інтерфейс для Чилі, Колумбії та Перу.

5) Закінчується робота над стандартизованими вимогами для проспектів емісії.

6) У співробітництві із світовим індекс-агентством S&P Dow Jones Indices створено фондові індекси S&P MILA Pacific Alliance Select та S&P MILA Andean 40, що відслідковують рух 60 та 40 найбільших компаній регіону відповідно [83].

Проект SEE Link було започатковано як спільне підприємство із штаб-квартирою у Скоп'є, засновниками якого виступили на рівноправній основі фондові біржі Македонії, Болгарії та Загребу. Фінансову підтримку в розмірі 540 тис. євро було надано ЄБРР. Пізніше до проекту приєдналися біржі Белграду, Любляни, Сараєво та Баня-Луки. В основі SEE Link знаходиться спеціальне програмне забезпечення, що дозволяє трейдерам оперувати на будь-якій із бірж учасниць, не будучи її членом та/або не маючи прямого доступу до торгів. Торгівля відбувається опосередковано через іноземного брокера-кореспондента. Схема взаємодії учасників торгівлі в системі SEE Link наведена на рис.1.12. [84].

Брокер-ініціатор наплавляє замовлення через систему SEE Link на брокера-виконавця в іншій країні. Останній переправляє замовлення на виконання на відповідну біржу, на якій він авторизований. Після того як угода буде укладена, брокер-виконавець пересилає брокеру-ініціатору звіт про виконання. При цьому біржа-учасник мережі постійно надсилає через систему брокерам-ініціаторам ринкову інформацію щодо поточних котирувань, новин компаній та інші повідомлення. Таким чином принцип роботи SEE Link нагадує систему переадресації замовлень між різними національними ринками.

Незважаючи на потенційні переваги та відносну простоту реалізації на практиці, регіональні біржові мережі поки що не виправдовують очікуваних оптимістичних результатів. Так, обсяг угод в рамках MILA станом на 2016 рік був менший одного відсотка сумарної вартості внутрішніх транзакцій окремих майданчиків. При цьому найбільша кількість угод відбувалась із цінними паперами чилійських компаній-емітентів, а ініціаторами їх були перуанські інвестори [85].

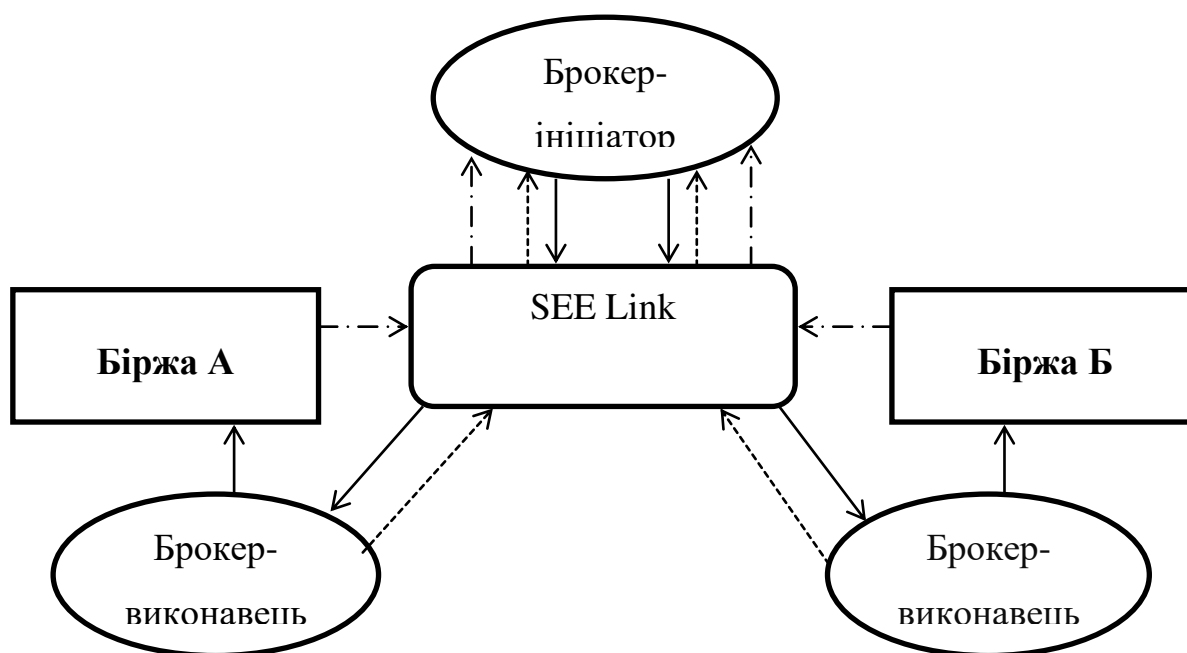


Рис. 1.12. Концепція роботи учасників в системі SEE Link

Джерело: побудовано автором за [84]

Більше того, позитивний ефект міжнародної диверсифікації інвестиційного портфелю, який став можливим завдяки спрощенню виходу інвесторів на сусідні ринки, обернувся протилежним результатом. Так, К. Мелладо та Д. Ескобарі, використовуючи модель динамічних умовних кореляцій виявили, що створення МІЛА призвело до значного зростання кореляції між доходністю національних фондових ринків країн-учасниць. Це в свою чергу, вказує на зменшення позитивного ефекту диверсифікації портфелю, що буде складатися із акцій компаній країн-учасниць МІЛА [86]. Проект біржової мережі в рамках АСЕАН взагалі було припинено, оскільки не було достатнього попиту з боку брокерів, які ще до запровадження ініціативи вже витратили ресурси на побудову власних зв'язків із ринками іноземних країн-учасниць.

Головний недолік регіональних біржових об'єднань полягає в тому, що вони базуються на міжброкерських відносинах. Інвестор, якщо хоче провести угоду із акціями іноземної біржі, направляє її місцевому брокеру, той в свою чергу переправляє її брокеру-кореспонденту із країни емісії цінного паперу. Як наслідок,

збільшуються витрати на проведення операції та зменшується ефективність всієї системи. На всіх розвинутих ринках це нівелюється розповсюдженою практикою прямого віддаленого доступу, яка передбачає взаємне визнання членів бірж із різних країн.

Також розглянуті регіональні інтеграційні рішення передбачають, що всі обов'язки по клірингу та розрахункам за укладеними угодами покладені на брокерів бірж, де цінні папери пройшли лістинг. Це значно збільшує ризики не виконання зобов'язань у порівнянні із сучасними системами, де використовуються центральні контрагенти.

Окрім цього успішний розвиток регіонального біржового співробітництва залежить від гармонізації великої кількості різноманітних регулятивних норм, серед яких можна виділити такі:

- системи оподаткування операцій із фінансовими інструментами;
- наявності валютного контролю та обмежень;
- політики щодо закордонних інвестицій як інституційних, так й індивідуальних інвесторів;
- практики корпоративного управління.

Прикладом вдалої реалізації міжбіржового торгівельного співробітництва є угода Гонконгської фондової біржі із майданчиками континентального Китаю в Шанхаї та Шеньчжені [87]. На відміну від розглянутих вище проектів, успіх зазначеної кооперації обумовлений серед іншого такими факторами:

1. Вихід торгівців на торгівельну платформу із іншої юрисдикції відбувається без посередництва іноземного брокера.
2. Наявність угоди між кліринговими інститутами обох сторін (Chinaclear та Hong Kong Securities Clearing Company Limited), що зменшує трансакційні ризики.
3. Величезний попит із боку іноземних інвесторів, які через гонконгську біржу отримали єдиний спосіб інвестувати в акції китайських компаній типу А (номіновані в юанях та перебувають в обігу виключно на майданчиках Шеньчженя та Шанхаю).

4. Попит з боку інвесторів материкового Китаю, обумовлений можливістю диверсифікації та арбітражу із акціями типу Н (китайських компаній, що пройшли лістинг на гонконгській біржі).

Як наслідок, за три роки від початку діяльності у 2014 році загальний торгівельний обсяг угод в рамках системи Stock Connect між майданчиками Гонконгу та Шанхаю, в «північному» та «південному напрямках», на початок 2018 року перевищив 1 трлн. дол. США. Окрім цього, в рамках спільної торгівельної системи із Шеньчженською біржею за рік від початку її роботи, було укладено угод на загальну вартість 214 млрд. дол. США. При цьому майже 67% від цієї суми припало на операції на «континентальному» майданчику [88].

На відміну від майданчиків із граничних та ринків, що формуються, інтеграція серед бірж розвинутих країн відбувається у формі злиттів та поглинань. На макроекономічному рівні цим процесам сприяють відсутність обмежень на рух капіталу та накопичений юридично-організаційний досвід реалізації угод по об'єднанню компаній. На рівні бізнесу консолідація пояснюється бажанням досягти синергічного ефекту від розподілу фіксованих витрат та диференціації джерел доходу. Це в свою чергу дає можливість власникам бірж отримувати більші прибутки.

Згідно дослідження І.Хасана та Н. Шмидля інтеграція є позитивною для власників-акціонерів біржових операторів. Проаналізувавши за період з 2000 по 2008рр. 110 угод щодо різноманітної кооперації за участю 14 бірж світу, вчені виявили позитивний зв'язок із зростанням вартості акцій майданчиків та інтеграційними процесами, в яких вони приймають участь. При цьому ринкова вартість зростає більше за умови участі біржі в процесах злиття та поглинання, а ніж при слабших формах інтеграції [89].

Міжрегіональний рівень консолідації фондових бірж найяскравіше проявився у трансатлантичному напрямку. Об'єднання майданчиків Старого світу з американськими біржами є одним з наочних прикладів інтернаціоналізації світових

фінансів. Особливості біржової консолідації на національному та регіональному (ЄС) рівнях детально буде розглянуто у наступних розділах.

Розглядаючи міжрегіональний рівень консолідації біржових операторів, ми можемо виділити дві хвилі інтеграційних процесів між фондовими біржами - до та після глобальної фінансової кризи 2008 року. Перша хвиля характеризується початком формування глобальних біржових холдингів через поглинання американськими біржовими гігантами NYSE та NASDAQ пан-європейських регіональних майданчиків Euronext та OMX відповідно.

Подібна експансія з боку бірж США була обумовлена такими глобальними факторами:

1) усвідомлення біржами зростаючої загрози з боку альтернативних торговельних систем;

2) більш високим технологічним рівнем біржових механізмів європейських майданчиків й, відповідно, більшим накопиченим досвідом управління електронними системами торгівлі;

3) розширенням джерел доходів через вихід на перспективні ринки похідних фінансових інструментів (це було особливо показовим у випадку об'єднання NYSE Euronext, оскільки до складу останньої входив один із світових лідерів організації торгівлі деривативами – LIFFE [90]).

Оскільки перша хвиля об'єднань бірж відбувалась в умовах зростання фондових ринків, це обумовило великі вартості подібних угод. Так, злиття NYSE та Euronext оцінюється в 14 млрд., а NASDAQ та OMX - 3,7 млрд. дол. США. Як правило, з акціонерами біржі, яка поглинається розплачуються акціями, а не готівкою. Враховуюче це, ціна акцій групи NYSE Group з моменту оголошення про купівлю європейського оператора Euronext з 1 червня 2006 р. до остаточного розрахунку з акціонерами 30 березня 2007 р. виросла з 64,51 до 93,75 дол. США. При цьому, на початок 2005 р. вартість акцій становила 20,97 дол. США. На момент поглинання NYSE Euronext з боку Intercontinental Exchange у листопаді 2013 р. вартість акції NYSE Euronext становила 33,12 дол. США.

В цей же період транснаціональні біржові холдингу намагаються розширити географію присутності у країнах, що розвиваються. Насамперед – в Індії та країнах Перської Затоки (табл. 1.11). Як правило, це відбувається через міноритарну участь у капіталі зі стратегічною метою технологічного співробітництва.

Таблиця 1.11

Інвестиції Західних біржових операторів у фондові біржі країн, що розвиваються

Біржа	Об'єкт інвестування	Розмір частки	Рік придбання	Вартість інвестиції	Рік виходу	Вартість виходу
NYSE Euronext	Національна ФБ (Індія)	5%	2007	\$ 115 млн.	2010	\$150 млн.
NYSE Euronext	Біржа Катару	12%	2009	\$ 120 млн.	2013	n/a
NASDAQ	NASDAQ Dubai	33.3%	2008	\$ 128 млн.	2010	\$ 46 млн.
Сінгапурська біржа	ФБ Бомбею	4,75%	2007	\$42,7 млн.	2017	\$ 30 млн.
Німецька біржа	ФБ Бомбею	5%	2007	\$ 50,1 млн.	-	-

Джерело: складено автором за даними відповідних бірж

Друга хвиля консолідації розпочалась на фоні стагнуючих фондових індексів та падіння капіталізації більшості розвинутих фондових ринків. Це дозволило вийти на ринок поглинь новим гравцям з ринків, що стрімко зростають.

Так, у 2012 р. холдинг Гонконгської біржі придбав за 2,14 млрд. дол. США один із найстаріших майданчиків в світі – Лондонську біржу металів (LME). При цьому пропозиція азійської компанії була кращою за американських конкурентів: Чиказьку товарну біржу, NYSE Euronext та Intercontinental Exchange. Оферта у 22 рази перевищувала останню ринкову ціну та у 180 разів минулорічний на той момент дохід LME [91].

Падіння обсягів операцій на світових фондових ринках, конкуренція з боку альтернативних торгівельних систем та зменшення дохідності традиційних фондових майданчиків перемістили центр впливу у бік бірж похідних фінансових інструментів. Яскравим проявом цієї тенденції є поглинання холдингу NYSE

Euronext, найбільшого за капіталізацією компаній в лістингу, оператором товарних бірж Intercontinental Exchange із штаб-квартирою в м. Атланта. Вартість угоди склала біля 8,2 млрд. дол. США. При цьому найпривабливішим активом холдингу, що поглинався, була Лондонська біржа фінансових деривативів Euronext.Liffe. Оскільки Intercontinental Exchange вже володіла у Лондоні майданчиком ICE Futures Europe, однією із провідних товарних бірж світу, поєднання двох бірж дозволило створити універсальний біржовий хаб в Європі. Щодо Euronext, то акції компанії оператора майданчиків чотирьох країн Європи у 2014 р. було виставлено на IPO. Всього від продажу європейського холдингу Intercontinental Exchange було отримано 2,1 млрд. дол. США [92]. Графічно детальна хронологія міжнародних консолідаційних процесів за участі провідних біржових груп наведена у додатку Г.

Транскордонні об'єднання бірж викликають підвищену увагу державних органів порівняно з консолідацією компаній у інших сферах діяльності. Як наслідок, деякі потенційні угоди щодо злиття не відбуваються через втручання регуляторів. Так, об'єднання Сінгапурської та Австралійської бірж у 2011 р. не відбулось через побоювання уряду Австралії, що внаслідок угоди національний фінансовий капітал буде перетікати в Сінгапур, статус фінансового сектору впаде, що призведе до скорочення робочих місць та доходів бюджету. Складність та багатофакторність міжнародної біржової консолідації на рівні окремого майданчика яскраво проявляється в кількості невдалих угод щодо злиття за участю групи Лондонської фондової біржі (табл. 1.12).

Варто відмітити, що офіційні органи щодо захисту конкуренції блокують потенційні біржові злиття не через загрозу монополізації лістингу чи організації торгівлі акціями. Так, у 2012 році потенційне злиття Німецької біржі та холдингу NYSE Euronext було заборонено Єврокомісією через можливість виникнення квазі-монополії на ринку біржових фінансових деривативів, базовими активами яких є відсоткові ставки, фондові індекси та акції, окремих компаній. На біржі Eurex та LIFFE, що входять до складу вище вказаних холдингів, припадає майже 90% світової торгівлі біржовими деривативами [94].

Таблиця 1.12

**Хронологія невдалих угод по поглинанню-об'єднанню за участю
Лондонської фондової біржі**

Рік	Ініціатор / контрагент	Причини невдалої реалізації
2000	Німецька біржа	Пропозиція «ворожого» поглинання з боку шведського холдингу OM
2004	Німецька біржа	Незгода акціонерів із запропонованою ціною £1,35 млрд.
2005	Macquarie Bank (Австралія)	Незгода акціонерів із запропонованою ціною £1,60 млрд.
2005	Німецька біржа, Euronext	Незважаючи на врегулювання претензій з боку державних органів по захисту конкуренції на ринку організації торгівлі акціями, сторони не дійшли згоди щодо ціни
2006	Nasdaq	Незгода акціонерів із запропонованою ціною £2,70 млрд.
2011	TMX	Незгода акціонерів із запропонованою ціною £2,3 млрд. на користь конкуруючої оферти від канадських інвесторів Maple Group
2017	Німецька біржа	Блокування угоди панєвропейськими регуляторами по захисту конкуренції через побоювання монополізації клірингу операцій із борговими цінними паперами

Джерело: Складено авторами на основі [93]

Варто відмітити, що офіційні органи щодо захисту конкуренції блокують потенційні біржові злиття не через загрозу монополізації лістингу чи організації торгівлі акціями, послуг, які є «класичними» для традиційних фондових бірж. Так, у 2012 році потенційне злиття Німецької біржі та холдингу NYSE Euronext було заборонено Єврокомісією через можливість виникнення квазі-монополії на ринку біржових фінансових деривативів, базовими активами яких є відсоткові ставки, фондові індекси та акції, окремих компаній. На біржі Eurex та LIFFE, що входять до складу вище вказаних холдингів, припадає майже 90% світової торгівлі біржовими деривативами. Тому зникнення конкуренції між ними через об'єднання створить загрозу збільшення вартості для клієнтів та скорочення інноваційного розвитку [94].

Розвиток інформаційних технологій та лібералізація руху капіталу дали змоги кожній окремій біржі збільшувати власний пул ліквідності без участі в інтеграційних процесах з іншими майданчиками. Використовуючи сучасні телекомунікаційні засоби, біржі здатні розширювати географію своїх торгівельних мереж й в такий спосіб залучати більше учасників то торгів.

Структура сучасної світової фінансової архітектури обумовлює намагання більшості провідних торгівельних платформ охопити власними мережами якомога більшу кількість міжнародних фінансових центрів, оскільки останні являють собою місце концентрації sell- та buy-side компаній. З цією метою біржі організовують так звані «точки допуски» або «присутності» (від англ. – Point of Presence (POP), Point of Access) у дата-центрах, що розташові у відомих фінансових хабах. POP являють собою окрему одиницю комунікаційного устаткування, яке поєднано напрямку через канали зв'язку із головним сервером біржі. В такий спосіб інвестиційні компанії, що знаходяться у фінансовому центрі, отримують найшвидший доступ до ядра торгівельної системи.

З'єднання із біржовою мережею організовується або спеціальним підрозділом біржі, або сторонніми провайдерами. Приклад глобальної мережі, що обслуговується підрозділом Німецької біржі для допуску до торгівельної системи T7 (Xetra), наведено на рис. 1.12. Мережа дозволяє отримувати ринкову інформацію та надсилати замовлення не лише на платформи, що перебувають безпосередньо в управлінні Німецької біржі (Франкфуртська фондова біржа, Xetra, Eurex), а й до майданчиків інших країн – Ірландської, Болгарської, Віденської, Мальтійської, Сінгапурської, біржі Кайманових островів та інших [95].

Географія присутності кожної окремої біржі варіюється в залежності від масштабів її діяльності. Так, швейцарська фондова біржа SIX Swiss має лише одну точку допуску – у сусідньому Франкфурті. Головний австралійський майданчик ASX через свою мережу ASX Net Global забезпечує зв'язок власного дата-центру із фінансовими центрами Сінгапуру, Гонконгу, Чикаго та Лондона.

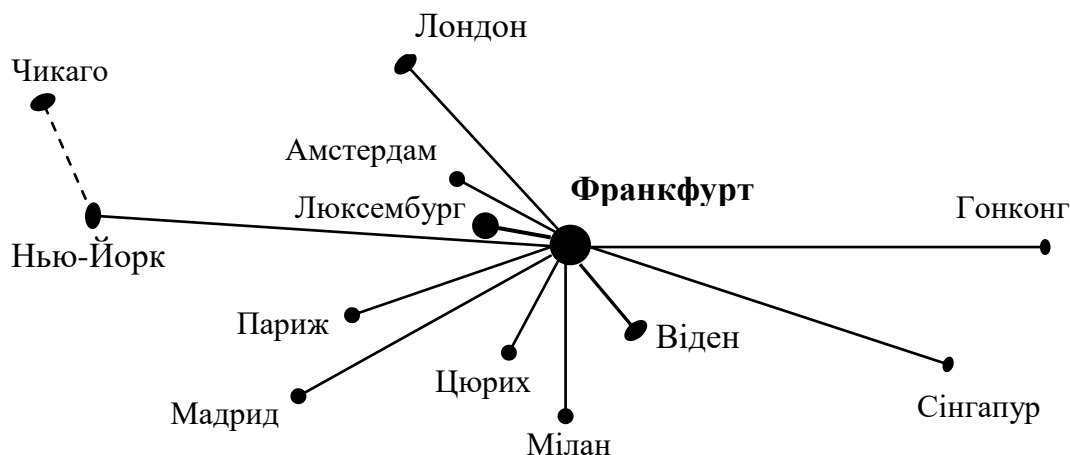


Рис. 1.13. Глобальна мережа Німецької біржі N7

Джерело: [95]

Однак найбільш розгалуженню мережею оперує холдинг Intercontinental Exchange. Підрозділ холдингу ICE Data Services забезпечує різноманітні варіанти доступу учасників ринку не лише на багаточисельні власні майданчики, а й на 150 торговельних платформ різних груп активів, що знаходяться у всіх частинах світу.

Високий рівень технологізації та роботизації операцій із фінансовими інструментами висуває особливі вимоги до біржових мереж, як ліній зв'язку, що поєднують торговельний сервер із трейдерами. Значна частка торгів із фінансовими інструментами, зокрема акціями, на розвинутих ринках відбувається через використання алгоритмічної, зокрема високочастотної торгівлі. Для компаній, що використовують подібні інвестиційні стратегії, на перший план виходить пропускну здатність, надійність, швидкість передачі інформації та час відгуку або затримки (анг. - Latency) каналів зв'язку між торговельним майданчиком та інвестором. Саме використання оптимальної мережі із найменшим часом затримки від подачі ринкової заявки та відгуком з торговельного серверу дає торговцям конкурентні переваги та можливість отримувати прибутки.

Сьогодні найдосконалішим фізичним середовищем для передачі великих потоків інформації (зокрема, фінансово-ринкової) на значні відстані є «оптичне волокно» [96]. Саме оптоволоконні лінії, як вид зв'язку, при якому інформація передається по оптичних діелектричних хвилеводах, користується особливим

попитом серед постачальників та споживачів комунікаційних послуг у всьому світі. Серед переваг подібних ліній у порівнянні із витою парою та коаксіальними кабелями виділяють: довговічність, економність, малий об'єм та вагу, електробезпеку, вищу пропускну здатність та швидкість передачі даних без використання ретрансляторів тощо.

Перший подібний кабель було прокладено консорціумом AT&T, France Télécom та British Telecom у 1988 році. Протягом подальших двох десятиріч подібні лінії зв'язку фінансувались телекомунікаційними компаніями з метою надання загальних комунікаційних послуг: телефонний та факсимільний зв'язок, передача даних через Інтернет. Учасники світового фінансового ринку не були цільовими споживачами цих послуг.

Однак у 2010 році вперше було введено в експлуатацію наземний оптичний кабель з метою використання виключно для електронної торгівлі фінансовими інструментами. Компанія Spread Networks поєднала Чикаго, де знаходиться сервер Чиказької товарної біржі, із Нью-Джерсі, місцем розташування дата-центру Nasdaq. Лінія дозволила зменшити час затримки із 17 до 13 мілісекунд (μs). Першим підводним кабелем, введеним в експлуатацію у 2015 році виключно для учасників фінансового ринку, став Hibernia Express. Лінія з'єднала провідні світові фінансові центри – Лондон та Нью-Йорк [97].

Вказані наземні та підводні мережі перебувають у власності корпорацій, які спеціалізуються на наданні інформаційно-комунікаційних послуг, зокрема, розроблених спеціально під потреби фінансового сектору. Найвідомішими з них сьогодні є Colt, Transaction Network Services, CenturyLink, SIA Group, Options, IPC Systems та інші. Як наслідок, вказані корпорації стають важливими учасниками інфраструктури ринку капіталів. Приклад глобальної оптико-волоконних мережі для операцій з фінансовими активами компанії GTT Communications, Inc наведено у додатку Д.

Таким чином, технологічні інновації в комунікаційній царині слугують суттєвим об'єктивним драйвером у побудові глобальних мереж організованої торгівлі

фінансовими інструментами. Водночас найважливішою суб'єктивною перешкодою в цьому процесу є відсутність конвергенції державного регулювання біржової діяльності. Лібералізація законодавства щодо фінансових ринків в багатьох країнах світу була завершена ще до кінця минулого сторіччя. Окрім цього, регулятивні системи більшості юрисдикцій побудовані за схожими принципами та методологією, розробленої насамперед в США. За останні десятиріччя досягнуто значних успіхів у гармонізації та уніфікації законодавства на ринку цінних паперів завдяки платформам багатостороннього співробітництва, зокрема Міжнародній організації комісій із цінних паперів (IOSCO).

Незважаючи на це, регулюючи владні агенції, як уповноважені органи суверенних урядів, оперують у національному законодавчому полі, що відрізняються власними базовими принципами, правовими звичаями та практикою. В результаті, учасники ринку вимушені враховувати особливості регулятивної політики кожної юрисдикції, де вони планують надавати чи отримувати фінансові послуги, що також відображається на вартості, чи взагалі доступності цих послуг.

Подолати вказані перешкоди та покращити законодавчу конвергенцію покликані угоди так званого «взаємного визнання». В рамках подібних домовленостей регулятори із однієї юрисдикції значно полегшують нагляд за фінансовими установами, що зареєстровані у країнах із «еквівалентним» та «достатньо зіставним» правовим полем. Однак на практиці досягти вказані угоди доволі важко, оскільки це вимагає надто складного завдання оцінки схожості законодавчих норм. Більше того необхідно порівняти повноваження та особливості роботи регулятивного органу двох країн, а також наявні там практики правозастосування.

Як наслідок, серед країн світу, за виключенням системи «єдиного паспорту», що діє в межах ЄС, угоди про взаємне визнання є рідким явищем. Так, США як основоположник законодавства щодо ринку цінних паперів має лише один подібний договір із Австралією [98]. Особливості правового регулювання взаємного допуску учасників фондового ринку США та ЄС наведено в табл. 1.13.

Таблиця 1.13

Регулювання взаємних операцій учасників ринку цінних паперів

США та ЄС

	Клієнт із ЄС	Брокер із ЄС	Біржа з ЄС
Клієнт із США		Лише за певних умов, з ініціативи клієнта, за участю американського брокера та із іноземними ЦП	Прямий доступ для деяких інституційних інвесторів через членство на європейській біржі
Брокер із США	Без дозволу для операцій із кваліфікованими інвесторами		Прямий доступ через членство на біржі від власного або імені клієнта
Біржа із США	Лише через американського брокера та згідно законодавства США	Лише за умови реєстрації брокером у SEC	

Джерело: [99]

Діюче законодавство США забороняє іноземним фондовим біржам розповсюджувати котирування для американських інвесторів на території США, поки самі майданчики не будуть зареєстровані та регульовані Комісією із цінних паперів та бірж (SEC). Тому у випадку бажання або необхідності проведення операцій на іноземних біржах американські інвестори вимушені користуватися послугами іноземних брокерів або через їх закордонні філії, або в США, але за умови, що угода має несистемний характер, та ініційована самими інвестором. В протилежному випадку, іноземний брокер також зобов'язаний зареєструватися у SEC.

В рамках сучасного законодавства ЄС безпосередній вплив на функціонування фондових бірж третіх країн має норма про так зване «зобов'язання торгівлі акціями». Керуючись метою максимізації розкриття ринкової інформації, законодавець зобов'язав європейських інвесторів торгувати акціями, що допущені до торгів в ЄС, лише на організованих майданчиках, що зареєстровані як в межах самого Союзу, так й в третіх країн, якщо останні оцінені «еквівалентними» [101].

Біржа третьої країни вважається еквівалентною регульованому ринку із ЄС, якщо виконуються такі вимоги та процедури. На запит уповноваженого органу країни-члена ЄС та після необхідної оцінки Європейська комісія приймає рішення про еквівалентність. Цей акт визнає, що нормативно-правові та наглядові механізми даної третьої країни забезпечують, що біржі, уповноважені в даній третій країні, дотримуються юридично обов'язкових вимог, які мають еквівалентну дію у відповідності з вимогами норм ЄС, та підлягають постійному ефективному нагляду та правозастосуванню.

При цьому нормативно-правове та регулятивне середовище може вважатися еквівалентним, якщо мають місце такі вимоги:

- майданчики ліцензуються та підлягають нагляду та правозастосуванню на постійній основі;
- майданчики керуються чіткими та прозорими правилами щодо допуску цінних паперів до чесних, регулярних та ефективних торгів;
- емітенти цінних паперів зобов'язані періодично розкривати інформацію, забезпечуючи високий рівень захисту прав інвесторів;
- прозорість та цілісність ринку забезпечується шляхом запобігання ринкових зловживань у вигляді інсайдерських угод і маніпулювання ринком [102].

Станом на кінець 2018р. угоди щодо еквівалентності було прийнято Єврокомісією лише по відношенню до торгівельних майданчиків із США, Австралії, Гонконгу та Швейцарії[103]. Це означає, що акції із біржових реєстрів решти країн світу, у випадку подвійного лістингу із біржами ЄС, є недоступними для регулярних операцій європейських інвесторів.

Висновки до розділу 1

Світова фінансова криза 2007-2008 років змінила темпи та напрями руху фінансової глобалізації. Регулятивна відповідь на посткризові виклики змістила епіцентр активності із банків у бік інших учасників фінансового ринку. На фоні

скорочення міжбанківського кредитування відбувається зростання масштабів світового ринку капіталу.

Так, обсяг боргових цінних паперів емітованих урядами та нефінансовими корпораціями за останні десять років збільшився більш ніж у два рази. Разом із цим, якщо відсоток загальної вартості світових активів, що належить банкам, впав з 47 до 41%, то частка інвестиційних фондів зросла з 25 до 29% й склала 100 трлн. дол. США. Домінантне становище у структурі активів інститутів колективного інвестування традиційно займають інструменти ринку цінних паперів.

Динамічно зростає частка так званого «пасивного» інвестування. Активи індексних фондів за десять років збільшилися більш ніж у два рази, до майже 20 трлн. дол. США. Критично важливим для ефективного функціонування подібних інвестиційних стратегій є цінова інформація, що використовується керуючими при розрахунках значень індексів, які покладені в основу того чи того фонду. Це в свою чергу відчутно підсилює роль бірж, як організованих ринків, особливо їх ціноутворюючу та інформаційну функції. З іншого боку значення біржових майданчиків підвищується прагненням офіційних регуляторів збільшити відкритість та прозорість операцій учасників ринку капіталу.

Посилення міжнародної мобільності фіктивного капіталу веде до загострення конкуренції між фондовими майданчиками різних світових фінансових центрів за ліквідність та інвесторів. Реакцією на подібний виклик стала динамічна інтернаціоналізація фондових бірж, яка полягає в їхній опосередкованій або безпосередній експансії на ринки інших країн та окремих регіонів, шляхом залучення іноземних емітентів та трейдерів.

Однак, за останні два десятиріччя кількість іноземних компаній у лістингу на біржах світу скоротилась на 15%, насамперед через скорочення закордонних емітентів у біржових реєстрах європейських майданчиків. NYSE, Nasdaq та LSE залишаються лідерами за кількістю закордонного лістингу. Яскраво вираженою тенденцією є збільшення іноземних акцій на нових сформованих ринках – Сінгапурська, Гонконгська біржи та біржа Йоганнесбургу.

До п'ятірки країн із найбільшою кількістю компаній, чиї акції перебувають в обігу на закордонних майданчиках у 2018 році відносились: КНР, Канада, США, Об'єднане Королівство, Ізраїль. Основними майданчиками для українського бізнесу є різні сегменти Лондонської та Польської фондових бірж.

Найбільшим рівнем ліквідності іноземних ЦП відмічаються біржі: NYSE, Nasdaq та LSE. Хоча остання поступилась статусом найбільш інтернаціонального вторинного ринку новому, дійсно панєвропейському майданчику – Cboe Europe Equities (до 2017 року BATS Chi-X Europe).

Традиційний інструмент залучення капіталу на міжнародному ринку цінних паперів – спонсоровані депозитарні розписки, втрачає популярність. Скорочується як кількість випусків, так й обсяги коштів, що залучаються. Водночас вторинний ринок демонструє високі об'єми операцій.

Для аналізу міжнародної біржової діяльності запроваджено індекс інтернаціоналізації фондової біржі, як середнє арифметичне трьох параметрів: частка іноземних компаній в лістингу, частка торгівлі іноземними акціями в загальному обсязі торгів, відсоток іноземних членів (учасників) біржі в їх загальній кількості (або за відсутності відповідної інформації – в обсязі торгів на біржі). Найвище значення показника поруч із «офшорною» Люксембурзької біржею мають майданчики із Осло та Йоганнесбурга.

«Ефект ліквідності» спонукає біржі до перманентного розширення своїх торгівельних мереж, в тому числі й за межі національних кордонів. На міжнародному рівні мережевізація проявляється у вигляді біржової інтеграції, або побудові іноземних точок присутності за допомогою сучасних комунікаційних технологій.

В спектрі різноманітних інтеграційних процесів бірж в залежності від рівня зближення майданчиків можна виділити такі форми: формальне, технічне, торгівельне співробітництво та повне злиття. Серед бірж з країн, що розвиваються, стають популярними форми торгівельного співробітництва, метою яких є побудова регіональних фондових ринків. Найбільш успішним серед них є Stock Connect, що

поєднує біржі материкового Китаю із Гонконгом, та має загальний річний оборот більше одного трлн дол. США. Міжнародна інтеграція біржових операторів із сформованих ринків відбувається у формі злиттів та поглинань, наймасштабніші з яких мали місце у передкризовий період до 2008 року.

Рівень розвитку сучасних інформаційних технологій уможливив діяльність торгівельної платформи в будь-якій частині світу та скоротив час взаємодії торгівців із біржовими платформами до фізичних меж. Водночас оптичні лінії зв'язку, які поєднують між собою світові фінансові центри, перебувають у володінні спеціалізованих інформаційно-комунікаційних корпорацій, що стають важливими суб'єктами інфраструктури сучасного ринку капіталу. На заваді розбудові глобальних біржових мереж стає відсутність повної конвергенції державного регулювання діяльності торгівельних майданчиків в різних юрисдикціях.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора: [18; 30; 43; 68; 82]

РОЗДІЛ 2

ГЛОБАЛЬНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ БІРЖОВОГО ФОНДОВОГО РИНКУ

2.1. Інституційна модифікація фондових бірж

Фінансова глобалізація ставить перед біржами нові виклики, однак й створює нові можливості. Інтенсифікація конкуренції за фінансові потоки примушує керівників торгівельних майданчиків по новому переглядати стратегії розвитку. Сьогодні першочерговим для бірж стає отримання достатньої кількості грошових надходжень для збереження своєї долі на ринку, а не задоволення за будь-яку ціну потреб членів біржі, як це було раніше. Саме тому особливого значення набувають питання діяльності біржових майданчиків в рамках парадигми прибуткового бізнесу.

Одним з головних наслідків інтернаціоналізації діяльності фондових майданчиків наприкінці XX ст. стали процеси комерціалізації та корпоратизації бірж, перетворення їх на акціонерні компанії, шляхом продажу своїх акцій з метою залучення інвестицій для розвитку (англійською мовою цей процес отримав назву «demutualization»). Перехід бірж із загальної власності у приватну ставить за мету поділ між правом власності на біржові активи та правом бути членом (учасником) біржі. З одного боку, посередники – члени біржі, зацікавлені в першу чергу у максимізації власних прибутків від торгових операцій. З іншого це ставить під сумнів ефективність біржових послуг для інших учасників торгівлі фондовими інструментами: емітентів та інвесторів. Таким чином корпоратизація дозволяє зменшити вплив біржових посередників на формування довгострокової стратегії розвитку біржі, шляхом виділу трьох груп суб'єктів: менеджмент біржі, її акціонерів та учасниками торгівлі.

Окрім цього корпоратизація:

- розширює можливості біржі у залученні додаткового капіталу;

- полегшує процеси злиття бірж між собою та з іншими суб'єктами інфраструктури фондового ринку;

- дозволяє оптимізувати структуру доходів й витрат біржі.

Вперше процес корпоратизації було проведено на Стокгольмській фондовій біржі у 1993 році. На сьогодні неприбутковий статус мають в переважній більшості біржі країн з фондовими ринками, що формуються, Близького Сходу та Південної Азії.

Протягом останніх десятиріч діяльність бірж, як підприємств орієнтованих на максимізацію прибутків, характеризувалась такими глобальними тенденціями:

- консолідація;
- універсализація;
- цифровізація.

Розглянемо більш детально особливості розвитку біржового бізнесу в умовах вказаних трендів (особливості цифровізації біржової діяльності будуть проаналізовані у главі 2.3).

Стрімкий розвиток телекомунікаційних та комп'ютерних систем, з одного боку, та правова лібералізація фінансових ринків задля посилення їхньої привабливості, з іншого, викликали появу нових альтернативних традиційним біржам торговельних платформ. Завдяки своїй гнучкості, мобільності та доступності для інвесторів, ці системи за досить короткий проміжок часу «перетягнули» до себе значну частку ліквідності традиційних бірж. Відповіддю останніх стали інтенсивні процеси злиття та поглинання як між собою, так з новоствореними конкурентами. Консолідація торговельних майданчиків, формування на її основі глобальних біржових альянсів стала однією з домінуючих тенденцій світової біржової індустрії останніх десятиліть. У період з 2000 по 2017 роки в світі відбулось більше 50 угод, де об'єктом консолідації були різноманітні біржи (дані за 2000-2014 роки – [104], за 2014-2017 роки – власні спостереження).

Як вища форма біржової інтеграції, консолідація окрім збільшення ліквідності, обумовлена іншими чинниками. Злиття відбувається, якщо передбачається

позитивна синергія від збільшення доходів (розширення ринку), зменшення витрат на утримання біржової інфраструктури та осучаснення торгівельних систем (економія на масштабі). Це, в свою чергу, дозволяє субсидувати адміністративні, арбітражні та наглядові послуги, які є не прибутковими, однак важливими для традиційних бірж. Причинно-наслідковий зв'язок консолідаційних процесів представлений в табл. 2.1.

Таблиця 2.1

Стимули та форми реалізації консолідації фондових бірж світу

Стимули	Форми реалізації	Приклад
Зростання доходів від торгівельних операцій через збільшення кількості угод, що укладаються	- Об'єднання торгівельних майданчиків як на національному, так й міжнародному рівнях - Укладання угод про взаємний доступ членів різних бірж до власних систем	- NYSE Euronext - Торонтська біржа - Австралійська біржа - LSE - OMX
Диверсифікація джерел доходів	- Об'єднання з установами до- та післяпродажного обслуговування шляхом створення вертикально-інтегрованих компаній - Інтеграція з біржами похідних інструментів як фінансових, так й товарних	- Холдинг Іспанських бірж (Bolsas y Mercados Españoles) - B3 - Німецька біржа - Сінгапурська біржа - HKEX - Холдинг Японської біржи - Корейська біржа
Збільшення доходів від розширення біржового реєстру (лістингу)	- Об'єднання торгівельних майданчиків як на національному, так й міжнародному рівнях - Просування практики крос-лістингу	- Поглинання групою NYSE Euronext Американської фондової біржі (AMEX) до лістингу якої входить близько 500 компаній невеликої капіталізації
Зменшення витрат на розробку нових інформаційно-торгівельних технологій	- Придбання операторів, що володіють інноваційними торгівельними системами	- Поглинання OMX з боку NASDAQ - Поглинання позабіржової системи Turquoise з боку LSEG

Джерело: розроблено автором

Також поглинання дозволяють біржам розширювати спектр фінансових послуг та продуктів, що пропонуються, не витрачаючи додаткові кошти та час на їх

розробку та маркетинг. Це є досить важливим з огляду на постійне скорочення традиційних джерел доходів біржи від лістингу та інших біржових зборів.

Одним з перших яскравих прикладів досягнення позитивного синергічного ефекту від міжнародної консолідації є біржа Euronext. Запровадивши єдину торговельну платформу для чотирьох майданчиків, керівництво холдингу ліквідувало дублювання ІТ-витрат та оптимізувало витрати на персонал. Як наслідок, прямі витрати учасників торгів на Паризькому та Амстердамському майданчиках скоротилися на 15% та 31% відповідно [105].

Аналіз наслідків об'єднання біржових майданчиків, проведений М.Малколамакі, показав, що ефект «масштабу» чітко простежується у випадку об'єднання великих організованих ринків. При цьому, це справедливо стосовно саме торговельної діяльності, тоді як зростання доходів від лістингу прямо не пов'язано з інтеграційними процесами [106].

Як вже відмічалось, опосередкованим фактором, який спростив юридично-процесуальні аспекти консолідації бірж в сучасних умовах, стали процеси корпоратизації та комерціалізації. Статус публічних акціонерних компаній та вільний обіг власних акцій на відкритому ринку не тільки полегшили залучення інвестицій в біржову інфраструктуру, але й стимулювали інтеграцію біржових операторів у всьому світі.

Загалом ми можемо виділити такі сучасні моделі консолідації інфраструктури біржового ринку:

- внутрішня консолідація на національному рівні;
- створення міжнародних біржових союзів та альянсів;
- формування міжнародних універсальних біржових структур;
- створення вертикально-інтегрованих біржових холдингів.

Проаналізуємо консолідаційні процеси на прикладі найбільшого біржового ринку в світу – Північно-Американського.

За обсягами фондового ринку та його організованого сегменту зокрема, беззаперечним лідером американського регіону, як й усього світу, є США.

Величезний масштаб національної економіки та традиційна орієнтація господарюючих суб'єктів цієї країни на ринкову, а не банківську модель фінансування, утримують ринок цінних паперів США далеко по переду решти країн світу. Починаючи з 2006 року, у зв'язку з формуванням та посиленням ролі електронних торговельних систем, структура ринку біржових послуг США зазнала кардинальних змін, перетворившись із дуополістичної (з домінуванням NYSE та NASDAQ), на висококонку rentну.

Цьому суттєво сприяли радикальні законодавчі новації. У 2005р. SEC було ініційовано, а у 2007р. остаточно впроваджено пакет нормативних актів під загальною назвою Regulation NMS, які являють собою зміни до Закону «Про біржі» від 1934р. Метою їх впровадження є модернізація і посилення якості системи національного ринку акцій. Головна ідея, покладена в основу нових правил, полягає в досягненні чесного й ефективного ціноутворення на ринках через посилення конкуренції між окремими майданчиками та окремими замовленнями інвесторів. Так, згідно правила захисту замовлень кожний торговельний центр зобов'язаний забезпечити виконання ордерів за ціною не гіршою, ніж «захищені» котирування інших торговельних центрів. «Захищеним» вважається замовлення з найкращою ціною щодо конкретного цінного паперу серед усіх майданчиків, до якого забезпечено миттєвий доступ і яке може бути виконано автоматично. Повною мірою даним вимогам відповідали вже активно діючі на той час комп'ютеризовані торговельні мережі [107].

В результаті вже у 2005р. частка NYSE в загальному обсязі торгівлі акціями власного лістингу скоротилась до 73,3% вперше за 29 років [108]. Лівову частку ринку «перебрали» на себе електронні комунікаційні системи Archipelago та Instinet.

З метою забезпечення себе від подальшої втрати ринку двома найбільшими біржами США було прийнято рішення про придбання вищезазначених електронних майданчиків. Так, NYSE, після майже 212-річного існування у формі закритого взаємного товариства, пройшла корпоратизацію та придбала Archipelago Exchange,

утворивши при цьому холдингову групу NYSE Group, а NASDAQ поглинула Instinet з метою імплементації її комп'ютеризованої торгової системи INET.

Проте гіперстрімкий розвиток ІТ-технологій у фінансовій сфері значно пришвидшив входження на ринок нових учасників. Найбільш конкурентоспроможними з них виявились BATS Trading та Direct Edge ECN.

Висока конкурентоспроможність нових електронних майданчиків базується на таких факторах:

1) Використання сучасних телекомунікаційних та комп'ютерних технологій, що не вимагає великих коштів на утримання майданчиків та фізичної присутності на них трейдерів, на відміну від NYSE. Основними клієнтами нових систем стали трейдери, що спеціалізуються на алгоритмічній, високошвидкісній торгівлі.

2) Наявність в складі засновників великих брокерських та інвестиційних компаній. Велика клієнтська база та розміри власних портфелів забезпечують наповнення системи початковою ліквідністю, що приваблює нових трейдерів. Так, власниками холдингу, який оперує системою BATS Trading, були Bank of America, Citigroup, Credit Suisse Group AG, Deutsche Bank AG, Getco LLC, JPMorgan Chase & Co., The Estate of Lehman Brothers Holdings Inc., Lime Brokerage LLC, Morgan Stanley, Tradebot Systems Inc. and Wedbush Morgan Securities. Система Direct Edge була спочатку заснована великою брокерською компанією Knight Capital Group. Станом на початок 2011р. власниками холдингу Direct Edge були: International Securities Exchange - 31,5%%, Citadel Investment Group, Goldman Sachs, Knight Capital - по 19,9%, консорціум в складі JP Morgan Chase & Co, Deutsche Bank AG, Bank of America Corp., Nomura Holdings та Sun Trading - 8,8%.

3) Агресивна цінова стратегія. Електронні системи першими запровадили практику відшкодування витрат трейдерам, що розміщують замовлення на біржі, тобто «приносять» ліквідність, та стягнення плати з тих, чиї замовлення надходять на ринок пізніше. При цьому, надсилання замовлення на майданчик та його коригування до моменту виконання безкоштовні.

На початку діяльності BATS Trading та Direct Edge мали юридичний статут електронних комунікаційних мереж, які є різновидами альтернативних систем торгівлі. До речі аббревіатура BATS походить від англ. «Better Alternative Trading System» - краща альтернативна система торгівлі. Після розширення власної частки ринку BATS Trading та Direct Edge подали до SEC заявки на отримання ліцензії й статусу зареєстрованих національних фондових бірж. BATS Trading отримало ліцензію біржі в 2008 р. та почала оперувати під назвою BATS Exchange. Холдинг Direct Edge отримав дві ліцензії для майданчиків: EDGA Exchange та EDGX Exchange у 2010 році.

Враховуючи спільних акціонерів та схожі бізнес-моделі, дві нові біржи об'єднались у 2014 році, утворивши одного з найбільших операторів з організації торгівлі акціями під назвою BATS Global Markets. У 2017р. останній був поглинений холдингом Cboe.

Станом на грудень 2017 р. в США було зареєстровано 20 «національних фондових бірж» (від англ. – National Securities Exchange). Сім з них спеціалізуються на торгівлі виключно похідними цінними паперами (опціонами), а тринадцять - на торгівлі й акціями, й опціонами. Останні, за винятком майданчика Investors Exchange, входять до складу трьох біржових холдингів, їх частка на ринку торгівлі акціями та структура, наведені в табл. 2.2.

Біржові холдинги намагаються отримати декілька ліцензій на провадження біржової діяльності для більшої гнучкості у задоволенні потреб широкого кола потенційних трейдерів з різноманітними стратегіями. Насамперед, це досягається впровадженням диференційованих тарифних планів. Сьогодні трейдери можуть обрати або майданчик з невеликими тарифами та високим рівнем ймовірності виконання замовлень, або вибрати більш високі відшкодування за поповнення ліквідності в обмін на нижчу ймовірність виконання замовлень [110].

Таблиця 2.2

Провідні біржові холдинги на ринку акцій США

(середньодобові обороти у жовтні 2017 р., млрд. дол. США; частка серед біржових операцій)

Intercontinental Exchange, Inc.	Nasdaq, Inc	Cboe Global Markets, Inc.
- New York Stock Exchange LLC - NYSE Arca, Inc. - NYSE MKT LLC - NYSE National, Inc.	- NASDAQ Stock Market LLC - NASDAQ PHLX LLC. - NASDAQ BX, Inc.	- Cboe BYX Exchange, Inc. - Cboe BZX Exchange, Inc. - Cboe EDGA Exchange, Inc. - Cboe EDGX Exchange, Inc.
58,6 (34,73%)	53,9 (31,95%)	47,1 (27,95%)

Джерело: [109]

Очевидним позитивним результатом конкурентної боротьби між організаторами торгівлі стало радикальне зменшення вартості їх послуг. Якщо у 1970 р. комісія за купівлю акцій інституційними інвесторами на NYSE була на рівні 0,262 дол. США за акцію при купівлі 500 акцій, у 2001 р. вона становила вже – 0,05 дол. США, а на початок 2011 р. впала до рівня 0,0021 дол. США за акцію [111; 112].

Водночас, коли провідні американські біржи консолідуються в холдинги, торгівельні платформи, що перебувають в їх управлінні, залишаються відокремленими. Більше того, новостворені фондові біржі також намагаються оперувати декількома майданчиками. Ситуація ще більше ускладнюється тим, що на ринку діє велика кількість інших альтернативних систем для торгівлі акціями. Так, станом на листопад 2017 р. в США було зареєстровано 85 подібних майданчиків [113].

Як наслідок, подолавши диференційованість торговельних центрів та закритість торговельної інформації, запровадивши передові технології торгівлі, американський фондовий ринок стикнувся з фрагментацією нового рівня. Перед інвесторами постає проблема вибору: з якими торгівельними системами працювати; з якими системами працювати безпосередньо, а я з якими через брокерів; послугами яких систем взагалі не користуватися. Тобто, у інвестора виникає проблема

навігації в середовищі численних бірж і платформ, що вимагає досить глибокого аналізу, а відповідно й капіталовкладень.

На другому за рівнем розвитку ринку акцій Північної Америки – канадському – консолідаційні процеси серед традиційних фондових бірж завершилися у 2001р., коли біржова група TSX придбала Канадську біржу венчурного капіталу (Canadian Venture Exchange), перейменувавши її на Біржу TSX Venture. З 2008 року після об'єднання із найбільшою біржою похідних фінансових інструментів Канади – Монреальською біржою, холдинг має назву TMX. Остання також була створена у 1999 р. шляхом об'єднання фондових бірж Ванкувера, Альберти, Вінніпега та майданчику акцій Монреальської біржі.

До початку 2007р. канадський ринок акцій характеризувався домінантним становищем групи TMX. На контрольовані холдингом - Фондову біржу Торонто та біржу TSX Venture припадало 99,70% вартості всіх угод з акціями укладених на майданчиках країни.

Однак, як й у випадку із ринком США, вихід на ринок нових альтернативних торговельних систем докорінно змінили кон'юнктуру біржової торгівлі. На початок 2018 р. організацію торгівлі акціями в Канаді провадили 14 платформ. Загальна частка майданчиків групи TMX опустилась до 60%. Головними конкурентами останнього стали три альтернативних торговельних системи Nasdaq CXC Limited та біржа Aequitas NEO Exchange [114].

Одним із основних напрямів збільшення прибутку для бірж є організація торгівлі якомога ширшим колом інвестиційних інструментів, що віддзеркалюється в іншому глобальному тренді біржового бізнесу – універсалізації. Комп'ютеризована торгівля та сучасні інформаційні технології з одного боку сприяють уніфікації торговельних операцій, з іншого суттєво полегшують торгівлю новими фінансовими продуктами. Подібні тенденції перетворюють біржі різних груп активів в універсальні торговельні системи.

Поняття універсализації відносно фондових бірж можна розглядати у двох вимірах. У широкому розумінні воно означає поступове зникнення відмінностей між торгівельними майданчиками різних груп активів. У вузькому значенні універсализація проявляється через розширення фінансових інструментів, що пропонуються фондовими біржами для учасників торгів

До кінця XIX ст. характер цінних паперів, що знаходилися в обігу на фондових біржах, поступово змінюється. Якщо спочатку об'єктами біржових угод були практично будь-які види цінних паперів, зокрема, векселі, акції, облігації, то з розвитком банківської діяльності функції обслуговування короткострокового кредиту переходять до банків, що здійснюють операції з векселями і власне банківські операції своїх клієнтів. На біржах короткостроковий кредит відіграє дещо скромну роль і обмежується ломбардною операцією, призначеною для кредитування спекулятивних строкових угод [35].

З часів індустріальної революції та стрімкого розвитку акціонерного капіталу головним об'єктом торгів на фондових біржах стали акції. Обсяги операцій саме цим видом первинних цінних паперів з другої половини XIX сторіччя були домінуючими. Особливо у країнах із ринковою моделлю фінансування, що зробило фондові біржі одними із найвпливовіших інститутів національних економік цих держав.

Розглянемо, яку роль та місце займають інші, відмінні від акцій, фінансові інструменти в системі сучасних бірж. Щодо інших традиційних інструментів фондування – облігацій, то їх місце як об'єкта біржової торгівлі зазнавало постійних змін. Останні роки позначились кардинальними зрушеннями у організаційній структурі вторинного ринку облігацій. Трансформаційних змін зазнає усталена десятиріччями модель взаємовідносин між покупцями та продавцями боргових цінних паперів [115].

Традиційно облігації перебували в обігу на позабіржовому неорганізованому децентралізованому ринку, де головну роль відігравали дилери, представлені

великими банківськими установами. Останні тримали великі облігаційні портфелі та періодично виставляли котирування для потенційних контрагентів.

Подібна ринкова модель утворилась еволюційно, по мірі становлення та укрупнення інституційних інвесторів, які стали основними власниками боргових цінних паперів у розвинутих країнах. В ретроспективі подібний розвиток особливо яскраво простежується на прикладі американського ринку корпоративних облігацій. До початку 50-х років минуло сторіччя на Нью-Йоркській фондовій біржі, існувала доволі активна секція торгівлі облігаціями підприємств. Однак фіксовані комісійні для брокерів та спеціалістів майданчику, а також підвищена відкритість біржової торгівлі все більше не влаштовували інституційних інвесторів. Останні, як учасники ринку, на яких припадала найбільша частка загального обсягу угод, вивели ліквідність на позабіржовий сегмент, де змогли торгуватися із дилерами за ціну та уникати вимог розкриття інформації. В наслідок цього, біржовий сегмент облігаційної торгівлі в США почав відігравати другорядну роль у порівнянні із децентралізованим ринком [116].

Водночас в Європі біржова торгівля облігаціями є доволі розвинутою. За період із 2005 по 2015 роки обсяг угод із облігаціями на фондових біржах світу зріс на 63% (табл. 2.3). Лідером за цим показником серед організованих майданчиків є холдинг Іспанських бірж, де головним борговим інструментом є державні боргові папери. При цьому більшість угод укладається без використання електронної системи торгівлі, а шляхом переговорів між трейдерами. На відміну від іспанського майданчика, лівова частка торгівельного обороту біржі NASDAQ OMX Nordic припадає на приватних емітентів, із скандинавських та балтійських країн.

Беззаперечним лідером за торгівлею іноземними облігаціями залишається швейцарський біржовий оператор SIX Swiss, де за результатами 2017 року із загального обсягу угод в 158 млрд. дол. США половина припадала на облігації іноземних емітентів. Що ще раз підкреслює статус Швейцарії як одного із світових фінансових центрів.

Таблиця 2.3

Показники біржового сегменту світового ринку боргових цінних паперів

2005			2015	
Показник	Біржі лідери	№	Біржі лідери	Показник
Кількість облігацій у лістингу				
26 782	Люксембурзька ФБ	1	Ірландська ФБ	27 133
10 848	Німецька біржа	2	Люксембурзька ФБ	25 674
9 745	Ірландська ФБ	3	Корейська біржа	12 364
8 420	Корейська біржа	4	Біржа NASDAQ OMX Nordic	8 079
4 318	Біржа NASDAQ OMX Nordic	5	Національна ФБ Індії	7 282
79 953	Всього по світу		Всього по світу	119 789
Загальний обсяг торгівлі облігаціями, млн. дол. США				
4 090 051,13	Іспанська біржа BME	1	Іспанська біржа BME	7 257 507,18
3 089 003,6	Біржа NASDAQ OMX Nordic	2	Біржа NASDAQ OMX Nordic	1 785 423,58
514 392,92	Стамбульська біржа	3	ФБ Йоганнесбургу	1 766 204,94
462 767,19	Колумбійська ФБ	4	Корейська біржа	1 582 408,60
382 801,74	Німецька біржа	5	Біржа Осло	696 847,14
9 534 700,19	Всього по світу		Всього по світу	15 534 929,15
Кількість угод із облігаціями, тисяч				
5 590,16	Італійська біржа	1	Шанхайська ФБ	9 047,91
2 864,56	Німецька біржа	2	ФБ Тель-Авіву	8 854,39
2 148,74	Шанхайська ФБ	3	Корейська біржа	7 922,98
1 920,38	Стамбульська біржа	4	Мексиканська ФБ	2 393,00
1 007,41	Біржа Euronext	5	Шеньчженська ФБ	1 255,20
18 149,6	Всього по світу		Всього по світу	37 477,16

Джерело: складено автором за даними СФБ

Деякі країни, як розвинуті так й ті, що розвиваються, запроваджують біржові секції для торгів облігаціями в рамках спеціальних програм розвитку національних ринків капіталу. Наприклад, австралійський уряд емітує спеціальні біржові облігації із таких причин:

- з метою розвитку глибокого та ліквідного ринку облігацій та просування Австралії як лідируючого регіонального фінансового хаба;

- зменшення залежності від закордонного фінансування шляхом мобілізації внутрішніх ресурсів для інвестування в інфраструктурні проекти;
- забезпечення індивідуальних інвесторів через еталоні державні біржові облігації ринковою інформацією щодо можливих цін на інші інструменти;
- заохочення роздрібних інвесторів для вкладання в облігації з метою розширення їх інвестиційного портфеля та зменшення ризику коливань цін на акції чи нерухомість.

Однак, на сьогодні переважна більшість ринків боргових інструментів залишається позабіржовими. У випадку державних облігацій, це не несе в собі великих ризиків, оскільки операції більш стандартизовані та сконцентровані на дилерських платформах. Найвідомішою із останніх є група майданчиків MTS (Mercato Telematico dei Titolidi Stato) – найбільша міждилерська електронна система для торгівлі урядовими паперами країн зони євро, що об'єднує трейдерів із багатьох країн, посилюючи таким чином національні ринки суверенних бондів.

Ситуація на вторинному ринку корпоративних облігацій є більш загрозливою. За останні роки як індивідуальні так й інституційні інвестори стикнулися із проблемою відчутного зменшенню ліквідності. Чому сприяло декілька факторів.

По-перше, як вже зазначалося, реформи фінансових ринків у розвинутих країнах, радикально підвищили вимоги до банків щодо ліквідності та достатності капіталу, та прямо обмежили діяльність банківських установ за власні кошти на ринку цінних паперів (правило Волкера, Базель III тощо). Як наслідок, банки в декілька разів скоротили свої портфелі боргових цінних паперів, а від так й дилерську діяльність на ринку. Таким чином, наявна двостороння модель торгівлі облігаціями в рамках міждилерських систем, або систем дилер-клієнт, опинилась під загрозою. Неможливість швидко знайти контрагента для угоди перенесла ризик із дилерів до інвесторів.

По-друге, згідно Директиви ЄС про ринки фінансових інструментів 2014/65/ЄС учасники ринку зобов'язанні виконувати замовлення клієнтів найкращим чином та забезпечити достатній рівень розкриття торгівельної інформації, що суперечить

наявній практиці двосторонніх угод із мінімальним рівнем перед-торгівельної інформації.

По-третє, падіння відсоткових ставок у світі, та гіперактивність емітентів на первинному ринку, радикально збільшили кількість наявних боргових інструментів. Окрім цього, сучасні корпоративні облігаційні продукти не характеризуються високим рівнем стандартизації, що ще більше фрагментує й без того децентралізований ринок. Так, на європейському ринку торгуються 9000 випусків пайових, та аж 300 000 випусків боргових цінних, при цьому перші в середньому обертаються 400 разів на день, а останні – 1,5 рази [117].

Поряд із цим, все більша частка угод на ринку облігацій виконується комп'ютеризовано. В результаті на рику виникає велика кількість торговельних платформ, що поєднують в собі риси багатосторонніх міждилерських систем, систем клієнт-дилер, та так званих систем «всі для всіх». Остання являє собою систему торгівлі, яка робить можливою прямі комунікації між максимальною кількістю як інвесторів, так й дилерів. Деякі із цих майданчиків розробляються спеціалізованими провайдерами, наприклад Bloomberg, Tradeweb, MarketAxess, деякі впроваджуються комерційними банками (UBS BondPort), однак найбільшу активність проявляють фондові біржі (Bondvision LSE, SIX Corporate bond, EuronextBondMatch, Mot та інші).

Більшість конкурентних переваг у боротьбі за концентрацію облігаційної ліквідності мають саме біржі. Оскільки вони за визначенням є централізованими ринками, що накопичили багаторічний досвід побудови та організації торговельних механізмів диференційованого рівня відкритості. Можна припустити, що при будь-якому варіанті розвитку подій, майбутні провідні майданчики, щодо організації торгівлі облігаціями, увійдуть до складу міжнародних біржових холдингів.

На переважній більшості торгових майданчиків світу в біржові списки включені так звані гібридні фінансові інструменти, які поєднують риси пайових та боргових цінних паперів. Насамперед, мова йде про привілейовані акції та конвертовані облігації. Однак обсяги операцій подібними інструментами незначні,

що пояснюється різноманітністю їх властивостей навіть в межах одного випуску. Як наслідок, ринок подібних інструментів характеризується дуже низькою ліквідністю й великими спредами між ціною продажу та купівлі, що значно зменшує їх привабливість для більшості інвесторів.

На відміну від гібридних, група структурних цінних паперів, відзначається активним ринком та значними обсягами угод. Так звані «біржові продукти» (від англ. Exchange Traded Products, ETP) являють собою різнорідний клас фінансових інструментів, що вільно обертаються на фондових біржах, за цінами які реплікують кошик цінних паперів або товарів.

ETP можуть існувати у вигляді інвестиційних сертифікатів або боргових нот. Перші, засвідчують пайову участь інвестора у відкритому трасті. Ноти засвідчують боргове зобов'язання емітента, переважно великого банку, про повернення основної суми із дохідністю, що демонструє заздалегідь визначений ринковий індикатор.

Вперше ETP з'явилися в середині 90-х років минулого сторіччя, у формі біржових фондів (від англ. Exchange Traded Funds, ETF). О. М. Сохацька дає таке наближене до існуючого українського законодавства визначення ETF – інвестиційний сертифікат, який розміщується інвестиційним фондом на біржі, склад якого формується з акцій певного індексу, товару чи корзини активів [118].

До початку сторіччя всі ETF базувались виключно на інших цінних паперах та фондових індексах. Однак у 2003 році інвесторам було запропоновано структурний біржовий інструмент, в основі якого була вартість товару, а не цінного паперу.

Базовим активом першого біржового товарного фонду (від англ. Exchange Traded Commodity, ETC) було золото. Це пояснюється тим, що золото традиційно вважалось інструментом диверсифікації інвестиційного портфелю. З іншого боку стандартизованими золотими злитками легше оперувати як складовою активів біржового фонду.

На початку 2016р. загальна сума активів у складі ETC в світі становила 87,7 млрд. дол. США. Дорогоцінні метали й сьогодні залишаються домінуючою групою

ЕТС. Водночас вартість енергетичних та сільськогосподарських товарних фондів також зростає.

Емітентами, або провайдерами найбільших товарних фондів є провідні компанії із управління активами: State Street Global Advisors, BlackRock та інші. Для цих компаній бізнес із створення та управління ЕТС є доповненням до більш масштабного напрямку із формування класичних біржових фондів.

В США провідною біржею для лістингу паїв ЕТС є альтернативний майданчик Нью-йоркської фондової біржі – NYSE Arca. Водночас папери найбільшого в світі товарного фонду SPDR Gold Trust також перебувають в обігу на Сінгапурській, Токійській, Гонконгській та Мексиканській фондових біржах. Паї фондів провідного європейського провайдера ETF Securities також проходять лістинг на декількох біржах: Лондонській, Італійській, Німецькій.

Незважаючи на відносно малий розмір, у порівнянні з усім ринком структурних фондових інструментів, поява ЕТС мала суттєвий вплив на всю біржову індустрію. Біржові фонди стали однією з ланок, яка зблизила товарні та фондові біржі. Учасники останніх отримали доступ до товарних ринків, оперуючи у звичному для них середовищі. Особливо це було важливим для інституційних інвесторів, насамперед пенсійних фондів, яким за законодавством багатьох країн заборонено напряму вкладати кошти в реальний біржовий товар, або товарні деривативи.

Іншим активом, який стирає відмінності між фондовими та товарними біржами є похідні фінансові інструменти. Сьогодні деривативам належить одне з найвагоміших місць в переліку інвестиційних продуктів фондових майданчиків світу. Щодо товарних бірж, перехід від оптової торгівлі сільськогосподарською продукцією з реальною поставкою до операцій зі строковими похідними контрактами там розпочався більше ста років назад.

На думку Солодкого М.О., саме виникнення строкових форм біржової діяльності сприяло поділу товарних ринків на біржовий (організований), на якому переважало укладання контрактів на строк – деривативів, та позабіржовий (неорганізований) ринок реальної продукції. Але цей поділ лише посилив

функціональний зв'язок між двома сегментами і сприяв подальшому розвитку біржового ринку як надбудови над спотовим ринком, забезпечуючи його прогнозованість та стабільність [119].

Остаточний перехід товарних бірж в бік операцій з похідними відбувся із запровадженням фінансових деривативів. Першим з яких, були валютні ф'ючерси, запроваджені Чиказькою товарною біржею у 1972р. у відповідь на скасування режиму фіксованих валютних курсів Бреттон-Вудської валютної системи. У 1981р. почалася торгівля похідними, що передбачала розрахунок без фізичної поставки базового активу. Імплементация подібних інструментів зробила можливою розширення строкових контрактів на ринки активів, які за природою не мають матеріальної форми. Першим подібним контрактом стали ф'ючерси на фондові індекси, насамперед S&P 500.

Сьогодні деривативи, що перебувають в обігу на світових біржах можна умовно поділити на опціони та ф'ючерси, базовими активами яких є:

- індивідуальні акції;
- фондові індекси;
- коротко строкові відсоткові ставки;
- довгострокові відсоткові ставки;
- товари;
- валюти;
- ETF.

Відповідно до доповіді підготовленої Міжнародною асоціацією ринків опціонів (The International Options Market Association (IOMA) спільно із Світовою федерацією бірж, у 2016 році в середньому одна біржа пропонувала своїм учасникам можливість торгувати шістьма видами деривативів із вказаного вище переліку. Найбільший портфель похідних має Фондова біржа Йоханнезборгу – 16. Водночас деякі біржі спеціалізуються виключно на одному виді інструментів. Це або товарні ф'ючерси (товарні біржі Чженчжоу, Даляня, Мультитоварна біржа Індії,

Шанхайська біржа ф'ючерсів), або ф'ючерси на фондові індекси, як у випадку Біржі ф'ючерсів СВОЕ [120].

Загальна кількість операцій із біржовими похідними за результатами 2016 року склала – 24,9 млрд. контрактів. Що є історичним максимумом. 62% від загального обсягу угод припало на ф'ючерси, та 38 – на опціони. Для порівняння у 2005 році вказаний показник становив біля 10 млрд. контрактів [120].

В залежності від базового активу, найактивніше торгують фондовими деривативами – 45% від загальної кількості контрактів. Варто відмітити, що частка вказаної групи похідних скорочується із 2007 року, коли вона становила рекордні 72% (рис. 2.1.). Напротивагу, частки валютних та товарних деривативів в загальному обсязі торгів за період з 2005 по 2016 роки зросли з 2% та 7% до 11% та 28% відповідно.

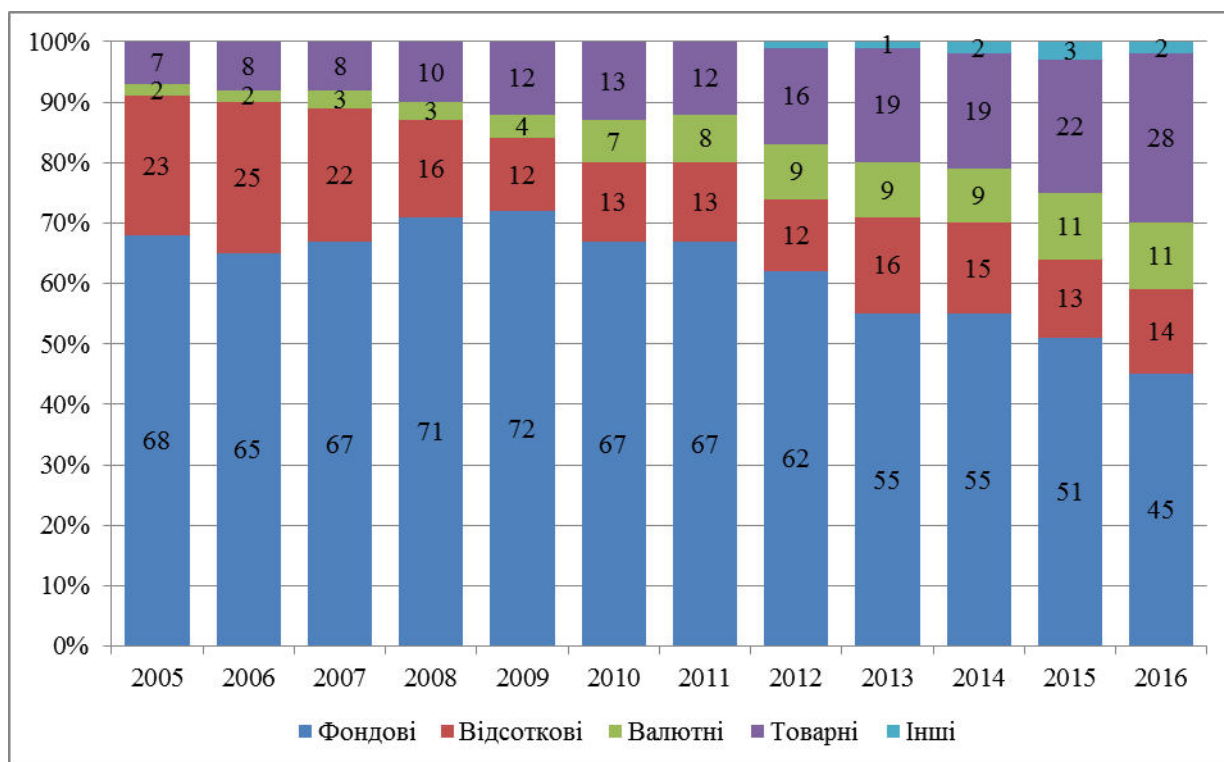


Рис. 2.1. Структурна динаміка торгівлі біржовими деривативами за базовими активами , %

Джерело: [120]

Підвищення активності торгівлі валютними деривативами забезпечується майданчиками з ринків, що формуються: Індія, Бразилія, Південна Корея, Туреччина, РФ. На зазначених біржах домінують ф'ючерси на валютні пари «долар США проти національної валюти». Однак вартість цих контактів є невисокою, оскільки вони орієнтовані майже виключно на роздрібних інвесторів. Так, відповідно до специфікацій обсяг валютних контрактів вказаних бірж дорівнює 1000 дол. США. Водночас стандартний лот найпопулярнішого ф'ючерсу CME на пару євро/дол. (EURO FX) становить 125 000,00 євро [121]. Як наслідок, за підсумками 2016 року загальна вартість угод із валютними деривативами на чиказькому майданчику майже в 20 разів перевищує аналогічний показник Московської біржи (лідера за кількістю укладених угод в світі у 2016 році.)

Варто відмітити, що домінування роздрібних інвесторів на ринках, що формуються, є характерним не лише щодо сегменту валютних деривативів, а й для інших фінансових інструментів. Це пояснюється недостатнім рівнем розвитку національних інституційних інвесторів. Можна припустити, що з часом по мірі якісної зміни ринку, місце фізичних дрібних інвесторів на ринку, наприклад Індії, КНР, будуть займати крупні гравці, національні та іноземні. Подібний розвиток подій мав місце в Південній Кореї. Після запровадження на місцевій біржі опціону на фондовий індекс KOSPI 200, через свою відносну доступність, він став на стільки розповсюдженим серед населення, що багато років був найпопулярнішим деривативом в світі. З часом Корейська біржа разом із урядом переробили специфікацію контакту, зокрема, збільшивши його розмір у п'ять разів. Як наслідок, опціон став більш активно використовуватись національними інвестиційними фондами.

Щодо товарних деривативів, то обсяги торгівлі останніми зростають 9 із з останніх 10 років. За результатами 2016 року, товарний ф'ючерс став найпопулярнішим інструментом серед трейдерів, на який припало 27% обсягу всіх укладених біржових похідних контрактів. Подібні масштаби торгівлі можна

пояснити двома чинниками: фінансіалізацією світових сировинних ринків та безпрецедентним зростанням товарного ринку КНР.

Фінансіалізація на товарних ринках проявляється в активному проникненні на останні різноманітних фінансових інститутів: банків, інституційних інвесторів, хедж-фондів, фінансових керуючих, брокерів та ін. Одним з наочних кількісних показників цього процесу є вартість активів під управлінням так званих консультантів по торгівлі товарними ф'ючерсами (commodity trading advisors, СТА). Відповідно до даних компанії BarclayHedge, за останні 15 років загальна сума активів в СТА індустрії зросла з 41,3 до 339,7 млрд. дол. США [122].

Виділяють щонайменше три групи факторів, що призвели до масштабних фінансових впливів на світові товарні ринки за останні два десятиріччя [123]. По-перше, це дерегуляційні дії урядів розвинутих країн, які прибрали законодавчі перепони на шляху великих банківських груп до сировинних ринків.

По-друге, лібералізація міжнародної торгівлі та поступове скорочення програм державної підтримки експорту, змусила виробників шукати шляхи управління ціновим ризиком. Окрім цього, глибша інтеграція країн, що розвиваються, насамперед БРІКС, у світові торгівельні потоки, спровокували фундаментальні зміни в архітектурі товарних ринків та фінансових потоків, що їх обслуговують.

По-третє, завдяки розвитку телекомунікаційних та комп'ютерних технологій значно спростився доступ до товарних біржових майданчиків по всьому світу. Для, навіть, невеликих виробників та споживачів з різних країн стало можливим використання біржових цін при укладанні угод з реальним товаром. Зі свого боку, фінансові інститути почали активніше розглядати сировинні товари, як окремий клас активів, що характеризується негативною кореляцією із традиційними фінансовими інструментами та можуть бути використані у нових диверсифікаційних стратегіях.

Однак, ріст цін та волатильності товарних, й особливо продовольчих, ринків привернули велику суспільну увагу до фінансіалізації. У відповідь на це, уряд

США та інших розвинутих країн, ініціювали підвищення регуляторних вимог до компаній, що оперують на ринку сировини.

Незважаючи на це, сьогодні банки продовжують відігравати відчутну роль в цій сфері. Так, наприклад, відповідно до звітності відомого інвестиційного холдингу Morgan Stanley за 2016 рік, банк «займається зберіганням, транспортуванням, просуванням та укладанням угод на декількох товарних ринках, зокрема, металів, природнього газу, електроенергії, кредитів на викиди в атмосферу тощо. Окрім цього банк є активним виробником електроенергії в США, та володіє міноритарним пакетом у компанії, Heidmar Holdings LLC, яка спеціалізується на наданні послуг з міжнародного морського перевезення та логістики» [124].

Бум торгівлі товарними деривативами в КНР пояснюється двома чинниками. З одного боку китайська економіка, як локомотив загальносвітової, є лідируючим виробником та споживачем сировини. КНР займає перше місце серед всіх країн по споживанню кольорових металів, вугілля та сої [125].

З іншого боку, за останні десять років середній річний дохід мешканця міста в КНР зріс з 11 759 до 33 616 юанів (з 1507,6 до 4845,9 дол. США відповідно) [126]. Водночас середня відсоткова ставка за депозитами в КНР за цей період становила – 2,664% [127]. Враховуючи високу норму заощаджень в країні, подібна ситуація призвела до того, що утворився величезний попит на активи з більшою дохідністю. Велика кількість населення почала інвестувати в цінні папери та деривативи. В результаті, за даними Китайської комісії з регулювання цінних паперів станом на 2015 рік, серед загальної вартості всіх угод із ф'ючерсами, частка роздрібних інвесторів становила 81% [128].

Враховуючи високий попит з боку трейдерів, китайські біржі регулярно запроваджують нові контракти, базовими активами яких є не традиційні сировинні товари, а більш промислові. Так, Товарна біржа Чженчжоу, яка історично була ринком сільськогосподарської продукції, у 2006 році запустила ф'ючерс базовим активом якого є терефталієва кислота, хімічна речовина, що використовується у виробництві поліестерів. Окрім цього у 2014 році біржа Чженчжоу оновила

контракт на метанол, який користується великим попитом серед трейдерів. Два популярних деривативи Товарної біржі Даляна базуються на поліпропілені - синтетичному полімері, що застосовується при виробництві великого асортименту різноманітної продукції. Подібна активність призвела до того, що за підсумками 2016 року з десяти товарних деривативів, з якими було укладено найбільшу кількість угод, сім перебували в обігу на біржах КНР (табл. 2.4).

Універсалізація біржової діяльності, розширюючи кількість інструментів, що перебувають в обігу, стирає межу між фондовими та товарними біржами. Практичним проявом цієї тенденції є об'єднання майданчиків торгівлі різнорідними активами в єдині універсальні біржові холдинги.

Беренштейн Б.Л. та Третьак О.М виділяють такі переваги економічної моделі, в межах якої існують лише універсальні біржі :

- «універсалізація сприяє зниженню витрат на здійснення біржових операцій учасниками ринку;
- за рахунок формування міжнародних біржових об'єднань уніфікуються правила біржової торгівлі та механізми клірингу;
- зосередження біржової торгівлі різноманітними активами в одному місці дає можливість відповідному державному регулювальному органу ефективніше відстежувати та припиняти дії, які можуть призвести до розбалансування товарного, фондового чи валютного ринків;
- учасники біржового ринку мають можливість компенсувати ймовірні збитки на одному ринку за рахунок одержання прибутку на іншому, оперативніше реагувати на зміни цінової кон'юнктури;
- універсалізація бірж є першим кроком для подальшої їхньої інтеграції до міжнародних біржових об'єднань (альянсів)» [129].

Таблиця 2.4

Біржові товарні деривативи з найбільшою кількістю угод за 2016р.

	Назва контракту	Біржа	Загальна кількість укладених контрактів, шт	Загальна вартість всіх контрактів, млн. дол США
1	Ф'ючерс на сталеву арматуру	Шанхайська біржа ф'ючерсів	934 148 409	н/д
2	Ф'ючерс на сиру нафту Brent	Московська біржа	439 743 945	216 755
3	Ф'ючерс на соєве борошно	Товарна біржа Даляна	388 949 970	1 722 471
4	Ф'ючерс на залізну руду	Товарна біржа Даляна	342 265 309	2 231 227
5	Ф'ючерс на сиру нафту	Група CME	276 768 438	12 263 810
6	Ф'ючерс на борошно рапсу	Товарна біржа Чженчжоу	246 267 758	831 758
7	Ф'ючерс на сиру нафту Brent	ICE Futures Europe	210 551 475	9 205 160
8	Ф'ючерс на терефталієву кислоту	Товарна біржа Чженчжоу	172 659 870	602 226
9	Ф'ючерс на пальмову олію	Товарна біржа Даляна	139 157 899	1 166 147
10	Ф'ючерс на метанол	Товарна біржа Чженчжоу	136 734 721	406 920

Джерело: [120]

Дифузію товарних та фондових бірж можна підтвердити наступним чином. П'ятнадцять років назад серед двадцяти фондових майданчиків з найбільшою капіталізацією біржового реєстру, лише три також входили до двадцяти бірж з найактивнішим ринком деривативів. Це були: група Німецької біржі, холдинг Euronext та їх дочірні підприємства по торгівлі похідними Eurex та LIFFE відповідно, а також шведський холдинг OM. У 2017 році кількість біржових холдингів, що входять до двадцяти найбільших за ринковою капіталізацією

компаній, що пройшли лістинг, та за загальним обсягом операцій із похідними, зросла до одинадцяти (табл. 2.5).

Ріст кількості бірж, що лідирують в обох сегментах, відбувся у всіх регіонах світу, але особливо це проявилось серед майданчиків країн, що розвиваються: Індія, Бразилія, ПАР, КНР (Гонконг). Це є ще одним підтвердженням збільшення їх ролі у світовій фінансовій архітектурі.

Таблиця 2.5

Біржові холдинги, що входять в 20 найбільших за ринковою капіталізацією біржового реєстру та за загальним обсягом операцій із деривативами у 2016р.

Місце у рейтингу у СФБ	Обсяг ринкової капіталізації компаній, що пройшли лістинг, млн дол. США	Назва торгівельного майданчику / біржового холдингу	Загальний обсяг торгівлі ф'ючерсними та опціонними контрактами, шт.	Місце у рейтингу АФТ
1	19 573 073,69	NYSE / холдинг IntercontinentalExchange	2 037 932 884	3
2	7 779 127,03	Nasdaq US / Холдинг Nasdaq	1 575 700 250	7
3	4 955 299,65	Холдинг Японської біржи	337 537 333	17
7	3 193 235,54	Група Hong Kong Exchanges & Clearing	344 642 173	16
9	1 716 041,51	Франкфуртська фондова біржа / Eurex (Група Deutsche Börse)	1 727 766 695	5
10	1 566 680,49	Фондова біржа Бомбею	543 058 580	13
11	1 539 585,49	Національна фондова біржа Індії	2 119 462 820	2
13	1 268 493,51	Австралійська фондова біржа	242 625 869	20
14	1 254 541,18	Корейська біржа	692 990 540	12
16	951 320,33	Фондова біржа Йоханнезбургу	479 202 245	14
18	758 565,92	Фондова біржа Сан Пауло / BM&F Bovespa	1 487 305 788	9

Джерело: складено автором за даними: СФБ та Асоціації ф'ючерсної торгівлі, Futures Industry Association (АФТ)

Загалом, фінансові інструменти, що перебувають в обігу на сучасних фондових біржах, можна поділити на шість груп: акції, облігації, біржові фонди (ETF), та деривативи, які також можна згрупувати на фондові, валютні та товарні. Щоб побачити, як вказані активи розподіляються серед бірж світу, було проаналізовано продукти, що торгуються на майданчиках постійних та афілійованих членів Світової федерації бірж, Федерації європейських фондових бірж та Асоціації ф'ючерсної торгівлі – всього 114 організацій (рис. 2.2.). Детальні результати аналізу наведено у додатку Е.

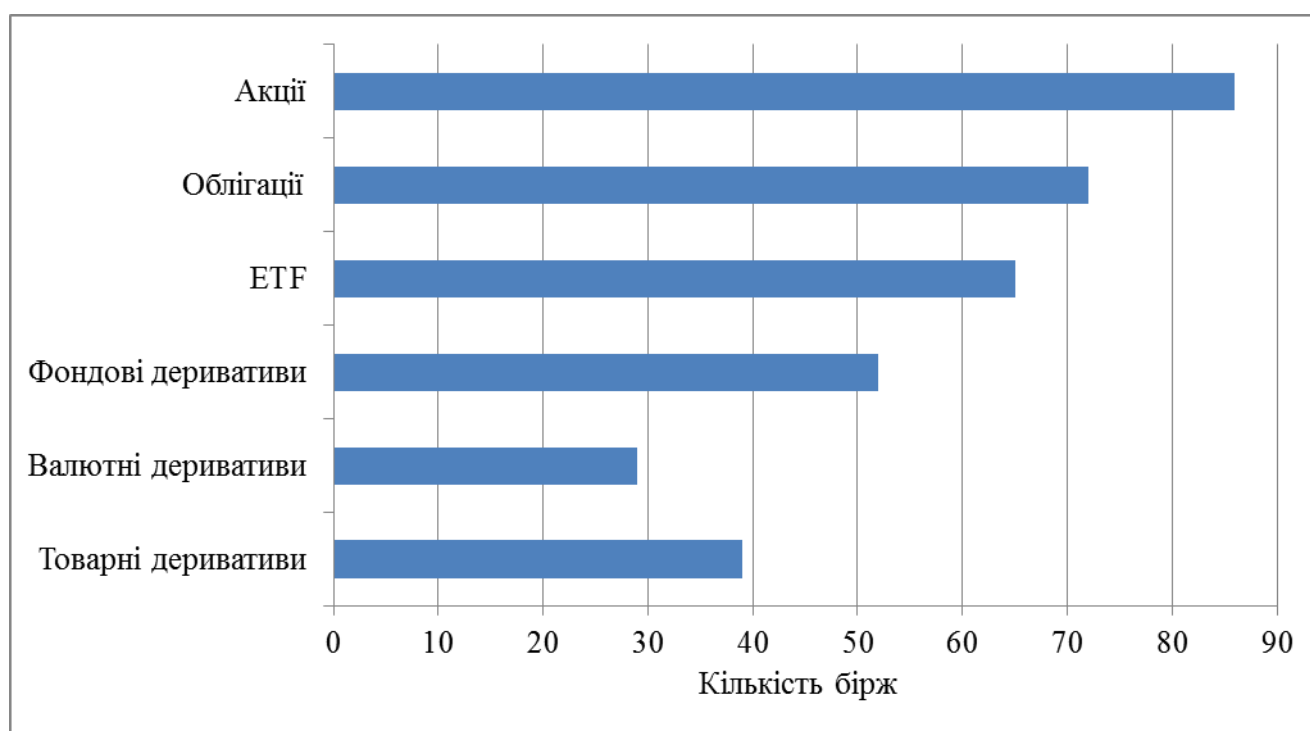


Рис. 2.2. Частотний розподіл різних груп фінансових інструментів серед торговельних платформ бірж світу

Джерело: складено автором за даними сайтів відповідних бірж

Отже, сьогодні в світовій біржовій системі в залежності від інвестиційних продуктів, що пропонуються, та географії діяльності, можна виокремити декілька груп учасників (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

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	- США: Nasdaq, Intercontinental Exchange; - Гонконг/Сянган: Hong Kong Exchanges & Clearing
2	Регіональні біржові групи, що представлені в усіх біржових сегментах у межах одного регіону	- Європа: Euronext, Лондонська фондова біржа
3	Універсальні біржові холдинги сформованих ринків, що займають домінуюче становище в організації торгівлі всіма або декількома видами інструментів в межах однієї розвинутої країни	- Європа: Іспанія (BME), Німецька біржа; - Австралія (ASX); - Нова Зеландія (NZX); - Канада (TMX)
4	Універсальні біржові холдинги ринків, що формуються, які характеризуються, як правило, монополюючим становищем у ринковій інфраструктурі	- Європа: фондові біржі Польщі та Будапешта; - Латинська Америка: Мексиканська біржа, бразильський холдинг B3, біржа Колумбії; - Азія: фондова біржа Таїланду, Корейська та Турецька біржі; - Африка: фондова біржа Йоганнесбурга
5	Біржі, що торгують повним спектром цінних паперів та в деяких випадках фінансовими деривативами. Функціонують як на розвинутих, так й на ринках, що формуються	- Європа та Близький Схід: фондові біржі Відня, Афін, Осло, Тель-Авіва та Швейцарська біржа (SIX); - Азія: Японська біржа; - країни, що розвиваються, Азії, Близького Сходу та Африки: майданчики Індонезії, Філіппін, Тайваню, Єгипту та Катару; - країни, що розвиваються, Латинської Америки: біржа Ліми
6	Офшорні біржі, які спеціалізуються на лістингу боргових (єврооблігації), структурованих цінних паперів та розташовані у відомих офшорних юрисдикціях та «податкових сховищах»	- Європа: біржі острова Гернси (International Stock Exchange) та Ірландії; - Карибський басейн: фондові біржі Барбадосу, Кюрасао, Бермудських та Кайманових островів
7	Класичні фондові біржі без сегменту похідних інструментів, що оперують на граничних ринках	- Європа: фондові біржі Мальти, Кіпру, Бухареста; - Азія та Близький Схід: фондові біржі Коломбо, Аммана, Бейрута, Бахрейну та Кувейту; - Африка: фондова біржа Ботсвани
8	Біржі похідних фінансових інструментів, що оперують широким спектром деривативів на різноманітні базові активи	- США: холдинг CME; - Азія: Токійська фінансова та Тайванська біржа ф'ючерсів
9	Спеціалізовані біржі фінансових деривативів, що надають можливість торгувати лише похідними, як правило опціонами на індекси, акції, відсоткові ставки та свопами	- США: біржі MIAH Options, OneChicago, Nadex, ELX та Eris; - Азія: Китайська біржа фінансових ф'ючерсів
10	Товарні біржі	- США: зернова біржа Мінеаполіса; - 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; - Латинська Америка: біржа деривативів Буенос-Айреса;

Джерело: розроблено автором

Як бачимо сьогодні в наслідок процесів консолідації та універсалізації через утворення холдингів, альянсів та розгалужених мережових структур на фінансовому та товарних ринках сформувались та оперують різноманітні за масштабами діяльності біржові платформи.

2.2. Динаміка фінансових параметрів глобального ринку біржових послуг

Намагання переважної більшості бірж світу максимізувати прибутки, з одного боку, наявність вибору в учасників торгівлі, послугами яких майданчиків користуватись, з іншого, дозволяють стверджувати про формування ринку біржових послуг. Пропозиція на цьому ринку забезпечується національними та міжнародними біржовими групами, а попит формується інвесторами, емітентами та безпосередніми учасниками торгівлі – членами бірж із різних країн.

Інтегрованими показниками, які допомагають аналізувати стан того чи того ринку або галузі, є фондові індекси. Не є виключенням й сектор організаторів біржової торгівлі. Рейтинговими та аналітичними агенціями запровадженні індекси, що відслідковують кон'юнктуру акцій майданчиків, що стали публічними компаніями. Першим та одним із найвідоміших секторальних індексів публічних бірж є FTSE/Mondo Visione Exchanges Index. Його було започатковано у 2001 році. Станом на 2019р. при калькуляції FTSE/MV Exchanges Index враховуються котирування акцій 28 бірж з 25 країн. З початку розрахунку кумулятивна дохідність індексу на кінець 2018 року склала 849,8% [130].

Конкурент FTSE Russell компанія S&P Dow Jones Indices запровадила аналогічний індекс у співпраці із Корейською біржою у 01 квітня 2009р. – S&P/KRX Exchanges Index. На початок 2019р. до складу кошика індексу входили акції 19 бірж. Кількість компонентів S&P/KRX Exchanges Index менша за аналогічний показник FTSE/Mondo Visione Exchanges Index, оскільки методологія першого передбачає більш жорсткі критерії включення:

- середня капіталізація емітента за останні півроку повинна становити не менше 200 млн. дол. США;

- середньодобовий обсяг торгівлі повинен становити не менше 1 млн. дол. США [131].

Буде доречним порівняти динаміка руху спеціалізованого індексу біржових операторів із індикаторами глобального ринку капіталу та акцій компаній фінансового сектору, на прикладі індексів S&P Global BMI та S&P GLOBAL 1200 Financials. Перший відслідковує ціни на акції 10 тис. компаній різної галузевої належності із 50 країн світу, другий – на акції майже 200 провідних фінансових установ із 30 країн. Співвідношення руху вказаних індексів наведено на рис. 2.3..

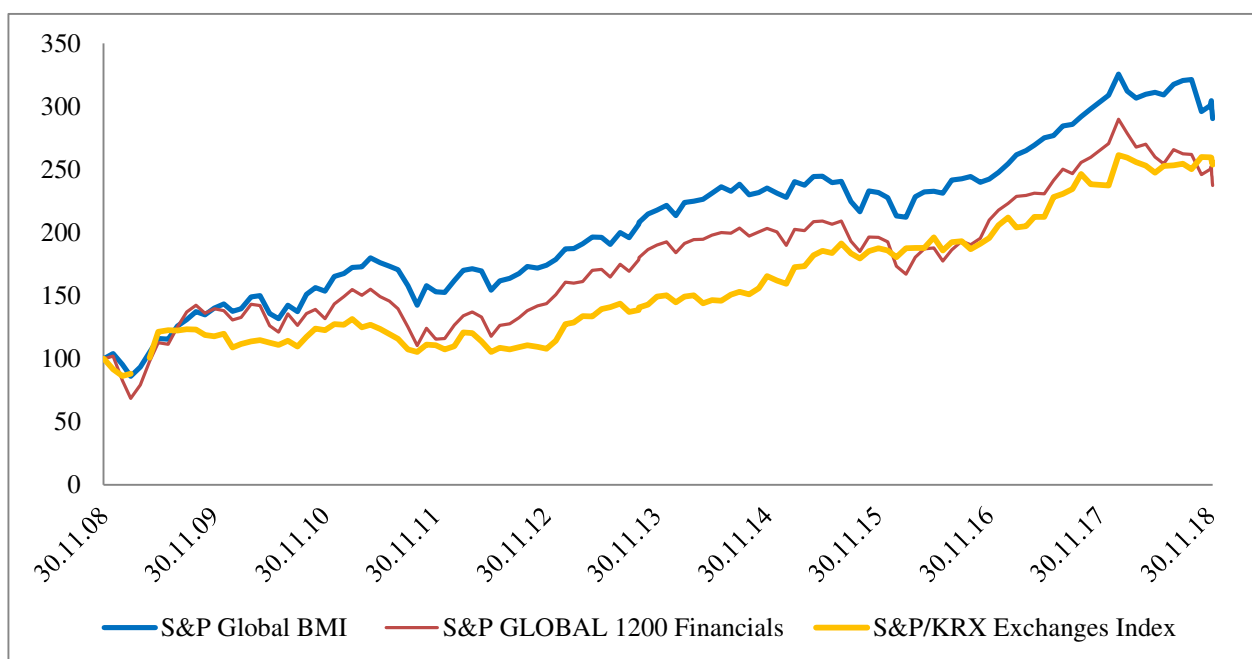


Рис. 2.3. Порівняння 10-річної динаміки глобального, секторального та спеціалізованого індексу біржових операторів (базове значення - 100)

Джерело: [132]

Як бачимо, індекси рухаються в одному діапазоні та мають одновекторний напрям. Це підтверджує й матриця кореляції (табл. 2.7). Між трьома показниками на протязі 10 років відмічається досить високе значення (не менше 0,9) позитивної кореляції.

Таблиця 2.7

Кореляційна матриця глобального, секторального та спеціалізованого індексу біржових операторів за 10 років

	S&P Global BMI	S&P GLOBAL 1200 Financials	S&P/KRX Exchanges Index
S&P Global BMI	1.000	0.984	0.947
S&P GLOBAL 1200 Financials	0.984	1.000	0.945
S&P/KRX Exchanges Index	0.947	0.945	1.000

Джерело: побудовано автором за даними [132]

Водночас треба відмітити, що фондові біржі є лише одним із учасників глобального фондового ринку. За підрахунками консалтингово-аналітичної компанії BCG доходи отримані біржовими майданчиками світу за результатами 2017р. склали 41 млрд. дол. США., що становить 6% від загальної суми грошових надходжень професійних учасників міжнародного ринку капіталу (рис. 2.4.) [133]. Відзначимо, що сукупний середньорічний тем росту доходів бірж за десять років склав 8,9%, при середньому значенні для всіх учасників ринку – 2,1%. Проаналізуємо чинники, що обумовили подібне зростання доходів.

Перетворення переважної більшості фондових бірж із закритих взаємних асоціацій на публічні прибуткові корпорації змістило акцент мети їх діяльності із задоволення потреб обмеженого кола трейдерів на широкий прошарок акціонерів. Менеджери біржових операторів в процесі максимізації доходів акціонерів шукають різноманітні шляхи збільшення вартості компаній, якими вони управляють.

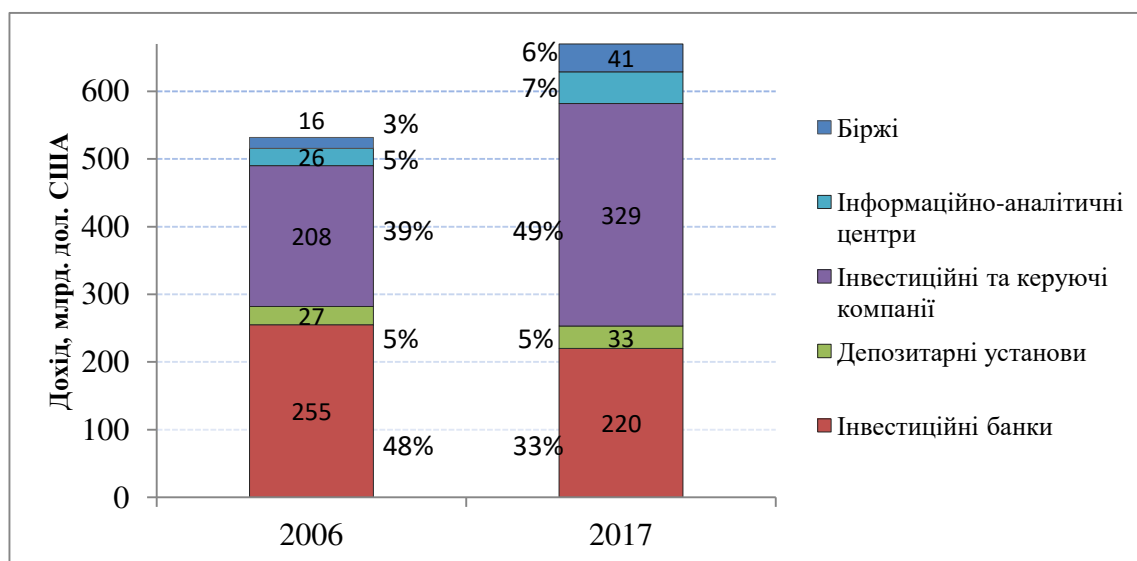


Рис. 2.4. Динаміка доходів професійних учасників глобального ринку капіталів, млрд. дол. США

Джерело: [133]

Перелік п'ятнадцяти найдорожчих біржових холдингів в світі станом на початок 2018 року наведено у табл. 2.8. Географія їх розподілу майже рівномірна – по п'ять із Північної Америки та Європи, чотири – із Азії та один із Південної Америки. Варто відмітити, що найбільшу капіталізацію серед бірж світу має американський холдинг СМЕ, який історично формувався в парадигмі товарної біржі та ніколи не надавав послуги із організації торгівлі акціями чи облігаціями. Більш детальна характеристика ширшої вибірки біржових операторів наведена у додатку Є, де можна побачити співвідношення доходів біржі та її капіталізації по відношенню до найбільш популярного показнику розвитку фондових майданчиків – сукупної капіталізації національних компаній у біржовому реєстрі.

Звертає на себе увагу факт доволі високого рівня норми чистого прибутку сучасних бірж. Із кожного долара валового доходу у розпорядженні акціонерів залишається більше сорока центів, що говорить про можливість бірж надавати послуги за ціною значно вище собівартості. Для порівняння за підрахунками А. Дамодарана середньосвітове значення маржі чистого прибутку для більш ніж 43 тис. компаній із різних галузей економіки станом на початок 2018р. становило – 6,11%.

Таблиця 2.8

Основні фінансові показники провідних біржових холдингів світу (за результатами 2017 року)

№	Назва біржового холдингу	Штаб-квартира	Капіталізація холдингу, млрд. дол. США	Валовий дохід, млрд. дол. США	Прибуток, млрд. дол. США	Норма прибутковості, %
1	CME	США	49.55	3.64	2.52	69.23
2	ICE	США	41.64	4.63	2.51	54.21
3	HKEx	КНР, Гонконг	38.42	1.69	0.94	55.77
4	DB	Німеччина	22.38	2.95	1.05	35.53
5	LSEG	Великобританія	17.75	2.65	0.76	28.62
6	B3	Бразилія	14.17	1.12	0.39	35.15
7	CBOE	США, Чикаго	13.9	2.23	0.40	18.03
8	Nasdaq	США	12.86	3.97	0.73	18.49
9	ASX	Австралія	9.73	0.79	0.34	42.94
10	JXG	Японія	9.35	0.96	0.38	39.21
11	SGX	Сінгапур	5.97	0.63	0.27	42.96
12	Euronext	Нідерланди	4.58	0.64	0.29	45.49
13	MOEX	РФ	4.31	0.62	0.35	57.01
14	TMX	Канада	3.11	0.53	0.29	54.93
15	BME	Іспанія	2.55	0.38	0.18	47.96
Всього			-	27.41	11.41	-
Середнє			16.68	1.83	0.76	43.03
Медіана			12.86	1.11	0.39	42.96

Джерело: побудовано автором за даними фінансових звітів біржових холдингів

Біржі виділяються навіть на фоні інших учасників фінансового сектору, який характеризується підвищеним значенням показника прибутковості. Так, для банків він становить – 29%, небанківських фінансових установ – 22,49% та для інвестиційних керуючих 18,92% [134].

Подібні високі значення норми чистого прибутку є характерними для ситуацій, коли мають місце:

- бар'єри входу на ринок;
- значний вплив інтелектуальної власності у формування доходів;
- низькій рівень граничних витрат на виробництво продукту, або у випадку із біржами, послуг, що надаються.

Якщо перший із вказаних чинників нівельовано розвитком інформаційних технологій та регулятивним законодавством, то інші продовжують бути актуальними. Сучасні біржові корпорації відзначаються значними сумами нематеріальних активів у структурі своїх балансів. До їх складу серед іншого входять: програмне забезпечення, як власної розробки так й придбане у сторонніх постачальників, ліцензії та бренди, що перебувають у володінні холдингу. До прикладу, найдорожче торгові марки у своїй власності станом на початок 2018р. оцінювало LSEG, до переліку яких окрім власне Лондонської фондової біржі, також входять FTSE, LCH, Russell та Yield Book [135]. Співвідношення вартостей нематеріальних активів до основних засобів (нерухомості, обладнання) провідних біржових груп наведено у табл. 2.9.

Таблиця 2.9

**Співвідношення балансової вартості основних засобів та
нематеріальних активів біржових холдингів за підсумками 2017
фінансового року, млрд. дол. США**

	LSEG	DB	ICE	Nasdaq	Cboe	JPX	Euronext
Основні засоби (нерухомість, обладнання)	0,174	0,135	1,246	0,400	0,073	0,047	0,034
Нематеріальні активи, в тому числі:	6,201	4,900	10,27	2,468	1,902	0,309	0,617
- програмне забезпечення, ліцензії, інтелектуальна власність	0,867	0,386	7,091	1,352	0,953	0,240	0,041
- бренд	1,082	0,549	0,280	0,129	0,012	-	0,007
Співвідношення оснв. засобів до немат. активів	1 до 35	1 до 36	1 до 8	1 до 6	1 до 26	1 до 6	1 до 18

Джерело: складено автором за даними фінансових звітів відповідних підприємств

Джерела генерації грошових надходжень сучасних біржових структур розподіляються за наступними напрямками:

- перед-торгівельні послуги (лістинг);

- доходи від торгівельних операцій різними фінансовими інструментами;
- після-торгівельні операції (кліринг, розрахунки та зберігання фінансових інструментів);
- інформаційні продукти;
- технологічні послуги;
- інші не профільні доходи.

Усереднена структура операційних доходів провідних біржових холдингів світу станом на початок 2018 року наведена на рис. 2.5. Значення кожного із вказаних напрямів діяльності та їх внесок до валового доходу біржі не є сталим та залежить від особливостей економічної стратегії окремого майданчика, а також макроекономічних та технологічних умов, в яких він функціонує. Індивідуальна структура доходів найбільших біржових холдингів за результатами 2017 року наведена у додатку Ж.

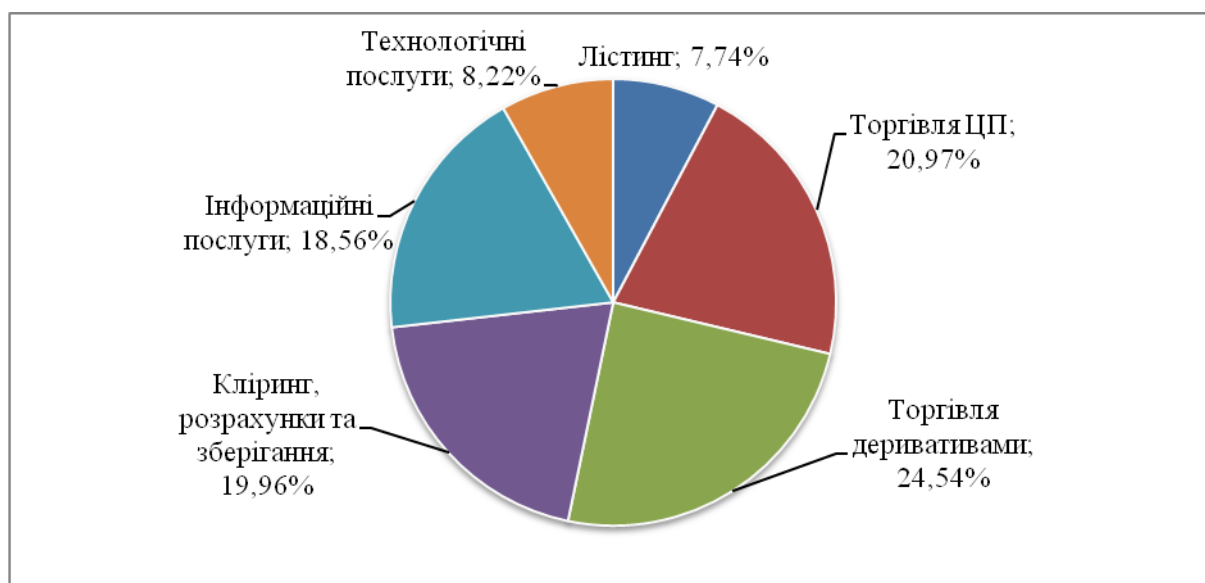


Рис. 2.5. Усереднена структура доходів провідних біржових холдингів, станом на початок 2018р.

Джерело: складено автором за даними річної фінансової звітності біржових холдингів: LSEG, DB, HKEx, JPE, ICE, Nasdaq, Cboe

Традиційним джерелом грошових надходжень для фондових бірж була й залишається плата за включення та підтримку емітентів у біржових реєстрах

(лістинг). Саме наявність вказаної послуги відрізняє фондові майданчики з одного боку від товарних, а з іншого – від позабіржових торгівельних платформ.

Плата за лістинг включає в себе:

- одноразову плату при первинному розміщенні цінних паперів та додаткових випусках;
- щорічну плату за підтримку цінних паперів у котирувальних списках;
- інші виплати (за деномінацію цінних паперів, зміну назви емітента або тікера, випуск варрантів тощо).

Чіткою тенденцією останніх десятиріч є відносне скорочення надходжень від лістингу. Це пояснюється з одного боку концентрацією бірж на більш дохідних операціях. З іншого дохід від лістингу прямо пропорційний кількості компаній у котирувальних списках. Й хоча в цілому по світу спостерігається збільшення цього показника (з 30 тис. у 1995р. до 50,5 тис. у 2017р.), досягається це лише за рахунок фондових майданчиків азійського регіону, й насамперед Китаю. Водночас в Європі кількість корпорацій, що пройшли лістинг, коливається на позначці 10 тисяч. В США взагалі має місце майже двократне скорочення біржових списків порівняно із ситуацією 90-х років [136].

Науковці пояснюють це такими факторами:

1) Зарегульованість процесу публічної емісії та подальшого нагляду. Як наслідок, компаніям, що планують виходити на біржу, доводиться нести значні, по відношенню до масштабів їх діяльності, видатки на юристів, аудиторів, консультантів. В середньому подібні видатки в США становлять 2,5 млн. дол. початково та 1,5 млн. дол. щорічно в подальшому [137].

2) Дерегуляція приватних випусків, через розширення кола потенційних інвесторів [138]. В результаті, у 2017 році американські корпорації залучили через закриті випуски цінних паперів 2,43 трлн. дол., що на 17% більше за публічне розміщення. Це є найбільшою різницею між двома видами емісії із 2011 року [139].

3) Економія на масштабі. Малим та середнім підприємствам важко залишатися ефективними у висококонкурентному середовищі, тому вони стають

об'єктами поглинань з боку інших корпорацій, що проявляється у зростаючій статистиці угод по злиттю [140].

4) Акції середніх підприємств після виходу на біржу часто залишаються малоліквідними та слабо досліджуються аналітиками, що ще більше зменшує попит та ефективність від перебування у лістингу [141].

З метою подолання вказаних тенденцій та збільшення кількості публічних випусків, насамперед так званих компаній, що зростають (віл англ.- *emerging growth company*, EGC) в США, було прийнято ряд законодавчих ініціатив, що отримали назву *Jumpstart Our Business Startups Act* (або *JOBS Act*). Однак результат дії цього акту є доволі суперечливим по відношенню до поставленої мети. Так, піднявши поріг обов'язкової реєстрації випуску цінних паперів у SEC із 500 до 2000 акціонерів, закон ще більше зменшив мотивацію менеджерів-власників до публічної емісії. Оскільки останнім значно зручніше та вигідніше здійснити приватне залучення необхідного капіталу, постачальниками якого є багаточисленні хедж- та фонди приватного інвестування. В результаті компанії стають публічними значно пізніше (в середньому протягом 9 років після 2007 року, та 4,5 років у 80-ті роки). Це також зменшує кількість потенційних IPO та, з іншого боку, дозволяє отримувати всю вигоду від стадії росту компанії обмеженому колу приватних інвесторів.

Інтенсивність та масштаби первинних публічних розміщень є простим але в цілому репрезентативним показником ефективності фондових бірж. Саме обсяги залучених коштів дозволяють оцінити, на скільки ефективно той чи інший організований ринок виконує базову функцію по залученню капіталу в економіку.

Аналізуючи обсяг та кількість операцій IPO за останнє десятиріччя, можна побачити, що ринок первинного розміщення знаходиться у тісному взаємозв'язку з кон'юктурою міжнародного ринку капіталу та світовою економікою взагалі. Під час рецесії у світовій економіці кількість компаній, які прагнуть потрапити до лістингу на біржах, значно скорочується. Й, навпаки, ріст світових ринків,

здешевлення й доступність фінансових ресурсів призводить до розширення пропозицій IPO (рис. 2.6.).

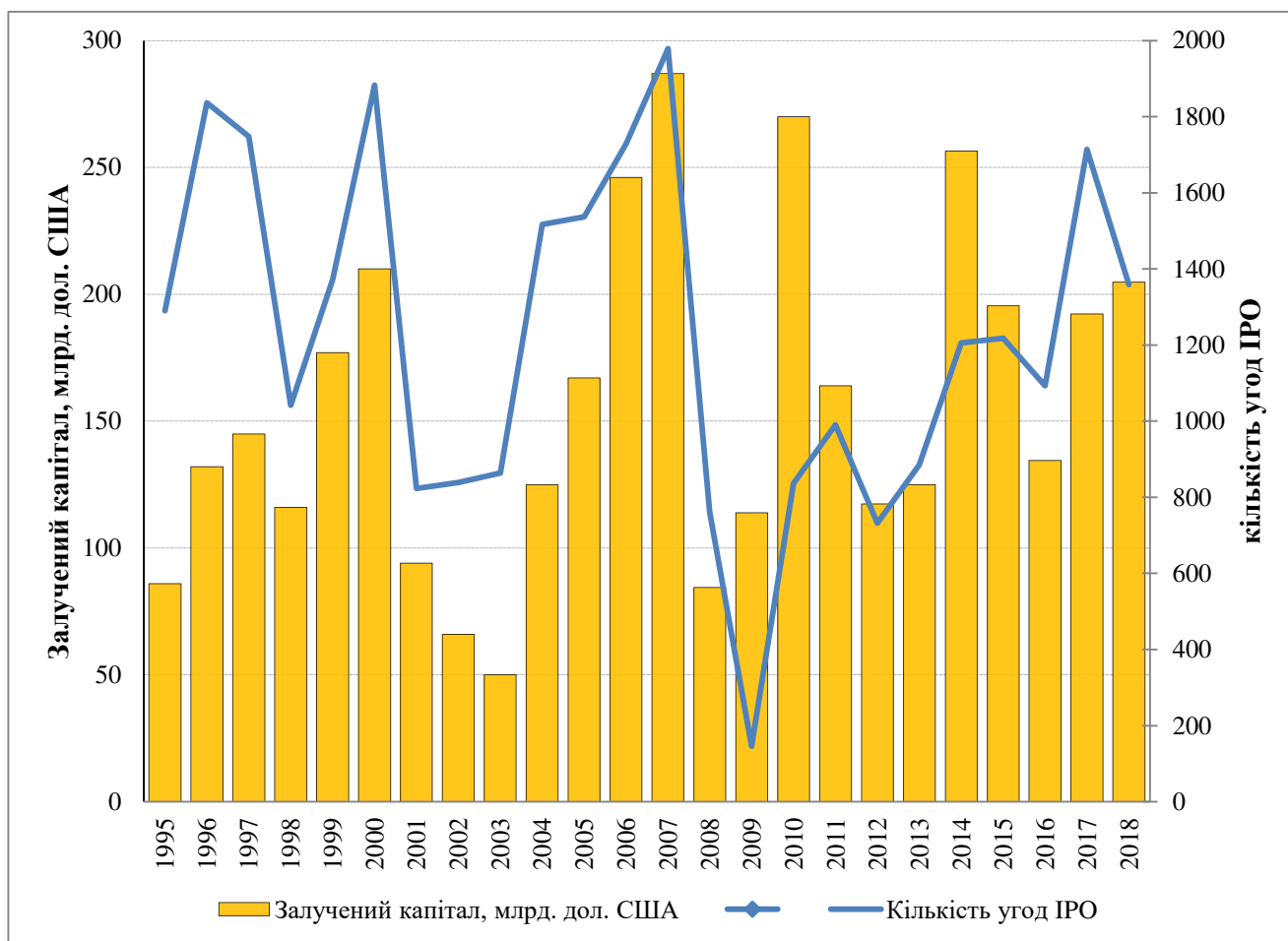


Рис. 2.6. Динаміка світового ринку IPO за 1995-2018 роки

Джерело: складено автором за даними [142]

Пікових значень ринок IPO досяг у 2007 році, коли в рамках 1979 первинних розміщень було залучено 287,3 млрд. дол. США. Фінансова криза 2008 року відчутно позначилась на прагненнях та можливостях компаній емітувати акції. Після світового фінансового краху 2007 року ринок характеризується нерівномірним розвитком та відчутними коливаннями, однак в цілому поступово наближається до передкризових показників.

Варто відмітити, що середній розмір угод IPO в світі за останнє десятиріччя виріс майже в двос – до 230 млн. дол. США. Це ще раз підтверджує тренд до збільшення вартості компаній у статусі приватних корпорацій, ще до моменту виходу на відкритий ринок.

За останні десять років зазнав змін й склад передових IPO майданчиків (дивись додаток 3). Найпомітнішою тенденцією є відчутне посилення ролі фондових бірж Китаю. За результатами 2018 року на три китайські біржі (із материкової частини та Гонконгу) припадало 22% всіх операцій IPO в світі та майже 27% всього залученого капіталу. Одночасно, через втрату частини потенційних клієнтів, у вигляді китайських емітентів, які все активніше користуються послугами вітчизняних майданчиків, Сінгапурська біржа залишила топ-10 бірж в світі по первинному розміщенню.

Також звертають на себе увагу, значні обсяги організації IPO двома головними майданчиками Індії – Національною та фондовою біржею Бомбею. Це, в свою чергу, частково зменшило кількість емітентів Лондонської фондової біржі, оскільки остання традиційно вважається популярною платформою для лістингу компаній із Індії.

В цілому, за результатами 2018 року майже 50% всіх операцій IPO в світі та 43% всієї публічної емісії акцій було проведено на біржах Азії, що ще раз підтверджує факт перенесення центру світової ділової активності в цей регіон. Й якщо, Токійська біржа має статус розвинутого організованого ринку вже тривалий час, то біржі Індонезії, Індії, Кореї є яскравими прикладами того, як використання західних принципів корпоративного управління, нових біржових технологій та цілеспрямованої національної політики дають позитивні результати у відносно короткі строки. Слід відзначити, що на азійських майданчиках відбулися 12 із 25 найбільших IPO в світовій історії (див. додаток І).

Частка міжнародних IPO, тобто випусків компаніями акцій на іноземних біржах, за останні роки не перевищувала 10% від їх загальної кількості. Отже, дев'ять компаній із десяти, які здійснювали публічне розміщення, віддавали перевагу національним біржам, а не глобальним біржовим холдингам. Серед останніх незмінними лідарами залишаються американські біржі NYSE та Nasdaq, а також HKEx в Азії та LSEG в Європі. За результатами 2018 року із 130 закордонних первинних розміщень на вказаних майданчиках відбулось – 33, 27, 21 та 14

відповідно [143]. Таким чином кожний регіон світу має свій хаб міжнародного лістингу.

Починаючи із середини 90-х років переважна більшість бірж світу запроваджує в себе альтернативні торгівельні майданчики для малих та середніх підприємств (МСП). За підсумками 2017 року серед 57 постійних членів СФБ 32 мали відповідні платформи, на яких перебували в обігу акції 7067 компаній, загальною капіталізацією 1,384 тлрн. дол. США [144].

Головним мотивом запровадження подібних сегментів є з одного боку намагання компенсувати дефіцит довгострокового банківського фінансування для малих компаній, а з іншого – бажання розширити базу лістингу для основного рівня біржового реєстру. Всього з початку діяльності альтернативних платформ на них пройшли лістинг 12 639 компаній, з яких 1 152 з часом потрапили до вищого рівня лістингу [145].

Загальновживаного критерію, які біржі застосовують для визначення категорії малих та середніх підприємств, немає. В одних випадках до альтернативних сегментів лістингу потрапляють компанії з будь-яких галузей, які не відповідають вимогам щодо розміру та рокам функціонування, що застосовуються в рамках основного реєстру. В інших випадках біржі роблять акцент на бізнесі з високим потенціалом росту, що характерний для інноваційних секторів економіки. При цьому це можуть бути як «стартапи», так й компанії вже на пізніших стадіях життєвого циклу.

Саме для нових підприємства із інноваційних секторів, що мають високий потенціал росту, фінансування через публічний випуск акцій є особливо важливим, оскільки відсутність застави та непередбачуваність майбутніх грошових потоків майже унеможливорює банківське кредитування. Окрім залучення фінансування, IPO допомагають компаніям збільшити кредитоспроможність, прозорість та видимість на ринку [146].

Ефективне функціонування біржових сегментів МСП характеризується двома головними обмеженнями: високими витратами емітента на лістинг порівняно із

масштабами діяльності та малим рівнем ліквідності через відсутність попиту з боку потенційних інвесторів. З метою подолання вказаних перепон біржі відчутно лібералізують вимоги щодо лістингу шляхом:

- зменшення вартості лістингу;
- спрощення пакету документів, що подається для внесення до біржового реєстру;
- запровадження радників із лістингу;
- проведення семінарів щодо корпоративного управління та інших аспектів відносин із інвесторами;
- послаблення вимог щодо: прибутковості емітентів, років функціонування, частоти надання звітності, якості корпоративного управління та кількості акцій у вільному обігу.

Окрім цього для збільшенні ліквідності біржі:

- запроваджують інститути уповноважених маркет-мейкерів для альтернативних сегментів;
- використовують торгівельні практики відмінні від основного ринку (наприклад не книги безперервних замовлень, а ринок котирувань із мікро-аукціонами);
- провадять презентації серед потенційних інвесторів та заохочують аналітичні дослідження МСП, що пройшли лістинг;
- запроваджують спеціалізовані фондові індекси для альтернативних сегментів торгівлі [147].

Варто відмітити, що в умовах конкуренції за потенційних емітентів біржі модифікують умови лістингу у бік більшої лібералізації не лише для альтернативних, а й основних сегментів біржового реєстру. Однією із основних причин, чому найбільше IPO в історії розміром більше 20 млрд. дол. США китайського холдингу Alibaba не відбулось на майданчику Гонконгу, була законодавча заборона емісії простих акцій різного класу. Зробивши відповідні

висновки, у квітні 2018 році керівництво НКЕх запровадило найбільш радикальні реформи правил лістингу за 25 років.

Зміни передбачають:

- допуск до основного сегменту лістингу біотехнологічних компаній, що не відповідають загальним фінансовим вимогам;
- дозвіл на лістинг компаній із подвійною структурою акційного капіталу, коли акції, що перебувають у власності засновників та керівників компанії, мають більшу силу при голосуванні у порівнянні із акціями у володінні інших акціонерів;
- спрощення подвійного лістингу для емітентів із інноваційних галузей, що вже пройшли лістинг на NYSE, Nasdaq, а також основному сегменті LSE [148].

Як наслідок, за результатами 2018р. холдинг НКЕх став провідним місцем для публічного первинного розміщення в світі (див. додаток 3). Кількість IPO та обсяг залучених коштів за рік зросли відповідно на 24% та 120% [143]. Зокрема, нові правила щодо компаній із зваженим голосуванням акціонерів, дозволили привабити відомого виробника електроніки Хіаомі, який залучив в ході первинного випуску акцій 5,4 млрд. дол. США [149].

Окрім компаній із « нової економіки » біржі модифікують умови лістингу для залучення або утримання у біржових реєстрах корпорацій із державною часткою у власності. Роль останніх у світовій економіці є доволі відчутною. До складу найдохідніших корпорацій Fortune Global 500 за підсумками 2017 року входило 102 державних підприємств. У 2000 році їх було всього 27 [150]. Вартість акціонерних товариств, у яких держава є власником певного пакету акцій, у співвідношенні до сукупної капіталізації ринку станом на кінець 2015р. становила 8,85%. Й якщо середнє значення цього показника для країн-членів ОЕСР знаходиться на рівні 2,81%, то ринки, країн що розвиваються, характеризуються доволі високою відносною вартістю державних корпорацій на національному біржовому ринку (табл. 2.10).

Допускаючи подібних емітентів до лістингу, біржі повинні знайти баланс між достатнім рівнем захисту інвесторів та особливістю їх корпоративної структури,

такими як право золотої акції для державного власника, частка призначеного урядом менеджменту, позаконотичні цілі діяльності. За даними опитування проведеного СФБ серед своїх членів 44% респондентів вказали, що змінювали вимоги лістингу спеціально для задоволення вимог державних корпорацій [150].

Таблиця 2.10

Роль корпорацій із державною участю, що пройшли лістинг, на фондовому ринку станом на 2015р.

Країни	Корпорації із державною участю, шт.	Ринкова вартість корпорацій із держ. участю, млн. дол. США	Капіталізація нац. фондового ринку, млн. дол. США	Частка держ. копораций у капіталізації нац. фондового ринку
члени ОЕСР	145	1 351 970,2	48 168 981,20	2,81%
КНР	483	3 337 555,0	8 188 019,33	40,76%
Аргентина	17	39 265,0	56 134,63	69,95%
Бразилія	22	90 163,0	490 534,11	18,38%
Індія	76	295 053,1	3 001 305,00	9,83%
Колумбія	3	23 007,0	85 955,45	26,77%
Саудівська Аравія	26	212 008,0	421 060,07	50,35%
Всього:	772	5 349 021,2	60 411 989,8	8.85%

Джерело: розраховано автором за даними [151]

Виразним прикладом зміни умов лістингу для залучення нових емітентів є реакція Лондона на потенційне IPO найбільшого виробника нафти в світі – державної корпорації із Саудівської Аравії Aramco. У відповідь лише на озвучені наміри провести первинне розміщення 5% акцій, в британські правила лістингу найвищого преміум сегменту було внесено спеціальний розділ щодо «комерційних компаній, що контролюються державою» (у власності державного органу або іншого суверенного інституту знаходиться не менше 30% голосів). На відміну від звичайних підприємств, до подібних емітентів серед іншого не буде застосовуватись вимога щодо мінімальної кількості акцій в обігу (25%) та щодо погодження зборами акціонерів операцій із мажоритарним акціонером. З метою забезпечення належного рівня захисту інвесторів всі інші вимоги щодо перебування у преміум сегменті біржового реєстру залишаються в силі. Це зокрема:

- погодження зборами акціонерами значних угод злиття та поглинання;
- дотримання емітентом Кодексу корпоративного управління Великобританії;
- обрання незалежних директорів;
- заборона акції із різною вагою голосу;
- обов'язкова наявність радника щодо застосування правил лістингу [152].

В контексті доходів від лістингу варто відмітити групу «офшорних» бірж, майданчиків що спеціалізуються на допуску до реєстрів широкого асортименту різноманітних фінансових інструментів іноземних емітентів. Так, наприклад, за результатами 2016р. майже 70% доходів Ірландської фондової біржі було згенеровано платою за лістинг, що значно вирізняє її з поміж традиційних фондових бірж та робить беззаперечним лідером за розміром біржового реєстру – більш ніж 36 тис. фінансових інструментів випущених емітентами з 90 країн, зокрема, й з України [153].

За своїм визначенням біржа є організатором торгівлі. Забезпечуючи правові, організаційні, технічні та інші умови, біржа отримує винагороду від учасників торгівлі. Традиційно, доходи від торгівельних операцій фінансовими інструментами генеруються у вигляді відрахувань від кожної угоди укладеної в рамках торгівельної системи біржі. Обсяги та механізми нарахування цієї винагороди з часом змінювались й сьогодні визначаються такими факторами:

- макроекономічні ринкові умови;
- обсяги угод, що укладаються;
- набір інструментів, що пропонується біржею для торгівлі в рамках своєї платформи;
- механізм ціноутворення;
- програми розподілу доходу із учасниками ринку та угоди із маркет-мейкерами.

Усвідомлення чіткої прямої залежності між обсягом та вартістю угод із акціями та макроекономічними умовами призвели до того, що переважна більшість бірж почала пропонувати трейдерам можливість торгівлі деривативами, насамперед

фінансовими. Це відбувалось як шляхом консолідації на національному та міжнародному рівнях, так й через впровадження власних нових платформ для торгівлі похідними.

Як наслідок, сьогодні серед провідних біржових груп світу дохід від організації торгівлі деривативами перевищує надходження від операцій із традиційними цінними паперами (акціями та облігаціями). Виключення становлять лише Японська та біржа Nasdaq. Сінгапурська біржа та група Cboe характеризуються майже збалансованими надходженнями від двох груп фінансових інструментів (рис. 2.7.). Варто відмітити холдинг Німецької біржі, де за результатами 2017 року доходи від підрозділу по торгівлі деривативами Eurex майже в шість разів перевищують виручку платформи Xetra та Франкфуртської фондової біржі.

Найяскравішим прикладом високого рівня дохідності організації торгівлі саме похідними є товарна біржа CME. Майданчики цієї групи (Чиказька товарна біржа, Чиказька торгівельна палата та Нью-Йоркська товарна біржа) ніколи не провадили торгівлю акціями, але, незважаючи на це, саме CME є найдорожчим біржовим холдингом в світі (див. табл. 2.8).

Розвиток інформаційних технологій та конкурентна боротьба призвели, як до абсолютного зменшення торгівельних комісій з боку бірж, так й масового запровадження практики стимулюючих тарифів. Мова йде про перерахування частини доходу біржі від торгівельної комісії на користь певної категорії трейдерів. Торгівці отримують винагороду за надсилання лімітних замовлень, й з іншого боку сплачують комісію за надання ринкових заявок. В такий спосіб біржі намагаються переманити ліквідність із конкурентних майданчиків або позабіржового ринку.

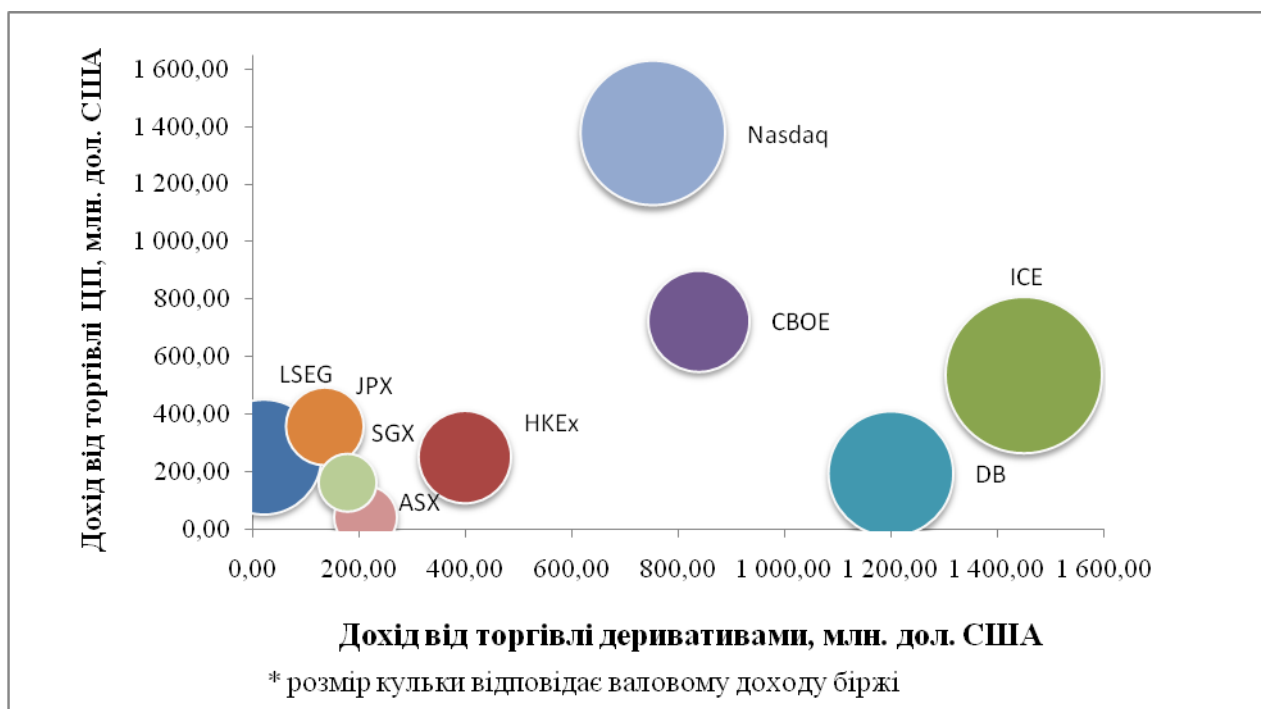


Рис. 2.7. Співвідношення доходів від організації торгівлі фінансовими інструментами різного виду та валового доходу провідних біржових холдингів за підсумками 2017 фінансового року

Джерело: складено автором за даними річної фінансової звітності біржових холдингів: LSEG, DB, HKEEx, JPE, ICE, Nasdaq, Cboe, ASX, SGX

Подібна практика є досить суперечливою, оскільки мотивує брокерів направляти замовлення клієнтів на біржу із більшою компенсацією, а не кращою ціною [154]. Водночас вона є домінуючою на багатьох розвинутих ринках. Так, зокрема в США, на трьох найбільших біржах за результатами 2017 року співвідношення між виплаченою компенсацією та отриманою комісією мало такий вигляд:

- Nasdaq: 47,9% (2,418 млрд. проти 1,158 млрд. дол. США);
- ICE (NYSE): 38,5% (3,131 млрд. проти 1,205 млрд. дол. США);
- Cboe: 54,3% (1,565 млрд. проти 0,849 млрд. дол. США).

Таким чином, два традиційних напрямки одержання грошових надходжень фондовою біржею: плата за обслуговування торгівельних операцій та відрахування за лістинг перебувають в чіткій прямій залежності від кон'юнктури світового фінансового ринку. З метою мінімізації ризиків недоотримання доходів від

циклічних коливань економіки, біржі прагнуть розширювати спектр послуг, які вони можуть запропонувати потенційним споживачам.

Біржі, володіючи значними матеріально-технічними та фінансовими ресурсами, досвідом та клієнтською мережею, поглинають інших обслуговуючих суб'єктів фондового ринку. Як наслідок, біржові групи через свої підрозділи, охоплюють майже всі елементи ланцюга доданої вартості, що генерується сучасною інфраструктурою ринку капіталів (рис. 2.8.). Виробнича диверсифікація призвела до того, що послуги, які раніше вважалися для бірж допоміжними, сьогодні є невід'ємним елементом успішного функціонування будь-якого біржового холдингу, та забезпечують значну частку грошових надходжень.



Рис. 2.8. Ланцюг доданої вартості сучасної інфраструктури ринку капіталів

Джерело: складено автором

Продовженням угоди купівлі-продажу фінансового інструменту на організованому ринку є стадія після-торгівельних операцій. До них належить весь широкий спектр послуг щодо мінімізації ризиків під час депозитарних операцій із цінними паперами, клірингу та управлінню заставами.

В багатьох країнах біржові холдинги є єдиними або мажоритарними акціонерами депозитаріїв цінних паперів. Особливо тут слід виділити групу Німецької біржі, яка є власником Clearstream, одного з двох міжнародних депозитаріїв в світі. Зберігаючи цінні папери різного виду та надаючи кастодіальні послуги керуючим активами, цей структурний підрозділ генерує більше третини доходів всієї групи. До речі, майже 10% статутного капіталу іншого міжнародного

депозитарію Euroclear була придбано у 2017-2018 роках холдингом ICE за 619 млн. дол. США.

Посткризова регулятивна реакція значно збільшила значення такого елемента інфраструктури як центральний контрагент (CCP від англ. Central Counter Party). Абсорбуючи ризики від учасників торгівлі, CCP стабілізують ринок, забезпечуючи його цілісне функціонування. Переважна більшість панєвропейських клірингових установ належать до тієї або іншої біржової групи. Одним із найбільших з них є LCH, мажоритарним акціонером якого є LSEG. Як центральний контрагент LCH обслуговує операції із такими групами активів: акціями, облігаціями, інвестиційними сертифікатами, валютою, різноманітними біржовими похідними як фінансовими, так й товарними, та що найважливіше – позабіржовими деривативами, насамперед свопами.

Законодавчий імператив щодо обов'язкового клірингу процентних свопів робить цю сферу діяльності особливо перспективною. За останні п'ять років номінальна вартість подібних похідних, що пройшла через LCH, зросла із 508 трлн. до 874 трлн. дол. США, а кількість угод збільшилась із 224 тис. до 1,227 млн.. Як наслідок, за підсумками 2017 року лише кліринг позабіржових деривативів приніс LSEG дохід в розмірі 311 млн. дол. США [135].

Алгоритм дії центрального контрагента передбачає внесення учасниками торгівлі гарантійної маржі у формі грошових коштів або ліквідних цінних паперів. Вказані суми відображені у консолідованих балансах біржових груп й вимірюються десятками й сотнями мільярдів доларів. Подібні масштаби дозволяють біржовим операторам отримувати додаткові доходи від розміщення вказаних сум на короткострокових депозитах. Так, за підсумками 2017 фінансового року інвестиційні доходи LSEG, HKEx та Німецької біржі відповідно становили: 231 млн., 104 млн. та 232 млн. дол. США.

Зміст інформаційних послуг полягає у розповсюдженні різноманітних даних різного ступеня обробки, пов'язаних із професійною діяльністю біржі. Це стосується всього масиву інформації щодо змін цін на фінансові інструменти, розміру угод,

руху ринкових індексів в реальному часі та накопиченої за різні періоди в минулому.

Традиційними споживачами цих послуг є:

- інформаційні агенції (Bloomberg, Thomson Reuters), що після додаткової обробки розповсюджують дані на платній основі серед інституційних інвесторів;
- дилери-трейдери, що спеціалізуються на комп'ютеризованій торгівлі фінансовими інструментами. Саме для цих суб'єктів біржова інформація є критично важливою, оскільки на її основі будуються алгоритми, що закладаються в основу торгівельної стратегії. На скільки повними, ексклюзивними та оперативними будуть дані залежить прибутковість та виживання подібних торгівців.

Варто відмітити, що інвестори-фізичні особи користуються біржовою інформацією, здебільшого, на безкоштовній основі, але с певним часовим лагом. Як правило, законодавець зобов'язує організаторів торгівлі оприлюднювати певну частину даних в обов'язковому порядку.

В сучасних умовах існування численних майданчиків різноманітних фінансових інструментів навіть в рамках єдиних холдингів підвищує складність ринкової структури та генерує великі масиви інформації. Це також відкриває перед біржами нові можливості для створення доданої вартості. Володіючи інструментарієм та ресурсами, біржові групи створюють спеціальні підрозділи та поглинають сторонні аналітично-інформаційні структури для максимального розширення лінійки інформаційних продуктів. З іншого боку попит на них зростає через стрімкий розвиток пасивного інвестування.

На глобальному ринку інформаційних послуг виділяються два лідери – ICE та LSEG. В першому випадку створення інформаційних продуктів проходить з нуля всі стадії виробничого ланцюга в рамках єдиного холдингу. Оперуючи 12 майданчиками різних груп активів в Північній Америці, Європі та Азії, холдинг має величезний власний інформаційний ресурс. На його основі біржа розробляє методологію, розраховує та розповсюджує цінові індекси по акціям, облігаціям та деривативів. Після придбання у 2017 році відповідного підрозділу у Bank of

America Merrill Lynch, вартість активів, що перебувають під управлінням інституційних інвесторів та прив'язані до індексів біржі, зросла майже до трильйона доларів США. Через дочірнє підприємство ICE Benchmark Administration холдинг є уповноваженим адміністратором таких важливих показників світового фінансового ринку як ставка LIBOR та котирування Лондонської асоціації дорогоцінних металів.

Аналітичні підрозділи ICE надають послуги з оцінки та визначення справедливої вартості широкого кола фінансових інструментів (майже 2,7 млн. боргових цінних паперів із 145 країн). Оціночні дані доповнюються реферативною описовою інформацією щодо 11 млн. фінансових інструментів із 210 ринків, які передаються кінцевим споживачам по власним швидкісним комунікаційним мережах біржі. В подальшому інформація використовується інвестиційною спільнотою для побудови портфелів, оцінки стратегій, проведення стрес-тестів, управління ризиками, аналізу грошових потоків та дотримання регулятивних вимог.

Щодо LSEG, то дочірнє підприємство групи FTSE Russell було створене у 2014 році після консолідації двох індекс-провайдерів FTSE International та Frank Russell. Станом на початок 2018 року це провідний світовий центр розрахунку індексів, в основі яких активи вартістю біля 15 трлн. дол. США. Окрім цього індекси використовуються як бенчмарки при торгівлі більш ніж 200 похідними інструментами на майданчиках різних регіонів світу. Варто відмітити, що серед останніх є Сбое та CME, які є прямими конкурентами лондонського майданчика в інших напрямках біржової діяльності. За підсумками 2017 року FTSE Russell забезпечило 28% сукупного доходу LSEG в розмірі 737 млн. дол. США.

Окрім розрахунку індексів та даних про торги біржі розповсюджують детальну інформаційно відносно емітентів, що пройшли лістинг. Це стосується інформації щодо фінансового стану, планів проведення майбутніх випусків, виплати дивідендів, проведення зборів, взаємодії з інвесторами в цілому тощо. Також популярні послуги для емітентів та учасників торгів щодо оперативного формування та подання звітів для регуляторних органів. Через відповідний

підрозділ LSEG протягом 2017 було передано більше 300 тис. подібних повідомлень.

Важливим джерелом доходу особливо для деяких біржових груп є технологічні послуги, зміст яких полягає в розробці та реалізації торговельних систем для інших майданчиків. Цей елемент прибутку формується з: продажу ліцензій на використання торговельних технологій, оплати за їх після продажне обслуговування та консультування.

Окрім цього до технологічних послуг можна віднести надходження від абонентської плати за забезпечення технологічного доступу до внутрішньо-біржових мереж. Також біржі отримують значні суми від торгівців за право розміщувати їх торгові термінали у дата-центрах якомога ближче до серверів самого майданчика (так зване «спільне розміщення», від англ. – co-location).

Необхідність великих капіталовкладень не дозволяє більшості бірж займатися розробкою й впровадженням власних торговельних систем. Відсутність досвіду, ноу-хау та технологій з одного боку, та орієнтація сучасних майданчиків на отримання прибутку, а від так економію витрат, примушує багатьох біржових операторів звертатися до сторонніх постачальників.

Лідером в розробці спеціальних комп'ютерних систем для учасників ринку капіталу, й в першу чергу організаторів торгівлі, можна вважати холдинг Nasdaq. Саме він має найбільшу клієнтську базу та набір послуг. Системи Nasdaq використовуються 90 майданчиками із 50 країн світу. Й це не лише майданчики із ринків, що формуються (біржі Стамбулу, Дубаї, Колумбії, Малайзії), а й з розвинутих країн, зокрема: Австралійська, Швейцарська, Сінгапурська, Гонконгська, Токійська товарна біржі та інші. За результатами 2017р. дохід від технологічних послуг Nasdaq склав 584 млн. дол. США, що становить 15% від загальної виручки групи у 2017р. Флагманська платформа холдингу LSEG – Millennium Exchange використовується майже 40 організаціями, найвідомішими з яких є біржа Осло та Йоганнесбург.

Група непрофільних послуг включає в себе різноманітні за напрямками джерела грошових надходжень не пов'язаних із торгівлею цінними паперами. Серед іншого до них можна віднести:

- штрафи накладені на учасників торгівлі за порушення правил біржі;
- доходи від реклами;
- доходи від освітніх послуг;
- надходження від оренди приміщень біржі.

Треба відмітити, що ця група доходів є спорадичною за природою та в цілому не впливає на загальний рівень дохідності того чи того майданчика.

2.3. Диджиталізація біржової діяльності

Біржова діяльність покликана забезпечувати умови для концентрації попиту та пропозиції на біржові активи та, як наслідок, формування справедливої ринкової ціни. Ефективність виконання цієї функції залежить від особливостей біржового механізму, тобто структури окремо взятого організованого ринку. Саме біржовий механізм як поєднання торгівельної системи та правил торгівлі визначає успіх того чи того майданчику в жорсткій конкурентній боротьбі по залученню та утриманню ліквідності. Біржовий механізм як багатогранне явище можна класифікувати за багатьма ознаками (табл. 2.11).

В ході свого історичного розвитку організація біржової торгівлі зазнавала постійного вдосконалення та модифікування для максимально ефективного задоволення потреб своїх користувачів. Операційна ефективність комп'ютеризованої віддаленої торгівлі порівняно із угодами в залі біржі не підлягає сумніву. В сучасних умовах фізична присутність торгівців у приміщені біржі є даниною традиціям, та збереглась на лічених майданчиках по всьому світі. Серед великих організаторів торгівлі, окрім NYSE до останніх належать Франкфуртська та Мадридська фондові біржа.

Таблиця 2.11

Класифікація біржового механізму

За присутністю трейдерів на торговому майданчику в приміщенні біржі	За режимом торговельної сесії	За формуванням ліквідності
- віддалені комп'ютерні торги (remote automated trading systems)	- безперервна торгівля (continuous markets)	- ринок котирувань (quote-driven market)
- торгівля в залі біржі (floor-based trading systems)	- дискретний «онкольний» ринок, тобто проведення торгів в чітко визначений час (call markets)	- ринок замовлень (order-driven market).

Джерело: складено автором

При цьому, за великим рахунком, приміщення торгових залів більше використовуються як туристичні локації або для різноманітних PR-заходів та конференцій самих бірж та компаній, що пройшли лістинг. Так, незважаючи на те, що за підсумками 2017 року обсяг угод із цінними паперами на Франкфуртському майданчику склав всього 3% від загального обороту групи Німецької біржі, менеджмент прийняв рішення про інвестування в реновацію будівлі торгового залу 18,5 млн. євро [155].

Окрім цього багато бірж в Азійському регіоні, вже використовуючи комп'ютеризовані системи, все одно вимагали від своїх брокерів фізичної присутності на біржовому майданчику. Це полегшувало адміністрації бірж регулювання діяльності трейдерів. Для багатьох брокерів привабливість присутності на біржовому майданчику пояснюється можливістю спілкування в «своєму колі», серед колег. З цієї причини, навіть коли вимога фізичної присутності вже відмінена, трейдери все одно працюють безпосередньо на біржі.

Сьогодні біржові механізми характеризуються змішаною формою торгівлі, яка поєднує електронну книгу замовлень, що акумулює заявки торговців на безперервній основі, із періодичними аукціонами. При цьому в деяких випадках

ліквідність формується не лише замовленнями, а й постійними котируваннями маркет-мейкерів.

Ключова ознака дискретно-аукціонної форми торгів – це концентрація потоків замовлень, як попиту, так й пропозиції, й як наслідок, формування на їх основі рівноважної ціни. Це яскраво проявляється під час закриття операційного дня, коли попит укладати угоди по цінах закриття дуже великий, а також у випадках відновлення торгівлі після переривання (з тих чи інших причин) біржової сесії. В подібній ситуації дискретні аукціони здатні «надати» ринку найбільш ефективну ціну.

Традиційно подібна форма торгівлі була характерною для малоліквідних ринків, що формуються. Однак в сучасних умовах на сформованих ринках також має місце концентрація торгівлі під час аукціону, що проводиться в кінці операційного дня. Так, за підсумками 2017 року 26% всіх угод на NYSE відбувалось саме в ході останнього аукціону. Це пояснюється розповсюдженням індексного інвестування, зменшенням попиту на акції невеликих компаній та намаганням крупних інвесторів уникнути впливу комп'ютеризованих трейдерів [156].

Біржовий механізм зазнає постійної еволюції під дією факторів, що наведені на рис. 2.9.

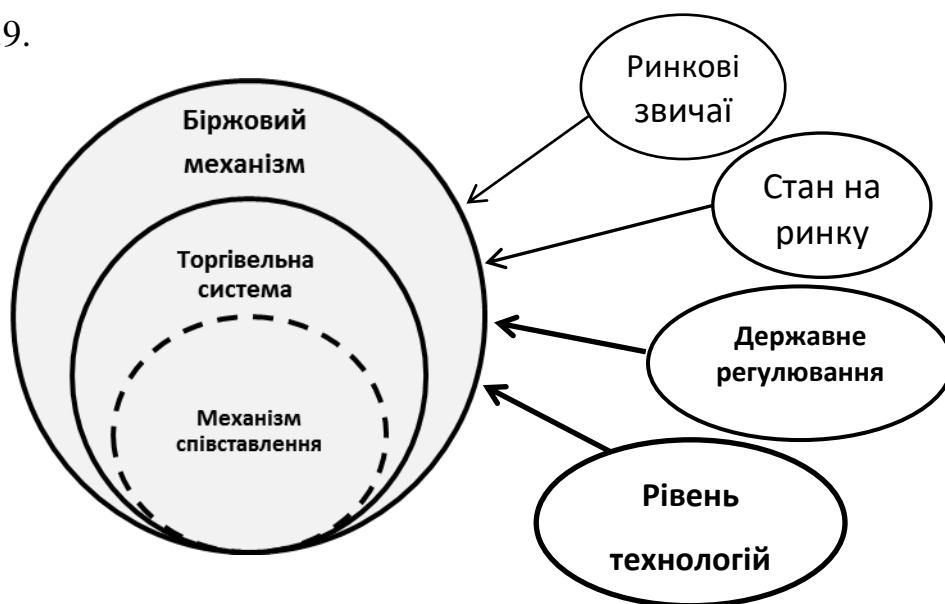


Рис. 2.9. Фактори впливу на біржовий механізм

Джерело: складено автором

Безумовно найбільший вплив на структуру діючого біржового механізму справляють наявні технології. Фахівці IOSCO відзначають, що використання технологічних інновацій біржами, серед іншого [157]:

- якісно пришвидшує укладання угод із фінансовими інструментами, збільшуючи точність та швидкість передачі заявок та час їх виконання;
- сприяє інтеграції різних систем торгівлі та після-торгівельних операцій на горизонтальному та вертикальному рівні;
- робить можливим угоди на відстані, розширюючи час роботи в декількох часових поясах;
- збільшує прозорість й покращує можливості державним регулятивним органам провадити ефективний нагляд;
- підвищує клієнтоорієнтованість біржових механізмів та їх ризик-менеджмент.

Розвиток комп'ютерних технологій впливає на основний елемент біржового механізму – торговельну систему, яка являє собою набір технологічних, технічних та програмних засобів, що забезпечують укладання угод із фінансовими інструментами в рамках торговельного майданчику. Сучасна торговельна система є багатоступеневою модульною платформою, кожен елемент якої виконує певний набір функцій (табл. 2.12).

Таблиця 2.12

Структурні елементи сучасної торговельної платформи та їх функції

Торговельний модуль	Блок управління угодами	Модуль розповсюдження інформації	Блок нагляду за ринком	Статистичний модуль
Формування книги заявок шляхом їх отримання, обробки та виконання. Також реалізація двосторонніх угод та адресних заявок, що укладаються поза основної ліквідності	Обробка всіх укладених угод, їх публікація, модифікація або анулювання та передача далі по ланцюгу після-продажних операцій до ССР та депозитарних установ	Розповсюдження серед членів біржі, інформаційних агенцій та наглядового персоналу всієї інформації щодо торгівлі (перерахунок індексів, новини тощо)	Постійний моніторинг та контроль за операціями на ринку та реакція та вирішення форс-мажорних ситуацій під час торгівлі	Зберігання та накопичення точної та актуальної інформації щодо біржових продуктів, емітентів та членів біржі. Формування статистичних звітів

Джерело: складено автором за даними [158]

Ядром торгівельної система є так званий механізм співставлення (від англ. – matching engine), програмний та технічний комплекс, що забезпечує формування цін на фінансові інструменти в ході торгів. Співставлення конкуруючих заявок на купівлю та продаж відбувається відповідно до заданих алгоритмів. Оперативність та безперебійність роботи цього механізму є життєво важливо для всієї біржової екосистеми. Конкурентна боротьба між торгівельними майданчиками по залученню ліквідності призвела до того, що сьогодні час обробки заявок внутрішнім процесорами біржі може бути не більшим за 25 мікросекунд [159]. Детальна характеристика важливих функціональних параметрів сучасних торгівельних систем наведена у табл. 2.13.

Розвиток комп'ютерних технологій не лише дозволив біржам збільшити у геометричній прогресії обсяги можливих біржових операцій, але й дав можливість торгівцям ефективно автоматизувати процедури, пов'язані з прийняттям інвестиційних рішень. Подібна тенденція найяскравіше проявляється в проліфікації так званої „алгоритмічної торгівлі” (від англ. - algorithmic trading).

Чіткого загальновживаного визначення вказаного терміну не існує. Відповідно до А. М. Слободяник, алгоритмічна торгівля – «це процес використання комп'ютерів, запрограмованих для виконання визначеного набору інструкцій для розміщення торгівлі з метою отримання прибутку зі швидкістю та частотою, яка неможлива для людини-трейдера» [160]. В свою чергу, Черняк О.І., Васильченко І.І. визначають алгоритмічну торгівлю «як стратегію, побудовану на можливості швидкого прийняття та реалізації інвестиційних рішень (зазвичай за допомогою «механічних» торгових систем, що підказують рішення трейдерам, або з використанням алгоритмів, які торгують без участі людини)» [161].

Таблиця 2.13

Характеристика функціональних параметрів сучасних торговельних систем

Назва параметру	Характеристика
Доступність	співвідношення часу, коли система забезпечувала безперебійне проведення торгів, та часу, коли система повинна забезпечувати проведення торгів згідно передбаченого розкладу
Надійність	здатність забезпечувати безперебійне проведення торгів за умови, що деякі компоненти виходять з ладу
Відновлюваність	здатність швидко відновлювати працездатність системи та проведення торгів після аварії
Сумісність	здатність ефективно взаємодіяти із системами, що виконують суміжні функції – кліринговими, розрахунковими; системами користувачів – брокерськими, розповсюдження ринкової інформації; системами інших торговельних майданчиків та регуляторів ринку
Масштабність	можливість нарощування пропускну здатності системи без її кардинальної переробки, за рахунок збільшення потужностей та/або кількості, розрахункових та телекомунікаційних засобів
Функціональна розширюваність	здатність розширювати функціональні можливості та конфігурації процедур обробки інформації без відчутної переробки системи, зокрема, розширювати коло активів, що можуть обертатися на торговельному майданчику

Джерело: розроблено автором.

Одне з найлаконічніших, але не менш влучних визначень дають Кіріленко А.А. та Ло А.В. – «використання математичних моделей, комп'ютерів та телекомунікаційних мереж для автоматизації купівлі-продажу фінансових інструментів» [162]. Відповідно до С.Майорова даний термін в широкому сенсі означає автоматизоване надсилання (в тому числі зміна та відміна) замовлень в торговельну систему у відповідності до тих чи інших алгоритмів за мінімального людського втручання. До алгоритмічної торгівлі, зокрема, відносять: програмовану торгівлю та індексний арбітраж (від англ. - program trading and index arbitrage), інтелектуальну маршрутизацію заявок (від англ. - smart order routing), торгівлю проти «сигнальних заявок», високочастотну торгівлю (від англ. - high frequency trading, HFT) [163].

Високочастотну торгівлю серед інших методів комп'ютеризованого інвестування вирізняють такі риси:

- велика кількість повідомлень (заявок, котирувань та їх анулювань) протягом торгівельної сесії;
- обов'язкове закриття позиції в кінці торгівельного дня;
- виключно короткострокове інвестування;
- швидкісний доступ до біржового серверу через наблизений хостинг для мінімізації часу відгуку;
- операції виключно із високоліквідними інструментами та за власний рахунок.

Вплив алгоритмічної та високочастотної торгівлі зокрема, на розвиток сучасного біржового механізму важко переоцінити. За підрахунками TabbGroup, частка HFT-торгівців на ринку акцій США зросла із 20% у 2005 році до майже 50% у 2016р. При цьому пікових значень вплив подібних учасників досягав у після кризовий період 2009 року, коли на них припадало до 70% всіх операцій із акціями. Це пояснювалось високою волатильністю ринку та мінімальною активністю традиційних його учасників, зокрема інвестиційних банків та фондів. За даними Комісії з торгівлі товарними ф'ючерсами у період з 2012 по 2014 роки в США алгоритмічна торгівля була задіяна однієї із сторін у 80% операцій із валютними ф'ючерсами, в 67% та 62% операцій із ф'ючерсами на відсоткові ставки та акції відповідно [164].

Практика алгоритмічної, й зокрема високочастотної торгівлі характеризується суперечливим ставленням. З одного боку, емпіричні дослідження підтверджують позитивний вплив подібних стратегій на ринкові параметри: зменшуються спреди та трансакційні витрати учасників торгівлі, зростає ліквідність ринку, більш ефективно формується ціна та падає волатильність[165; 166; 167]. З іншого боку, високочастотна торгівля піддається критиці за підрив довіри інвесторів до ринку, недобросовісні практики торгівлі та отримання комп'ютерними трейдерами несправедливих переваг у порівнянні з іншими учасниками торгів.

Високочастотних торгівців також розглядають як безпосередніх винуватців розповсюдження так званих «флеш» криз. Найвідоміший з них стався „06” травня 2010 р., коли фондовий індекс Dow Jones Industrial Average за 15 хвилин впав майже

на 7%, або на 998,5 пункти, що призвело до сумарної втрати капіталізації майже на 1 трлн. дол. США. При цьому за декілька хвилин індекс зріс в зворотному напрямку, продемонструвавши одне з найбільших коливань на протязі одного біржового дня – 1010,14 пункти. Двадцять найбільших подібних коливань DJIA за період з 1987 року мали місце після 2008 року, час активного зростання комп'ютеризованої торгівлі [168].

Розповсюдження торгівельних роботів та автоматизованих систем подачі замовлень радикальним чином змінює наявні біржові механізми. Всі провідні майданчики перманентно вдосконалюють власні торгівельні електронні системи з метою задоволення потреб алгоритмічних трейдерів.

Насамперед зазначені зміни проявляються у:

1. збільшенні пропускної здатності торгівельних систем, тобто максимально можливої кількості замовлень, що можуть опрацьовуватись біржею (bandwidth);
2. зменшенні часу реагування та підтвердження на надіслані на біржу замовлення, так званий час відгуку (latency);
3. допуску технічних засобів, що підтримують клієнтські брокерські системи, безпосередньо на території біржових розрахункових центрів (co-location) [169].

Конкурентоспроможність торгового робота залежать від того на скільки вчасно та раніше за інших, інформація про біржові котирування потрапляє в торгівельну систему електронного брокера з метою її врахування в заданому алгоритмі. Тому серед двох брокерів, що хочуть торгувати на панєвропейському майданчику Euronext, торгівець, що оперує із Лондону, потенційно знаходиться у кращому становищі, аніж брокер із Парижу. Це відбувається, оскільки головний сервер даного майданчику знаходиться в 30 милях від Лондону, у містечку Базілдон в дата-центрі холдингу ICE, а віддаленість торгового терміналу торгівця від системи біржі на 100 миль зменшує час отримання інформації на мілісекунду [170]. Оскільки, торгівельні алгоритми оперують в масштабах мікросекунд, це є досить суттєвим фактором втрати конкурентної переваги. Наприклад, за підрахунками М.Балдауфа та Дж. Моллнера середній час надходження інформації від біржі Nasdaq до торгівця

щодо угод із паперами біржового фонду SPDR S&P 500 становив 31 мікросекунду [171].

Саме тому, з метою мінімізації затримки сигналу, біржі почали пропонувати торговцям послугу щодо розміщення власних торгових станцій в безпосередній близькості від сервера біржі. Проаналізувавши діяльність 24 бірж в різних регіонах світу вчені довели, що саме активність високочастотних трейдерів в середньому через рік призводить до появи на біржі послуги по спільному розміщенню серверів [172].

Зазначені процеси призвели до того, що епіцентр біржової активності змістився з торговельних залів до місць розміщення дата-центрів, де розміщені біржові процесори. В такій спосіб, важливість фізичної присутності учасника торгівлі на біржі залишається важливою, однак на якісно новому рівні – не в формі безпосереднього брокера фахівця, а у вигляді комп'ютерної станції.

Варто відмітити, що з часом вплив та динаміка розвитку спеціалізованих високочастотних торговців на ринку акцій зменшилась. В США за період з 2009 по 2016 роки їх сукупні прибутки впали із майже семи млрд до одного млрд. дол. США. З одного боку, це відбулось через зростаючу конкуренцію, оскільки ринок мав невисокі бар'єри для входу, на ньому постійно з'являлись нові учасники. Разом із цим зменшувались й обсяги торгівлі акціями, через популяризацію пасивного інвестування. З іншого боку, біржі розуміючи критичну важливість біржової інформації для HFT-торговців використали цю бізнес можливість для збільшення власних прибутків [173].

У 2016 в США отримала ліцензію нова незалежна від великих холдингів фондова біржа Investors Exchange (IEX). Метою її діяльності є створення «рівних можливостей» для всіх учасників торгівлі. Тому, біржа не пропонує послуги спільного розміщення та запроваджує так звану «штучну дорожню нерівність» (від англ. - speed bump). Остання являє собою навмисне сповільнення часу отримання заявок від трейдерів на 0.00035 секунди, для того щоб швидкісні торговці не мали переваг над іншими інвесторами. Досягається це розміщенням перед процесором

біржі додаткового оптичного кабелю довжиною 61 км. За два роки частка ІЕХ на ринку організації торгівлі акцій досягла 3% [174]. Це може слугувати показником вірної бізнес-стратегії майданчику, орієнтованої на інвесторів, що не хочуть чи не можуть конкурувати із HF-торгівцями.

Особливе місце в системі біржового механізму належить оптовим угодам. Оптовою торгівлею на фондовому ринку називаються операції, які через їх розміри важко здійснити за допомогою стандартних для даного організованого ринку процедур. Хоча оптова торгівля репрезентує невелику кількість угод з усієї кількості операцій на будь-якій біржі, як правило, на них припадає значна частка загальних обсягів торгівлі, через значні розміри подібних операцій. Ініціаторами оптових угод виступають зазвичай інституціональні інвестори та багаті фізичні особи.

Реалізація на біржі подібних операцій пов'язана з двома проблемами: пошуком відповідного контрагента та можливим впливом операції на ціну. Проблема пошуку іншої сторони угоди, яка б володіла необхідною кількістю цінних паперів (або грошей) полягає в тому, що багато так званих «постачальників» ліквідності не бажають викривати свій інтерес до подібних операцій. Вони не надсилають замовлень на ринок, але у випадку звернення з боку іншої сторони погодяться розглянути відповідну пропозицію.

Головна проблема з якою стикаються ініціатори оптових угод, це негативний вплив на ціну. Введення великого замовлення може привести до небажаної зміни ціни на ринку. Замовлення на купівлю значно підвищить попит, а від так й ціну придбання, замовлення на продаж навпаки ціну понизить. Щоб убезпечити себе від подібного сценарію та не розкриття своєї позиції, інституціональні інвестори як головні гравці на оптовому ринку, потребують анонімності при проведенні великих операцій. Як наслідок, виникає так звана „темна ліквідність” (від англ. - dark liquidity), що включає в себе великий масив угод із мінімальною відкритістю щодо ціни та обсягу. Подібні угоди можуть укладатись на:

а) традиційних біржах за допомогою скритих або так званих «айсберг» замовленнях;

б) електронних торгівельних системах, що збирають замовлення від учасників торгівлі в рамках власних книг лімітних ордерів та розкривають лише після торгівельну інформацію;

в) перехресні або крос-мережі, які агрегують, але не публікують заявки клієнтів та співставляють їх по відношенню до референтних цін інших відкритих ринків;

г) внутрішньо-брокерські системи, що інтерналізують замовлення своїх клієнтів між собою або із власним портфелем [175].

Останні три групи структур отримали назву так званих «темних пулів» (від англ. - dark liquidity). Через не розкриття перед-торгівельної інформації вони дозволяють учасником ринку укласти угоди з мінімальним впливом на публічний, відкритий ринок. При цьому інформація щодо вже укладених угод, їх цін та обсягів, розкривається з максимально допустимою затримкою.

Подібні структури характеризуються широкою різноманітністю та класифікуються зокрема за: характером учасників торгівлі, режимом встановлення ціни та структури власності. Так, темні пули можуть бути створені незалежними структурами (ITG POSIT, INSTINET, LIQUIDNET), консорціумами банків та трейдерів (LeveL, BIDS), а також окремими інвестиційними банками або брокерами.

Останні є особливо популярними оскільки дозволяють великим брокерам інтерналізувати угоди власних клієнтів-принципалів, без направлення замовлень у зовнішні торгівельні системи. Подібні системи існують завдяки поєднанню інституційних та роздрібних потоків замовлень з власним брокерським бізнесом. Так, провідними брокерськими „темними пулами” є UBS ATS, CROSSFINDER, SUPER X, MS-POOL та SIGMA X, які відповідно належать відомим транснаціональним банківським групам UBS, Credit Suisse, Deutsche Bank, Morgan Stanley та Goldman Sachs.

Обсяг угод із акціями, що укладаються в рамках «темних пулів», в США за період з 2008 по 2015 рік зросли з 7.51% до 16.57% [176]. Подібна тенденція в різній інтенсивності мала місце й на інших сформованих ринках. Зокрема, в Австралії, частка всієї скритої ліквідності зросла до більше ніж 30% [177].

Популярність виконання угод із обмеженою відкритістю зростала із збільшенням ролі високочастотних торгівців. Укладаючи угоди в межах «темних пулів», інституційні інвестори намагаються уникати небажано впливу на ціну з боку комп'ютеризованих торгівців, чий алгоритми в рамках відкритих ринків можуть викривати наявність великих ордерів та грати проти них.

З часом діяльність „скритих пулів ліквідності” на практиці почала не в повній мірі відповідати задекларованій меті їх створення. Призначені для анонімного виконання саме оптових угод, сьогодні майданчики „закритої ліквідності” оперують невеликими пакетами акцій, схожими із контрактами, що укладаються на публічних ринках. З іншого боку, перетікання великої частки ліквідності на закритті майданчики поставила під загрозу ефективне виконання вторинним ринком своєї головної функції – ціноутворюючої [178]. Як наслідок, законодавці вирішили збільшити прозорість операцій «темних пулів», або в загалі обмежити їх діяльність.

Схема взаємодії сучасного торгівельного майданчика із основними учасниками наведена на рис. 2.10. Інвестори спрямовують свої заявки на ринок через брокера або прямий віддалений доступ. Високочастотні торгівці проводять операції шляхом спільного розміщення серверів у дата-центрах біржі та точках присутності. Ринкова інформація, що формується в ході торгів, відправляється торгівельною платформою безпосереднім учасникам, стороннім позабіржовим системам для відстеження референтних цін та спеціалізованим агенціям, які після додаткової обробки продають її користувачам.

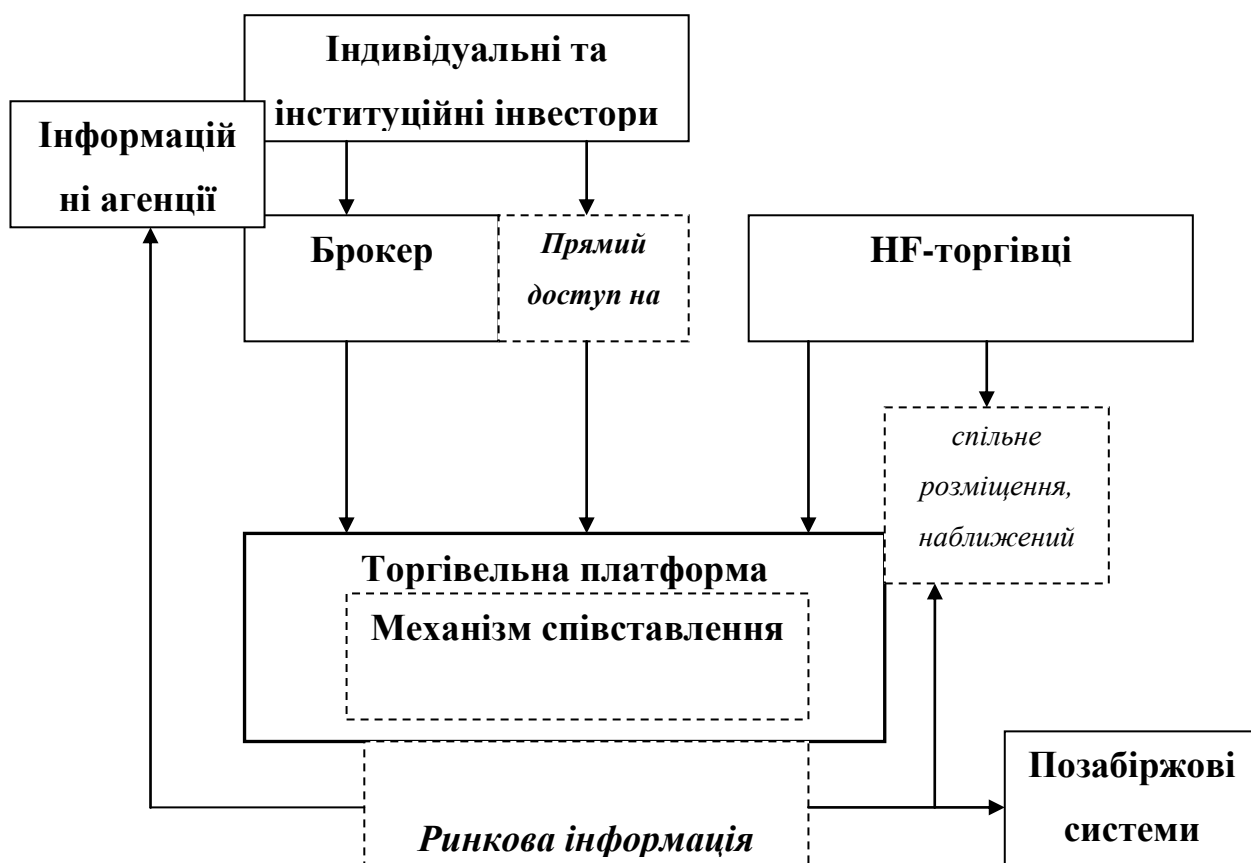


Рис. 2.10. Екосистема сучасного торговельного майданчику

Джерело: складено автором

Окрім розглянутих вище особливостей різноманітних торговельних систем біржові механізми відрізняються один від одного також правилами торгівлі, що використовуються на тому чи іншому ринку. Подібні правила, серед іншого, регламентують питання: мінімального розміру лоту та кроку зміни ціни (тік), типів замовлень та котирувань, що можуть бути використані трейдерами, порядку зупинки торгів та їх відновлення тощо.

Так, наприклад, до кінця XX ст. мінімально допустима зміна ціни на американських біржах визначалась простим дробом. Мінімальний тік на NYSE до червня 1997р. становив 1/8 дол. США, потім його було зменшено до 1/16 дол. США. У 2001р. було прийнято Акт про децемілізацію, згідно якого мінімальний розмір зміни ціни можна було позначати тільки десятинним дробом, а розмір тіку зменшено до одного центу. У поєднанні із комп'ютеризацією торгівлі, це призвело до зменшення спредів, а від так до скорочення вартості торгівлі, що безумовно було

на користь інвесторів. Зменшення кроку зміні ціни на Гонконгській фондовій біржі у 2005 році також мало позитивний ефект та призвело до покращення ліквідності та збільшення обсягів торгівлі [179].

Водночас конкурента боротьба між майданчиками за потік замовлень призвела до тіку ціни меншим за один базисний пункт. Активність високочастотних торговців збільшує «шум» в книзі замовлень та підвищує мікрovolatility, тобто зміну кращих пропозицій, які не мають під собою економічного значення. Це зменшує стимули для інших інвесторів приймати участь в торгівлі та підтримувати ліквідність. Для подолання подібної проблеми SEC разом із рядом бірж було проведено спеціальний експеримент по збільшенню тіку для акцій майже 1200 середніх за капіталізацією компаній. Проект тривав з 2016-2018 роки однак не приніс бажаних результатів, спостерігався навіть перетік торгівлі акціями із бірж за позабіржові майданчики без суттєвого зростання обсягів операцій [180].

Важливим елементом конкурентоспроможності біржової платформи є вибір ордерів, що можуть бути використані учасниками торгів. З метою задоволення потреб алгоритмічних торговців біржі постійно розширюють варіації наявних заявок. Як наслідок, останні характеризуються величезною різноманітністю. Поряд із традиційними ринковими та лімітними існує велика кількість інших характеристик ордерів, за якими торговець визначає де, коли та з ким торгувати. Так, майданчик NYSE дозволяє трейдерам використовувати понад 20 варіацій біржових ордерів [181]. Можна припустити, що подібне різноманіття збільшує комплексність організованого ринку в цілому та ускладнює операції на ньому для традиційних інвесторів [182].

Зворотнім боком комп'ютеризації та технологізації біржового механізму є зростання його комплексності. Це також підвищує ризики безперервності його функціонування, а відтак погіршення довіри інвестиційної спільноти до ринку в цілому. При цьому міжнародна взаємопов'язаність сучасних біржових платформ підвищує рівень ризику на глобальному рівні.

Види ризиків, які супроводжують роботу електронних торговельних майданчиків, наведені на рис. 2.11.

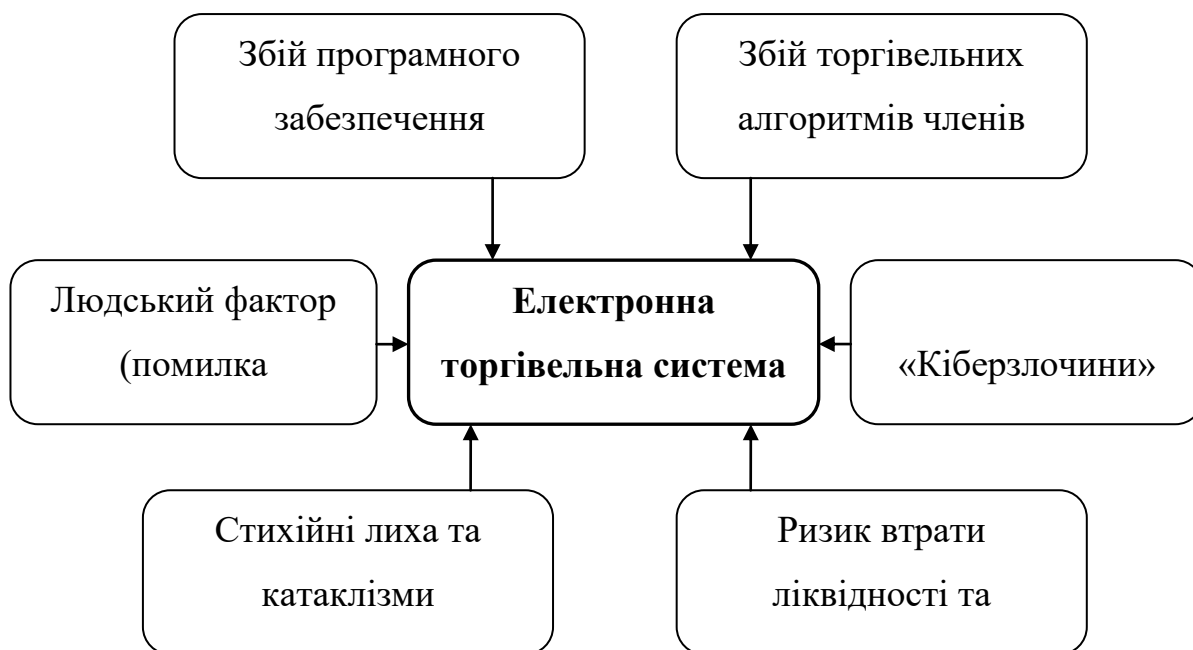


Рис. 2.11. Декомпозиція ризиків електронної торговельної системи

Джерело: побудовано автором за [157]

Збої в роботі будь-якого елементу електронних торговельних систем є характерними для бірж як розвинутих, так й ринків, що формуються. Показовими тут є два прецеденти. Перший, із невдалим IPO Facebook на майданчику Nasdaq у 2012 році. В результаті програмного збою та затримки аукціону, невиконаними залишились більше 30000 замовлень інвесторів. Як наслідок, біржі довелося сплатити рекордний для біржового оператора на той час штраф в розмірі 10 млн. та компенсувати 62 млн. дол. США інвесторам [183]. Другий випадок є знаковим, оскільки через збій в системі біржа BATS була вимушена зупини IPO власних акцій, коли їх ціна впала з 15,25 дол. до 0,01 дол. США за декілька секунд з початку торгів. В наслідок цієї помилки було також зупинено на декілька хвилин по всій країні торгівлю акціями компанії Apple [184]. Це безумно вдарило по репутації майданчика та призвело до детальних перевірок з боку регулятора.

Ризик збоїв алгоритмів учасників торгів, може призвести до різкого зростання кількості заявок, що збільшує навантаження на ядро торгівельної системи, й як наслідок підвищує її вразливість в цілому. Кібер-атаки на біржі також не є рідкістю. За даними опитування СФБ, у 2012 році майже 50% операторів зазнавали відповідних дій з боку хакерів. При цьому в більшості випадків, метою атак було не заволодіння фінансовими активами, а намагання причини збій в роботі торгівельної платформи [185].

Подібний набір ризиків змушує біржі впроваджувати спеціальні заходи, механізми та процедури з тим, щоб наявна торгівельна система функціонувала ефективно та безпечно. Ризик-менеджмент сучасних майданчиків базується на заходах постійного моніторингу та контролю критичних елементів торгівельної системи та передбачає обов'язкову наявність планування безперервності бізнесу. Кожна біржа повинна мати чіткий план дій у випадку непередбачуваних інцидентів та катастроф. Зокрема, провідні майданчики дублюють власні сервери у декількох дата-центрах, що географічно віддалені один від одного. Окрім цього, біржі обов'язково запроваджують механізми перед-торгівельного контролю, аварійних вимикачів та автоматичного зупинення торгів.

Алгоритмічна торгівля окреслила біржовий механізм в першій декаді ХХІ ст.. Швидкість укладання угод та передачі біржової інформації майже досягла фізичних меж. Якісне перетворення ринку капіталу в цілому та біржової індустрії зокрема може бути досягнуто через нові підшивні інновації, практична реалізація яких набирає обертів. До подібних технологічних інновацій належать: штучний інтелект, Big Data, хмарні технології, Smart-контракти, прикладні програмні інтерфейси та технологія розподіленого реєстру та ін.

Активне розповсюдження вказаних технологічних нововведень сприяє розширенню такого явища, як FinTech. Словник Мерріам-Вебстер дає таке визначення цього поняття: «продукти та компанії, що використовують новаторські цифрові та он-лайн технології в банківський та фінансовій галузях» [186]. Іншими

словами – це сегмент економіки, який знаходиться на перетині фінансових послуг та технологій, де новостворені технологічні компанії використовують інноваційні підходи до покращення якісно-вартісних характеристик продуктів та послуг, що надаються традиційними учасниками фінансового ринку.

В середині FinTech розвивається велика кількість напрямків, що охоплюють в тій чи іншій мірі всі сектори фінансового ринку. Серед іншого це: платіжні системи, альтернативне фінансування, InshurTech (технології у страхуванні), менеджмент персональних фінансів, WealthTech (управління активами), RegTech (технології відстеження відповідності вимогам законодавства) тощо.

Значна кількість нових технологічних компаній орієнтується на продукти саме з ринку капіталів. Підривні інноваційні технології охоплюють майже весь ланцюг вартості інфраструктури фондового ринку (рис. 2.12.). Таким чином біржі, які сьогодні є універсальними інфраструктурними інститутами, стають одними із найважливіших учасників технологічної інновації.

Залучення капіталу	Укладання угод купівлі-продажу	Після-торгівельні послуги	Інформаційні послуги
- краудфандинг - біржі стартапів - платформи випуску облігацій для МСП - платформи закритого лістингу для МСП - платформи ICO	- децентралізовані торгівельні майданчики - біржі криптовалют - торгівельні майданчики он-лайн аукціонів	- кліринг та розрахунки на основі розподільчого реєстру - ПЗ для нагляду за проф. учасниками - ПЗ для забезпечення відповідності регулятивним вимогам	- торгівля на основі квантових алгоритмів - штучний інтелект в прийнятті фінансових рішень

Рис. 2.12. FinTech на стадіях ланцюга вартості сучасних бірж

Джерело: [187]

Розглянемо більш детально, які можливості та загрози FinTech-інновації несуть виконанню сучасними біржами своїх основних функцій. Традиційна роль первинного фондового ринку полягає в створенні можливостей для емітентів залучати необхідний для розвитку капітал. В свою чергу технологічні інновації зробили можливим появу нових альтернативних майданчиків для фондування бізнесу. Однією із форм альтернативного фінансування, що динамічно розвивається, є краудфандинг, який являє собою процес акумуляції грошових коштів від багатьох осіб на реалізацію певного проекту із використанням спеціалізованої веб-платформи. З початку подібні ініціативи мали виключно соціально-культурний характер. Сьогодні об'єктами фінансування стають все частіше прибуткові, насамперед інноваційні проекти.

Як наслідок, серед багатьох видів краудфандингу наймасштабнішим стає саме інвестиційний, так званий «краудінвестинг», основною характеристикою якого є наявність фінансової винагороди, яку отримує спонсор (у цьому випадку — вже інвестор) в обмін на свою підтримку [188]. На думку Р. Шиллера, лауреата премії з економіки пам'яті Альфреда Нобеля, краудфандинг «може бути більш ефективним у фінансуванні ідей, що не окупаються швидко та мають міцні соціальні, екологічні та надихаючі цілі, які здатні розуміти лише незначний відсоток населення» [189].

Центральною ланкою краудінвестингу є спеціальні інтернет-портали, що поєднують між собою ініціаторів проектів (реципієнтів) та потенційних донорів, й в такий спосіб дозволяють стартапам або іншим МСП залучати кошти від великої кількості інвесторів. Отже, за формулю краудінвестингові майданчики схожі на організований первинний ринок цінних паперів.

Теоретично краудфандинг може забезпечити менш витратний доступ до капіталу у порівнянні із традиційними фондовими майданчиками, через:

- спрощену процедуру первинної емісії: на багато менші вимоги до розкриття інформації, відсутність як такого проспекту емісії та вимог відповідності подальшому лістингу;

- відсутність традиційних для біржової публічної емісії спонсорів та радників, які допомагають емітентам оформляти відповідну документацію, позаяк в умовах краудінвестингу остання максимально спрощена та стандартизована;

- охоплення різних груп інвесторів: оскільки відсутня «книга замовлень», не має потреби у додаткових витратах на послуги інвестиційних банкірів по залученню великих інвесторів [190].

Обсяг коштів залучених через краудінвестингові платформи демонструє відчутну динаміку. Так суми, які пройшли через портали, що розташовані в країнах континентальної Європи, зросли із 18 млн. у 2012 році до 219 млн. євро у 2016р. [191]. Для порівняння на спеціальних біржових секціях для МСП на європейських біржах у 2016р. були проведені розміщення на загальну суму 2,32 млрд. євро.

Недоліками платформ для інвестування через краудфандинг у порівнянні із фондовими біржами є:

- майже повна відсутність вторинного ринку, а від так неможливість виконувати ціноутворюючу функцію, одну із найважливіших для організованого ринку;

- обмежена кількість послуг для компаній-емітентів: жодних аналітичних даних щодо наявних та потенційних інвесторів;

Можна очікувати, що в подальшому посилення регулятивної уваги з боку державних органів буде зменшувати конкурентні переваги нових майданчиків щодо меншої «бюрократизації» та скорочувати коло потенційних інвесторів лише акредитованими, наприклад як це вже відбулось у США та Об'єднаному Королівстві. Таким чином, краудінвестингові портали сьогодні не становлять конкурентної загрози для фондових бірж. Ти з них, які зможуть виявитись лідерами, забезпечивши максимальні обсяги фінансування для компаній-реципієнтів, скоріше за все, стануть об'єктами поглинань з боку біржових холдингів.

Іншим інноваційним методом залучення фінансових ресурсів сьогодні є так зване «Первинне розміщення монет» (від англ. – Initial coin offering, ICO), яке являє собою процес протягом обмеженого періоду часу, під час якого компанії продають

заздалегідь визначену кількість цифрових токенів (криптомонет) широкому колу інвесторів в обмін або на основні криптовалюти або фіатні гроші [192]. В свою чергу цифровий токен – це цифрове свідоцтво, яке посвідчує участь або інший інтерес, що може мати цінність, права на отримання певної винагороди або виконання певних дій [193].

Кількість процесів ICO в світі збільшилась із 3 у 2015р. до більш ніж 1200 у 2018р. А сума акумульованих коштів зросла із 0,006 до більше 7 млрд. дол. США [194]. Це незначна сума у порівнянні із загальним обсягом традиційних IPO в світі. Однак якщо брати до уваги лише біржові сегменти МСП, а ICO-проекти як правило відповідають критеріям бізнесу саме такого масштабу, то ринок «цифрових» розміщень буде становити вже 35% світових IPO. Порівняльна характеристика якісних характеристик IPO та ICO-фінансування наведена у табл. 2.14. Подібна безпрецедентна динаміка пояснюється популяризацією криптовалют та піковим зростанням їх вартості в кінці 2017 початку 2018 років з одного боку, та відсутністю регулятивного середовища в переважній більшості країн світу з іншого.

Таблиця 2.14

Порівняльна характеристика IPO та ICO

	IPO	ICO
Регулятивні вимоги	Високі (обов'язково зареєстрований проспект емісії)	Відсутні та розмиті (лише інформаційних бюлетень)
Кредитна історія та фінансові результати попередніх років	Обов'язково	Не можлива (тільки оцінка майбутніх очікувань)
Тривалість розміщення	Від 4 до 6 місяців	Від 7 до 60 днів (інколи більше)
Доступ до розміщення	На практиці переважно обмежений	Переважно відкритий (за виключенням деяких юрисдикцій)
Рівень ризику	Переважно низький	Високий
Галузева належність емітента	Широка	Інноваційний сектор із домінуванням проектів, що базуються на технології «блокчейн»

Джерело: розроблено автором

Зворотнім боком дефіциту регулювання є ситуація, яку можна охарактеризувати як «дикий захід фінансів». Як наслідок, біля 80% всіх ICO у кількісному вимірі на практиці виявились шахрайським схемами [195]. Й хоча в вартісному вираженні це 10% всіх операцій, реакцією урядів багатьох країн стало запровадження доволі жорстких обмежувальних норм. Так, центральний банк КНР повністю заборонив ICO та операції із криптовалютами на території країни, а в США SEC стала вимагати реєстрації всіх цифрових розміщень у відповідності до законодавства на ринку цінних паперів.

Таким чином, ICO та краудінвестинг в цілому, навряд чи сьогодні становлять конкурентну загрозу традиційним біржовим майданчикам, оскільки оперують в секторі компаній на ранніх стадіях розвитку, та більше орієнтовані на венчурний капітал. Водночас функціонування альтернативних платформ фінансування має позитивний ефект для стейкхолдерів ринку в цілому, через:

- розширення кількості проектів, що можуть отримати доступ до венчурного фінансування;
- фокусування на інвесторах, що мають інші ніж фінансові мотиви;
- надання можливості великим компаніям отримувати фінансування від вже наявної клієнтської бази [196].

Інтенсивність процесів ICO призвела до появи в обігу великої кількості різноманітних криптоактивів у вигляді валют та токенів. Станом на початок 2019 року в обігу було 2117 цифрових інструментів із загальною капіталізацією 126 млрд. та середньодобовим обсягом операцій на рівні 13 млрд. дол. США [197]. Організаторами обігу криптоактивів на вторинного ринку виступають спеціалізовані торгівельні платформи. Й хоча на практиці вони називаються біржами, законодавчо подібний статус не підтверджується в переважній більшості країн. Саме тому подібні майданчики реєструються в юрисдикціях з максимально ліберальним, ошфорним законодавством (табл. 2.15).

Таблиця 2.15

Он-лайн платформи для торгівлі криптоактивами

№	Платформа	Дата початку роботи	Місце реєстрації	Валюти	Можливість маржинальної торгівлі	Загальний обіг за січень 2019р., дол. США
1	Bithumb	2016	Республіка Корея	фіат/крипто	-	37 576 721 977
2	Bitmex	2014	Сейшельські Острови	крипто	+	24 910 667 995
3	Binance	2017	Мальта	крипто	-	16 668 348 250
4	OKEx	2014	Беліз, Мальта	крипто	+	14 163 407 779
5	BitMax	2018	Сінгапур	крипто	-	13 680 672 295
6	Bit-Z	2016	Гонконг	крипто	-	11 438 174 712
7	Huobi	2013	Сінгапур	фіат/крипто	-	9 996 983 398
8	ZB.COM	2017	Самоа	фіат/крипто	-	9 652 136 443
9	DigiFinex	2018	Сінгапур	фіат/крипто	-	9 507 169 344
10	CoinBene	2017	Сінгапур	крипто	-	8 791 409 863

Джерело: Складено автором за даними сайтів відповідних біржа та [197]

Он-лайн платформи мають доволі високі тарифи на проведення операцій, які можуть досягати 1,5% від угоди. Це дозволило згенерувати їм значні доходи. За підсумками 2017 року майданчики криптовалют заробили більше ніж 2 млрд. дол. США [198]. Для порівняння, це майже на рівні сукупної виручки від організації торгівлі традиційними фінансовими інструментами членів Європейської асоціації бірж цінних паперів.

Подібний ринок навряд чи залишиться поза увагою конвенційних біржових операторів. По мірі врегулювання законодавчих нюансів щодо обігу цифрових активів, можна прогнозувати наступне. По-перше, он-лайн платформи стануть складовими великих біржових груп. Так, ще у 2015 році холдинг ICE став

міноритарним власником найбільшої крипто-платформи в США – Coinbase. По-друге, традиційні біржі будуть намагатись збільшити присутність на ринку цифрових активів шляхом інтенсифікації співробітництва із FinTech-спільнотою. Досвід роботи, статус визнаних регульованих ринків перших, та технологічна експертиза других можуть створити відчутну синергію.

При цьому це створює можливості для підвищення конкурентоспроможності насамперед невеликим біржам. Саме тому, такі майданчики як Гібралтарська фондова біржа, Швейцарська біржа, Канадська біржа цінних паперів сигналізують про активність в сфері обігу криптоактивів. Показовим тут є договір про співпрацю між Фондовою біржею Мальти та однією із найбільших сучасних он-лайн платформ Binance.

Якщо криптовалюти та ICO характеризуються суперечливим ставленням, особливо з боку державних органів, то технологія на основі якої вони функціонують, може бути визначальною для функціонування всього ринку капіталів в середньостроковій перспективі. Технологія розподіленого реєстру (від англ. – Distributed ledger technology, DLT), та її різновид «блокчейн» технологія, являють собою спосіб зберігання інформації у вигляді ідентичної цифрової копії у численних вузлах або розрахункових пристроях, що пов'язані між собою в рамках відкритих або приватних мереж. Через криптографічне кодування та механізм консенсусу всі учасники мережі мають доступ до детальної та надійної інформації щодо угод між собою [199].

Головне, через децентралізований характер DLT дозволяє позбутись залежності від третьої сторони, посередника, відповідального за проведення угод, зберігання та валідацію інформації, який має місце при традиційних господарських зв'язках. Нематеріальний характер продукту, комп'ютеризація торгівлі, високий рівень асиметрії інформації, часті відносини із невідомими контрагентами зробили фінансовий сектор органічним середовищем, для зародження та розвитку практичного застосування DLT [200]. Використання розподіленого реєстру може

мати позитивний ефект для ринку в цілому та окремих його учасників через збільшення операційної ефективності, зменшення витрат та ризику.

За даними СФБ застосування DLT може бути позитивним у таких напрямках діяльності сучасних бірж:

- кліринг та розрахунки;
- укладання угод та їх підтвердження;
- корпоративні дії емітентів (виплата дивідендів та оголошення);
- віддалена електронна участь на зборах акціонерів;
- подача регулятивної інформації та звітності;
- реєстри для ідентифікації потенційних клієнтів та боротьби із відмиванням

коштів [201]. Приклади практичного запровадження DLT сучасними біржами наведена у додатку К.

Саме у сфері клірингу та розрахунків DLT може мати найбільший ефект. По-перше, скорочується час обробки та підтвердження угод. По-друге, застосування «розумних контрактів» зменшує ризик дефолту через нестачу коштів або цінних паперів, а також вірогідність помилок через людський фактор. По-третє, учасники торгів можуть отримувати сповіщення про проведенні угоди у реальному часі. По-четверте, інформація, що зберігається у спільному реєстрі щодо угод та прав власності на активи буде захищеною від несанкціонованого доступу, що дозволить скоротити витрати бірж на засоби безпеки [202].

Щодо традиційної функції біржового механізму – укладання угод, співставлення заявок на купівлю та продаж фінансових інструментів, то сучасний рівень розвитку DLT не дозволяє досягти швидкості, яка необхідна основним учасників біржових ринків – комп'ютеризованим торговцям. Тому, сьогодні біржі розробляють та впроваджують торговельні платформи засновані на «блокчейн»-технології лише для операцій із мало ліквідними інструментами (облігаціями або акціями/паями МСП).

Окрім технологічних обмежень, інтенсивне впровадження DLT на сучасному етапі розвитку гальмується через: відсутність єдиного стандарту створення та

функціонування «блокчейн»-мереж на ринку капіталу, нестачу надійних загальновизнаних криптовалют, погану сумісність із традиційними технологіями біржового механізму, регулятивну невизначеність та ризик втрати конфіденційної інформації щодо фінансових операцій. Й головне, існування потенційного бар'єру серед самих бірж, оскільки значна частка доходів багатьох з них генерується дочірніми кліринговими установи та депозитаріями.

Висновки до розділу 2

Комерціалізація та корпоратизація бірж змінили парадигму їх функціонування, перетворивши на корпорації, які повинні генерувати грошовий дохід, балансуючи між інтересами акціонерів, учасників торгівлі та державних регуляторів.

Розвиток біржового бізнесу характеризується трьома ключовими тенденціями: консолідацією, універсалізацією та цифровізацією. У період з 2000 по 2017 роки в світі відбулось більше 50 угод, де об'єктом консолідації були різноманітні біржі. Поштовхом, що обумовив консолідаційну активність була конкуренція з боку нових позабіржових платформ, яка також стала можливою через стрімкий розвиток ІКТ та законодавчі реформи. Найяскравіше це проявилось на найбільшому фондовому ринку світу в США. Тут в результаті біржових об'єднань утворились три великі холдинги: ICE (NYSE), NASDAQ та CBOE, на яких припадає більше 90% всіх угод із акціями. Водночас в рамках вказаних корпорацій функціонує по декілька ліцензованих торговельних майданчиків. З урахуванням десятків позабіржових платформ це створює доволі складну ринкову структуру, яка характеризується високим рівнем фрагментації.

Універсалізація та фінансіалізація товарних ринків стирають межу між фондовими та товарними біржами. Універсалізація біржової діяльності значно розширює діапазон інвестиційних продуктів, що торгуються на тому чи іншому майданчику. Серед 114 бірж світу 85 організовують торгівлю акціями, 72 – облігаціями, 65 – біржовими фондами, 52 – фондовими деривативами, 39 –

товарними та 29 – валютними похідними. Як наслідок, сьогодні в світовій біржовій архітектурі функціонує декілька видів майданчиків в залежності від фінансових інструментів, що пропонуються, та географії їх діяльності.

Доходи біржових корпорацій займають незначний відсоток у складі сукупних надходжень професійних учасників ринку капіталу (на рівні 6%), однак демонструють суттєву динаміку в абсолютних цифрах з 16 до 41 млрд. дол. США за десять років. При цьому біржі є високомаржинальними підприємствами, з нормою прибутку більше 40%. Це віддзеркалюється у структурі їх активів високою часткою нематеріальних активів. Структура доходів сучасних біржових холдингів відмічається диференціацією. Частка надходжень від лістингу у більшості провідних майданчиків становить менше 10%. На фоні двократного скорочення публічних компаній в США, активність IPO в світі змістилась в Азійський регіон, на який припадає 12 з 25 найбільших публічних емісій в історії. З метою залучення нових емітентів біржі модифікують правила лістингу із врахуванням вимог нової економіки та відкривають спеціальні секції для МСП.

Біржі стають центральними ланками інфраструктури ринку капіталів, розширюючи присутність по всій довженні ланцюга вартості. При цьому для деяких біржових груп поза-торгівельна (кліринг розрахунки, інформаційні послуги) діяльність генерує переважну частку виручки, як у випадку із LSEG та Німецькою біржою.

Успіх того чи того майданчику в жорсткій конкурентній боротьбі по залученню та утриманню ліквідності залежить від ефективності його біржового механізму, тобто поєднання торгівельної системи та правил торгівлі. Ключовим фактором який сформував біржовий механізм у другій декаді XXI ст. є алгоритмічна, зокрема високочастотна торгівля, на яку припадає відчутна або навіть домінуюча частка біржових операцій із акціями та похідними. З метою задоволення потреб комп'ютеризованих трейдерів біржі постійно прагнуть збільшувати пропускну здатність торгівельних систем, зменшувати час реагування на отриманні замовлення, а також пропонують послуги по спільному розміщенню серверів.

Розвиток FinTech розповсюджується на всі елементи інфраструктури фондового ринку. З'являються нові альтернативні платформи для фінансування бізнесу. Розвиток ICO демонструє вибухоподібну динаміку з одиничних випусків до ринку в декілька мільярдів доларів. Особливо дисруптивний ефект може мати технологія розподіленого реєстру, насамперед на етапі після торгівельного обслуговування. Водночас впровадження вказаних інновацій знаходиться на початковій стадії. Масовий практичний ефект можна очікувати лише в середньостроковій перспективі, й тільки за умови подолання численних перешкод, зокрема, супротиву від самих бірж, які не захочуть втрачати частину наявних доходів.

Основні результати розділу опубліковано в наукових працях автора: [107; 110; 115; 169; 190].

РОЗДІЛ 3

ЄВРОІНТЕГРАЦІЙНА ТРАНСФОРМАЦІЯ ФОНДОВИХ БІРЖ

3.1. Формування організованих ринків фінансових інструментів ЄС

Генезис сучасного розвитку біржової індустрії в ЄС нерозривно пов'язаний з процесами фінансово-економічної євроінтеграції. Повністю інтегрований єдиний ринок фінансових послуг вже довгий час є однією з головних цілей ЄС. Ефективно діючий єдиний ринок передбачає можливість для фінансових установ з різних країн-членів надавати однаково якісні послуги в усіх регіонах ЄС, утворюючи таким чином конкурентне середовище, що є каталізатором для розвитку всієї економіки ЄС. Як наслідок, інвестори отримують більш глибокий і ліквідний ринок та більше можливостей для диверсифікації та прибутків, а емітенти – легший та дешевший доступ до фінансових ресурсів.

Аналітичні дані щодо позитивного ефекту від функціонування єдиного фінансово ринку ЄС були оприлюднені у декількох доповідях і дослідженнях. Так, в доповіді П.Чеккіні від 1988 р. було зазначено, що потенційне зростання ВВП від об'єднання ринків фінансових послуг може скласти 1,5% [203]. Дослідження, проведене для Єврокомісії консалтинговою компанією London Economics в співробітництві з PricewaterhouseCoopers та Oxford Economic Forecasting, передбачало зростання ВВП на 1,1% завдяки зменшенню вартості капіталу для позичальників [204].

Суб'єктивним чинником прискореного зближення ринків цінних паперів країн Європи були законодавчі ініціативи наднаціональних європейських структур. Першим базовим нормативним актом, що регулював функціонування фондових бірж в рамках «об'єднаної» Європи, була Директива Ради 93/22/ЄЕС "Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів" від 10.05.1993 р. (далі – Директива 93/22/ЄЕС) [205].

Початкова редакція проекту Директиви 93/22/ЄЕС, представлена ще у 1988 році, була спрямована на регламентування виключно діяльності інвестиційних компаній та ніяк не торкалась фондових бірж. Однак в ході обговорення французькою стороною на противагу позабіржовим операціям (від франц. – *des opérations de gré à gré*) було запропоновано концепцію «уповноважених ринків» (від франц. – *des marchés reconnus*), яка в кінцевому результаті була видозмінена на «регульовані ринки» та охоплювала всі традиційні фондові майданчики Європи [206].

В подібний спосіб Франція та ряд інших країн Південної Європи, відстоювали інтереси власних фондових бірж. На останніх оперували переважно внутрішні трейдери, які провадили торги із акціями національних емітентів у формі дискретних аукціонів. Паризька біржа, ще з кінця 1980-х років почала втрачати ліквідність на користь Лондонської фондової біржі, де була запроваджена торгівельна система SEAQ International. Остання дозволяла дилерам виставляти котирування та провадити великі за обсягами операції з цінними паперами не лише з лістингу лондонського майданчику, але й з акціями бірж континентальної Європи.

Французька сторона акцентувала увагу на відкритості та прозорості регульованих ринків та лістингу, як базовою характеристикою останніх. На противагу цьому опоненти наголошували, що занадто великий рівень прозорості може навпаки нашкодити, особливо оптовим операціям.

Як наслідок в ході довгих дебатів сторони погодились на компромісному, але доволі гнучкому визначенні категорії регульований ринок – «ринок, що включений до відповідного офіційного переліку, регулярно функціонує на основі затверджених відповідними державними органами актах, що визначають умови функціонування ринку, умови доступу до нього, а також, якщо застосовується Директива 79/279/ЄЕС, умови, що регулюють допуск до лістингу, встановлені в тій Директиві, і, якщо ця Директива не застосовується, умови, яким повинні відповідати фінансовий інструмент до того, як ним можна ефективно торгувати на ринку, а також вимагає дотримання з усіма вимогами щодо звітності та прозорості» [207].

Революційною новацією Директиви 93/22/ЄЕС було запровадження принципу єдиного паспорту для інвестиційних компаній як учасників торгів, та для фондових бірж як їх організаторів. Це дозволяло біржам відкривати термінали віддаленого доступу для торгів поза межами країни своєї реєстрації [208]. Також країни були зобов'язані ввести для своїх регульованих ринків мінімальні умови розкриття інформації, насамперед після-торгівельної, однак із значними виключеннями для великих за обсягами операцій.

Водночас норми зазначеної Директиви допускали існування, так званого „правила концентрації”. Згідно якого, держави-члени мали право встановлювати заборону обігу цінних паперів, що пройшли лістинг на національних фондових біржах, на майданчиках інших країн [209]. При цьому заборона стосувалась інвестиційних фірм, що є резидентами даної країни. Правилем концентрації скористалися Франція, Іспанія, Італія, Нідерланди (до 2001 р.) та Португалія. Окрім цього національним органам було також надано право взагалі забороняти створення у себе в країні нових торговельних майданчиків [210].

Нечіткі та розмиті формулювання Директиви 93/22/ЄЕС призвели до того, що у 1998 році не всі країни ЄС імплементували її положення у своє законодавче поле. При тому, що початково це повинно було зроблено ще у 1996 році. Таким чином протягом 90-х років європейські фондові біржі (за виключенням LSE) продовжували оперувати в більшій мірі як національні ринки, членами яких були в основному місцеві торговці (не враховуючи ТНБ), а до котирувальних списків входили переважно акції емітентів-резидентів.

Водночас з боку інвестиційної спільноти зростала потреба в міжнародній торгівлі цінними паперами в межах ЄС, що підсилювалось впровадженням євро та популяризацією ринку акцій як джерела фінансування. Збільшуючи обсяги торгівлі, інвестори чинили тиск на біржі щодо зменшення тарифів та збільшення ліквідності. Окрім цього трейдери були зацікавлені в утриманні доступу до торгів на іноземних майданчиках на пряму, не через місцевих брокерів [108].

Внаслідок дії зазначених факторів, біржі, з метою не втрати конкурентної боротьби між собою, а також з новими альтернативними торгівельними системами, почали об'єднуватись в холдинги або альянси. Першим найяскравішим прецедентом створення пан'європейського біржового об'єднання стала Euronext, яка була створена шляхом об'єднання у вересні 2000 року фондових бірж Амстердама, Парижа й Брюсселя. Незабаром після офіційного початку діяльності Euronext, яка була створена у формі холдингової компанії з місцем базування в Нідерландах, до її складу увійшла й біржа Португалії (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto). С самого початку діяльності члени Euronext, не залежно від того, членами якої із чотирьох бірж вони були, мали рівні права й швидкість доступу до торгів, які проводились на платформі розробленої на базі французької торгівельної системи NSC.

Досягши певного успіху в розбудові єдиного ринку цінних паперів, наприкінці 1990-х років стало зрозуміло, що подальшій інтеграції заважають ряд перешкод загально-ринкового та регулятивного характеру. До негативних наслідків дії Директиви 93/22/ЄЕС та інших тогочасних актів належать:

- застосування країнами-учасниками різних критеріїв розподілу професійних та роздрібних інвесторів;
- розбіжності у визначенні місця надання послуги та регулятора країни, який відповідальний за державний нагляд;
- „правило концентрації”;
- відсутність чіткого єдиного визначення поняття „ринкової маніпуляції”;
- різні вимоги до складу та частоти розкриття інформації емітентами, що пройшли лістинг [211].

З метою подолання зазначених перешкод та здійснення прориву в розбудові єдиного спільного фінансового ринку в межах ЄС у 1999 році Єврокомісією було прийнято План дій щодо фінансових послуг (Financial Services Action Plan). План передбачав проведення протягом декількох років 42 організаційно-правових заходів у сфері фінансових ринків, й ринку цінних паперів зокрема.

В рамках реалізації Плану було прийнято ряд нових Директив та впроваджувальних заходів, на яких базується вся сучасна регулятивна система фондового ринку ЄС. Базовими директивами для регулювання ринку цінних паперів та організації торгівлі стали:

- Директива №2001/34/ЄС «Про допуск цінних паперів до лістингу на фондовій біржі та про інформацію щодо зазначених цінних паперів, яка підлягає оприлюдненню»;

- Директива № 2002/47/ЄС «Про заходи фінансового поручительства»;

- Директива №2003/6/ЄС «Про інсайдерську діяльність та маніпулювання ринком»;

- Директива №2003/71/ЄС «Про проспекти, що підлягають опублікуванню при відкритій пропозиції цінних паперів або виставленні їх на продаж»;

- Директива №2004/25/ЄС «Про порядок придбання контрольного пакета акцій»;

- Директива №2004/109/ЄС «Про гармонізацію вимог щодо прозорості відносно інформації про емітентів, цінні папери яких допущені до торгів на регульованому ринку»;

- Директива №2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів».

Найбільший вплив на біржовий ландшафт Європи справило прийняття останнього із зазначених актів. «Директива про ринки фінансових інструментів» (далі – MiFID-I) була прийнята Європейським парламентом і Радою 21.04.2004 р. та введена в дію 01.11.2007 році. За якістю й кількістю змін, які відбулись через прийняття Директиви 2004/39/ЄС, її можна порівняти із розглянутим в попередньому розділі пакетом законодавчих змін Regulation NMS в США.

Головна мета MiFID-I – встановлення режиму комплексного регулювання, який би забезпечив інтеграцію фінансової системи ЄС, підвищив транспарентність, доступність та ефективність функціонування ринків та захист інвесторів. MiFID-I розширив межі дії єдиного «паспорту», включивши в нього нові інструменти та види інвестиційних послуг. Також була покращено захист інвесторів,

класифіковано їх на декілька груп, а інвестиційні компанії від тепер були зобов'язані виконувати заявки клієнтів в «найкращий спосіб».

Найбільший ефект запровадження Директиви 2004/39/ЄС мало на організаторів торгівлі акціями насамперед через впровадження:

- класифікації торговельних майданчиків з урахуванням сучасних тенденцій біржової індустрії;
- більш чіткої регламентації розкриття до- та після торговельної інформації.

Поряд із регульованими ринками, вперше на законодавчому рівні було визначено поняття нових електронних позабіржових майданчиків: «систематичних внутрішніх розпорядників» (від англ. – systematic internalisers, SI) та «багатосторонніх торговельних майданчиків» (від англ. – multilateral trading facilities, MTF). Перші являють собою інвестиційну компанію, яка на організованій та системній основі діє у власних інтересах, виконуючи замовлення клієнтів поза регульованими ринками та MTF. Щодо MTF, то відповідно до положень MiFID-I, це – «багатостороння система, керована інвестиційною фірмою чи оператором ринку, яка поєднує численні інтереси третіх сторін щодо купівлі-продажу фінансових інструментів – у даній системі та відповідно до її недискреційних правил – або сприяє поєднанню цих інтересів у спосіб, що призводить до укладення контракту» [212].

MTF відрізняються від регульованих ринків по двох головних ознаках. По-перше, MTF можуть бути створені та керовані, не лише ринковими операторами, а й інвестиційними компаніями, а від так вимагають окремої ліцензії. По-друге, на переважній більшості MTF не відбувається лістинг цінних паперів. Тут торгуються цінні папери, що пройшли допуск до котирувальних листів інших регульованих ринків, або допуск інструментів проходить по спрощеній процедурі не у відповідності до Директиви 2003/71/ЄС «Про публікації проспектів під час пропонування цінних паперів на продаж або прийняття для здійснення торгівлі» та Директиви 2004/109/ЄС «Щодо гармонізації вимог до прозорості інформації про

емітентів, чиї цінні папери прийнято для здійснення торгівлі на регульованому ринку» [213].

Як і в США, засновниками більшості нових MTF, найбільш успішними серед яких були: Chi-X Europe, Turquoise, виступили консорціумами великих банків. Останні прагнули отримати альтернативу європейським біржам, клієнтами-користувачами яких вони є. Так, БТЗ Turquoise було засновано консорціум банків: UBS, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Credit Suisse, BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank, Merrill Lynch та Citigroup. БТЗ Burgundy було засновано у 2009 р. об'єднанням найбільших банківських установ Скандинавії: Avanza Bank, Carnegie Investment Bank, Danske Bank, DnB NOR, Evli Bank, HQ, Neonet, Nordea, Nordnet, SEB, Svenska Handelsbanken, Swedbank, Ålandsbanken, Öhman.

Варто відмітити, що метою участі у капіталі MTF для банків було не отримання дивідендного доходу як акціонера, а досягнення низьких комісійних при укладанні власних угод та кращих котирувань для своїх клієнтів. Банки втрачали як акціонери, але заробляли як користувачі платформ. В кінцевому результаті це збільшувало загальну прибутковість діяльності з торгівлі цінними паперами [214]. Популярність MTF, обумовлена їх відносно меншими тарифами та гнучкими правилами, сприяла тому, що їх частка у структурі організованих ринків акцій, збільшилась із 5% у 2009 році до більш ніж 20% у 2018 році (рис. 3.1.).

Оператори традиційних регульованих ринків з метою збереження сегменту ринку пан'європейських «блакитних фішок» запровадили власні MTF як з відкритою, так й прихованою книгою замовлень для задоволення потреб інституційних інвесторів. Наприклад, холдинг Німецька біржа та Берлінська біржа запустили електронні платформи Xetra International та Equiduct відповідно.

Втрачаючи ринок торгівлі акцій на користь нових MTF, біржі поглинають останні. Так, у 2009р. група LSE викупила у консорціуму фінансово-кредитних установ стратегічний пакет акцій платформи Turquoise. Банки, переживаючи кризу ліквідності, не були в змозі самотійно утримувати власний майданчик, діяльність якого вимагає значних капітальних та операційних витрат.

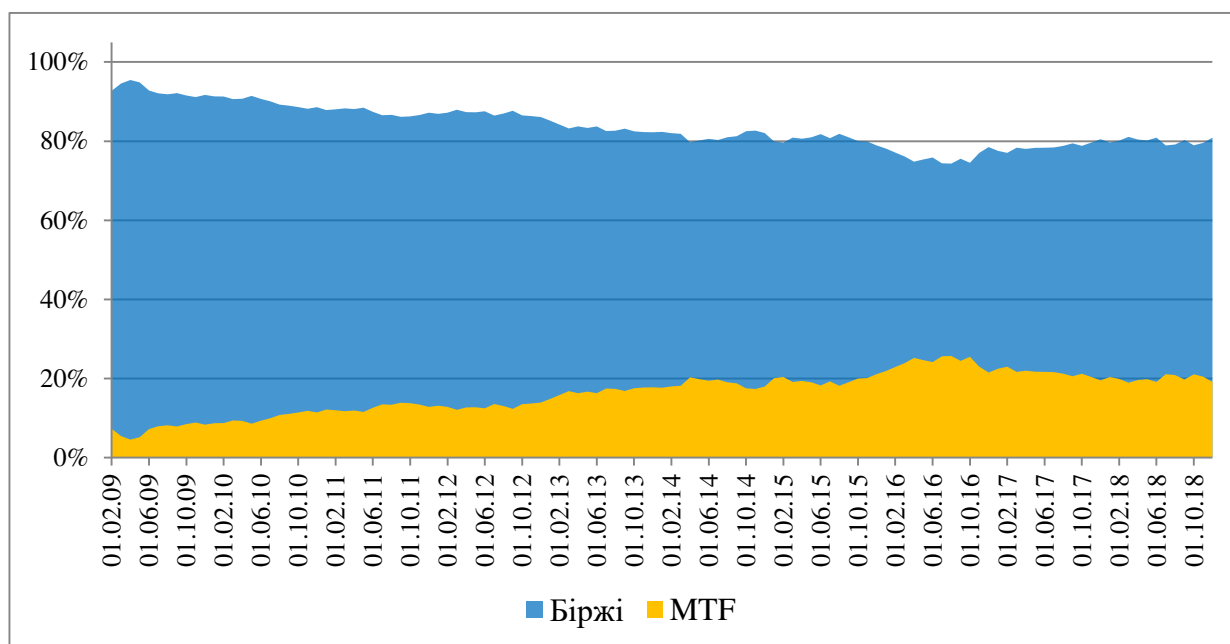


Рис. 3.1. Динаміка структури організованої торгівлі акціями в ЄС

Джерело: [215]

Справа в тім, що MTF за своєю суттю є низькорентабельними підприємствами, дохід яких чітко залежить від кількості угод, які вони обслуговують. В наслідок світової фінансової кризи 2008-2009рр. обсяг торгів на ринку акцій суттєво скоротився, що безпосередньо вплинуло на якість фінансових показників всіх європейських електронних платформ. Так, збитки платформи Turquoise за підсумками 2008р. склали 15,7 млн. фунтів стерлінгів. З початку діяльності майданчик Bats Europe до об'єднання із Chi-X Europe ніколи не був прибутковим [214]. Загальноєвропейський майданчик біржової групи Nasdaq OMX - NEURO взагалі було закрито в травні 2010 року, після 18 місяців роботи, оскільки не було досягнуто необхідного рівня ліквідності.

Відносно норм розкриття інформації, MiFID-I зобов'язала всіх учасників ринку дотримуватись принципу розголошення після-торгівельних даних. Щодо публічного розкриття ціни та розміру заявок, то було передбачено певні виключення, які дозволили не розкривати перед-торгівельну інформацію, що створило підґрунтя для розвитку майданчиків „темної ліквідності”.

Скасувавши „правило концентрації” та регламентувавши діяльність позабіржових торгівельних систем на пан’європейському рівні, MiFID-I мінімізувала бар’єри для входження на ринок нових учасників. В результаті на кінець червня 2010 року в Європі торгівлю акціями організовували 49 відкритих майданчика, та 32 „темних пули” ліквідності [216].

Оскільки переважна більшість торгівельних систем оперують в єдиному сегменті акцій великих компаній, то всі вони напряду конкурують одна з одною, значно посилюючи центробіжні стимули консолідації. Як зазначалось вище, традиційні європейські фондові біржі рухались в руслі інтеграційних тенденцій з початку 90-х років.

На національному рівні моноцентричні біржові моделі утворились у:

- Франції: Паризька біржа стала єдиним французьким майданчиком для торгівлі акціями у січні 1991р, об’єднавши біржі Бордо, Лілля, Ліона, Марселя, Нанці та Нанта;

- Іспанії: створений у 2002р. холдинг Іспанських бірж об’єднав окрім фондових майданчиків Валенсії, Барселони, Мадриду та Більбао дві строкових біржі та розрахунково-клірингову палату.

- Скандинавських країнах, де об’єднання на національному рівні строкових майданчиків з фондовими біржами закінчило до початку XXI ст.

Північна Європа є одним з найвиразніших прикладів регіональної інтеграції біржових фондових ринків на базі оператора OMX. Об’єднання торгівельних майданчиків Скандинавських країн пройшло шлях від біржового альянсу NOREX Alliance до утворення вертикально-інтегрованої групи на базі шведсько-фінського холдингу, яка оперує біржами семи країн Північної Європи та Балтики. Запроваджено єдиний віртуальний майданчик OMX Nordic Exchange для бірж Стокгольму, Гельсінкі та Копенгагену зі спільним умовами лістингу та єдиною торгівельною платформою.

Другим за значимістю об’єднанням на пан’європейському рівні після утворення групи Euronext стало придбання у 2007р. Лондонською фондовою

біржею італійського біржового оператора Borsa Italiana SpA. Таким чином Британська біржа отримала в своє управління головну європейську електронну платформу для торгівлі суверенними та приватними облігаціями - MTS SpA, разом з італійським строковим ринком та депозитарно-кліринговим інститутом.

В Східній Європі Віденською біржою було створено холдинг CEESEG AG, який володів мажоритарними пакетами акцій Віденської, Празької, Будапештської та фондової біржі Любляни. Однак у 2015 році два останні майданчика були продані, оскільки менеджмент Віденської біржі вирішив дотримуватись стратегії співробітництва у галузі IT та розробки інформаційних продуктів без участі в капіталі та операційному управлінні.

Із хронологічної карти біржової інтеграції Європи можна побачити, що стадія інтенсивної консолідації фондових бірж ЄС припала на першу декаду XXI ст. (рис. 3.2.). На сучасному етапі активну стратегію поглинання демонструє лише холдинг Euronext, що отримав самостійність після виділення із групи ICE. В 2018 році до першого панєвропейського майданчику було приєднано Ірландську фондову біржу, у 2019 році Euronext вийграв торги у Nasdaq Inc. за мажоритарний пакет акцій біржі Осло. Біржі із граничних ринків країн Південно-Східної Європи кооперуються на рівні торгівельного співробітництва через використання спільної системи маршрутизації заявок SEE Link.

У 2017 р. потенційно найдорожче злиття в історії серед біржових операторів між холдингами Німецької та Лондонської фондових бірж вартістю 20 млрд. дол. США було заблоковано наднаціональними органами ЄС. Єврокомісія заборонила угоду через те, що вона «може значно понизити рівень конкуренції, створивши де-факто монополію у важливій сфері клірингу інструментів із фіксованою дохідністю» [217].

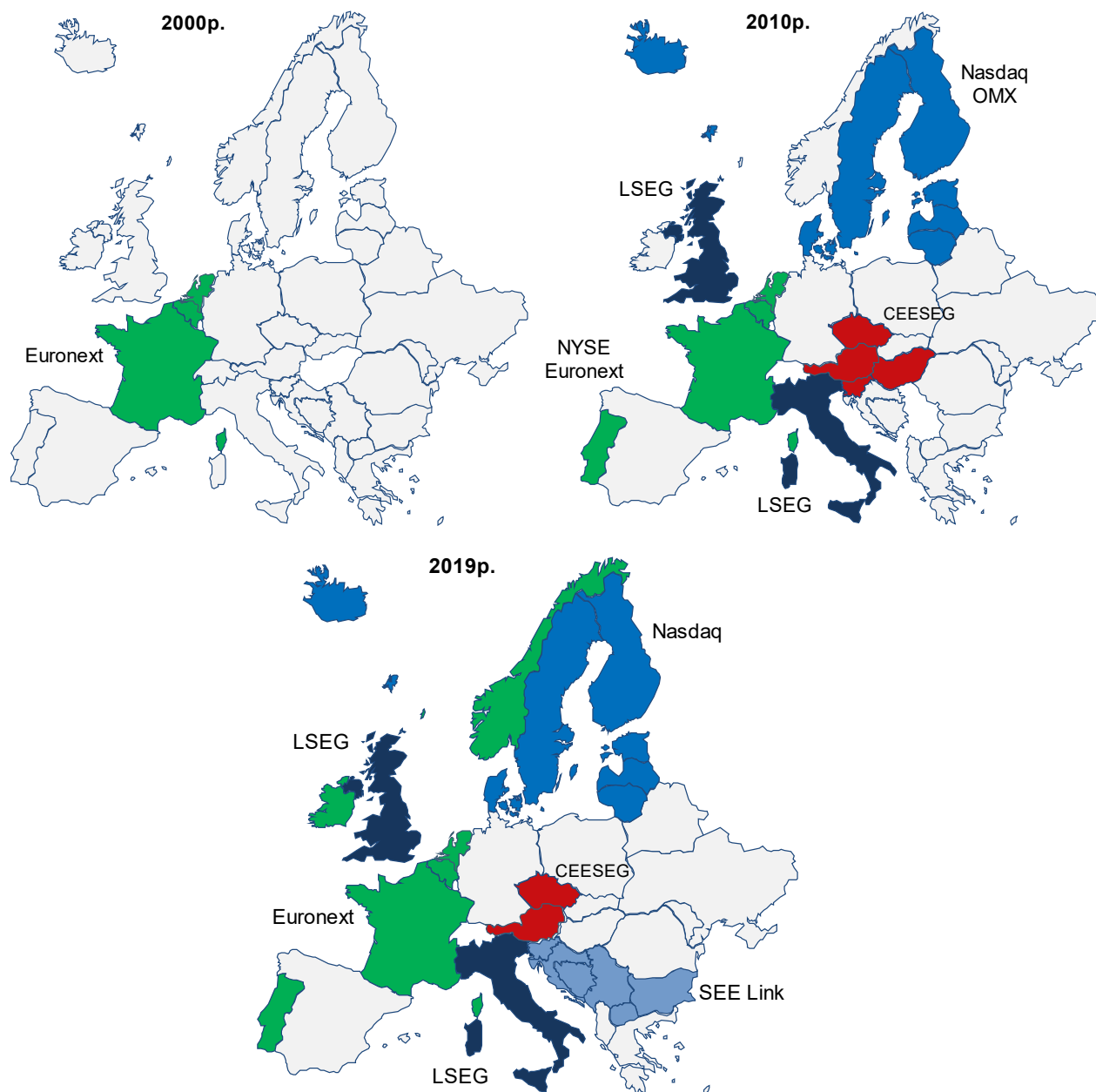


Рис. 3.2. Хронологічна карта біржової консолідації в Європі, 2000-2019 рр.

Джерело: побудовано автором

Збільшення кількості ринкових операторів різних типів, викликане інноваційним розвитком та законодавчими реформами, сприяло посиленню конкуренції на пан'європейському рівні та, як наслідок, покращення якості та зменшення вартості біржових послуг, що надаються. З 2006 по 2009 роки витрати інвесторів на користування торгівельними майданчиками в 18 країнах-членах ЄС скоротилася в середньому на 60% (з 1,18 євро до 0,47 євро за угоду) [218].

Однак, існування в Європі великої кількості торговельних майданчиків, як і в США, призводить до високої фрагментації ринку. Так, значення індексу фрагментації для провідних європейських індексів (DAX, CAC40, FTSE100 та AEX) за останні кілька років перебуває в середньому на рівні 2. Це означає, що трейдерам при виконанні замовлень з купівлі-продажу фінансових інструментів на найкращих умовах, необхідно в середньому враховувати котирування з двох майданчиків [219].

Водночас, на відміну від США, де консолідована система збору й розповсюдження ринкової інформації відпрацьовувалась декілька десятиріч, в Європі подібний досвід відсутній. Окрім цього, незважаючи на запровадження MiFID-I принципу «кращого виконання» (best execution), європейські торгові майданчики не зобов'язані враховувати котирування інших систем, й відповідно не повинні перенаправляти замовлення на інші ринки, де має місце миттєва ліквідність. Це призвело до утворення в Європі значно більш складної ринкової архітектури, ніж у США, що в свою чергу, вимагає від трейдерів та інвесторів активнішого використання інтелектуальних систем пошуку ліквідності та маршрутизації замовлень.

3.2. Трансформаційна стратегія європейських фондових бірж

Світова фінансова криза 2008 року та безупинна реконструкція ринків капіталу спонукали керівництво ЄС реформувати наявне законодавче поле у відповідності до потреб сьогодення. В результаті були розглянуті та внесені суттєві зміни у MiFID-I, які отримали відповідно назву MiFID-II. Пакет актів включає в себе, окрім нової Директиви 2014/65/ЄС Європейського парламенту та Ради від 15 травня 2014 р. «Про ринки у фінансових інструментах, якою вносяться поправки до Директиви 2002/92/ЄС та Директиви 2011/61/ЄС» (далі – Директива 2014/65/ЄС) [220], також Регламент (ЄС) N600/2014 Європейського парламенту та Ради від 15 травня 2014р. «По ринки у фінансових інструментах, яким вносяться поправки до Регламенту (ЄС) N648/2012» (далі – Регламент ЄС 600/2014) [221]. Статус документа на рівні

Регламенту підкреслює його важливість для Союзу та означає обов'язковість виконання його норм та положень для всіх суб'єктів права ЄС.

Спочатку передбачалось, що норми MiFID-II повинні будуть імплементовані у національні законодавства країн-членів ЄС до 3 липня 2016 року та вступити в дію 3 січня 2017 року. Однак через масштабність змін та складність підготовчого етапу було прийнято рішення відстрочити вказані дати на один рік.

Головними цілями MiFID-II є:

а) посилити позитивний вплив ринків капіталу на реальну економіку Союзу та розширити єдиний ринок фінансових послуг;

б) створити більш безпечну, відкриту та відповідальну фінансову систему розширивши її транспарентність;

в) вдосконалити захист інвесторів та відновити впевненість останніх після негативних наслідків фінансової кризи;

г) забезпечити релевантність законодавства існуючому рівню розвитку технологій;

д) виконати рішення «Великої Двадцятки» (G-20) щодо операцій із похідними фінансовими інструментами;

е) покращити наявне регулювання, гармонізувати санкції та забезпечити ефективну взаємодію між відповідними органами на наднаціональному та національному рівнях [222].

Як й попередній акт MiFID-II безпосередньо впливає на особливості організації торгівлі фінансовими інструментами в межах ЄС. Так, запроваджується новий тип торгівельного майданчика – організований торгівельний майданчик (від англ. – Organised trading facility, OTF), який являє собою багатосторонню систему, що забезпечує укладання третіми особами угод щодо купівлі-продажу облігацій, структурованих фінансових продуктів, квот на викиди або деривативів. При цьому в межах OTF заборонена торгівля акціями, а операції із деривативами можливі за умови застосовування процедури клірингу та достатньої ліквідності.

Запровадження нового виду організатора торгівлі обумовлена прагненням максимально розширити спектр фінансових інструментів, що будуть торгуватися в прозорий спосіб. Як наслідок в межах ЄС сьогодні діє чотири види торгівельних систем, порівняльна характеристика яких наведена у табл. 3.1.

На початок 2019 року 126 регульованих ринків, що зареєстровані в країнах Європейського економічного простору, перебувають під управлінням 55 біржових операторів. Останні реєструють декілька майданчиків в залежності від їх біржового механізму, тарифної політики та інструментів, що перебувають на них в обігу. Так, наприклад в Іспанії та Польщі зареєстровано 11 та 10 регульованих ринків, що оперуються відповідно холдингом Іспанських бірж (BME) та Варшавською фондовою біржою. Водночас 18 регульованих ринків Німеччини управляються 9 операторами (біржі Франкфурта, Берліна, Дюссельдорфа, Мюнхена, Баден-Вюртембергу, Гамбургу, Ганноверу та ін.)

Таблиця 4

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

Критерії	Регульований ринок	MTF	OTF	SI
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

MiFID-II покликано максимально сконцентрувати торгівлю акціями на організованих ринках. Для цього всі інвестиційні компанії зобов'язані укласти угоди із акціями, що допущені до торгів на біржі, або перебувають в обігу на торговельному майданчику, виключно на регульованих ринках, MTF, SI або на майданчиках третіх країн, визнаних Єврокомісією як еквівалентні. Виключення становлять лише нерегулярні та нечасті угоди, а також договори між професійними учасниками, що не впливають на ринкові ціни [223].

На відміну від попередньої редакції, коли діяльність MTF була набагато менш регламентованою порівняно із традиційними біржами, MiFID-II встановлює більш рівні вимоги щодо діяльності двох основних видів організованих ринків. Так, MTF як й організовані ринки зобов'язані:

- «імплементувати спеціальні засоби та системи для ідентифікації, управління та мінімізації ризиків своєї діяльності;
- мати ефективні засоби для сприяння якісному та вчасному завершенню виконання угод, що укладені в рамках їх систем;
- мати достатні фінансові ресурси для належного функціонування, зважаючи на характер та обсяг угод, що укладаються» [224].

Як й на будь-якому сформованому ринку, відчутний вплив на майданчики торгівлі фінансовими інструментами в ЄС має розповсюдження практики роботизованої алгоритмічної торгівлі. Для визначення рівня активності високочастотних операцій в Євросоюзі фахівцями ESMA було проведено аналіз операцій із 100 акціями, що мали місце у травні 2013 року на організованих ринках в дев'яти країн-членах. Трейдерів, що дотримуються стратегії високочастотної торгівлі, було ідентифіковано по двом ознакам: через характеристики самої компанії, а також по часу існування ринкових замовлень, що від них надходять. У загальній вартості торговельного обороту частка високочастотних торгівців склала 24% за першою ознакою, та 43% за другою. Із загальної кількості ордерів, що надходили від торгівців, високочастотними були 58% та 76% відповідно до першої та другої ознаки [225].

Відповіддю законодавців на подібні масштаби HFT стали підвищені та деталізовані вимоги зокрема щодо торгівельних систем, які використовуються біржами, їх взаємовідносини з маркет-мейкерами, а також розміру мінімального кроку ціни. Так, майданчики зобов'язані запровадити спеціальні засоби та процедури для підвищення стійкості своїх торгівельних систем особливо на випадок стресових ринкових ситуацій, коли кількість замовлень досягає пікових значень, із врахуванням практики планування безперервності бізнесу. Торгівельні системи повинні бути спроможні відхиляти замовлення, що перевищують заздалегідь встановлені порогові значення обсягів та ціни, або є явно помилковими. Окрім, цього біржовий механізм у виняткових випадках повинен передбачати засоби відміни, зміни або корекції вже укладених угод.

В сучасних умовах більшість високочастотних трейдерів виконують фактичні функції маркер-мейкерів. Тому біржі повинні мати угоди із останніми, що зобов'язують торгівців підтримувати ліквідність на ринку шляхом виставлення твердих котирувань на регулярній основі. Подібні зобов'язання компенсуються з боку біржі виплатою винагороди за «надану» ліквідність. На запит регуляторних органів майданчики зобов'язані розкривати зміст вказаних угод [226]. При цьому з метою компенсації надмірного навантаження на торгівельну систему, біржі мають права встановлювати підвищені тарифи для високочастотних торгівців, що мають високі показники відношення відмінених до виконаних ордерів.

Гіперактивність роботизованих трейдерів разом із практикою максимально зменшеного кроку зміни ціни (тіку) призводять до «шуму» в книзі ордерів та погіршенню процесу формування ринкової ціни. У відповідь на це законодавець запровадив практику регламентування мінімального розміру тіку щодо пайових інструментів, що перебувають в обігу на європейських торгівельних майданчиках. При цьому застосовується диференційований підхід для розміру кроку в залежності від рівня ціни інструмента та його ліквідності, що вимірюється кількістю угод за день (табл. 3.2) [227].

Таблиця 3.2

Матриця мінімального кроку ціни на пайові цінні папери, що перебувають в обігу на торговельних майданчиках ЄС

Діапазон ціни (P)	Рівень ліквідності інструмента (середньодобова кількість угод)					
	$0 \leq KY < 10$	$10 \leq KY < 80$	$80 \leq KY < 600$	$600 \leq KY < 2\,000$	$2\,000 \leq KY < 9\,000$	$9\,000 \leq KY$
$0 \leq P < 0,1$	0,0005	0,0002	0,0001	0,0001	0,0001	0,0001
$0,1 \leq P < 0,2$	0,001	0,0005	0,0002	0,0001	0,0001	0,0001
$0,2 \leq P < 0,5$	0,002	0,001	0,0005	0,0002	0,0001	0,0001
$0,5 \leq P < 1$	0,005	0,002	0,001	0,0005	0,0002	0,0001
$1 \leq P < 2$	0,01	0,005	0,002	0,001	0,0005	0,0002
$2 \leq P < 5$	0,02	0,01	0,005	0,002	0,001	0,0005
$5 \leq P < 10$	0,05	0,02	0,01	0,005	0,002	0,001
$10 \leq P < 20$	0,1	0,05	0,02	0,01	0,005	0,002
$20 \leq P < 50$	0,2	0,1	0,05	0,02	0,01	0,005
$50 \leq P < 100$	0,5	0,2	0,1	0,05	0,02	0,01
$100 \leq P < 200$	1	0,5	0,2	0,1	0,05	0,02
$200 \leq P < 500$	2	1	0,5	0,2	0,1	0,05
$500 \leq P < 1\,000$	5	2	1	0,5	0,2	0,1
$1\,000 \leq P < 2\,000$	10	5	2	1	0,5	0,2
$2\,000 \leq P < 5\,000$	20	10	5	2	1	0,5
$5\,000 \leq P < 10\,000$	50	20	10	5	2	1
$10\,000 \leq P < 20\,000$	100	50	20	10	5	2
$20\,000 \leq P < 50\,000$	200	100	50	20	10	5
$50\,000 \leq P$	500	200	100	50	20	10

Джерело: [227]

Відповідно до дослідження регулятора фінансових ринків Франції запровадження регламентування зміни кроку ціни призвело до збільшення тіку для 74% французьких блакитних фішок та компаній середнього розміру. Щодо невеликих емітентів, то їх тік ціни зменшився у 15%, збільшився у 21% та залишився незмінним у 64%. Дослідження покривало 500 акцій, що перебували в обігу на Euronext Paris протягом грудня 2017 – січня 2018 років. Аналіз показав різке збільшення глибини ринку та відчутне скорочення кількості повідомлень, що надходять на майданчик. Таким чином для учасників ринку незначне збільшення вартості торгівлі через зростання спреда компенсується зменшенням шуму (співвідношення загальної кількості надісланих замовлень до виконаних) на 44% та

зростанням кількості акцій, що пропонуються за кращими цінами. Для компаній малих розмірів зміна тіку у бік зменшення супроводжувалась покращенням динаміки книги замовлень та відчутним зростанням обсягів операцій (до 150%) [228]. В цілому європейські законодавчі новації із таким важливим елементом біржового механізму як крок ціни виявились більш ефективними та результативними аніж схожий експеримент в США (див. главу 2.3).

Суттєвий вплив на розвиток бірж як невід'ємний елемент фондової інфраструктури країн-членів ЄС може мати подальша реалізація плану зі створення союзу ринків капіталу (від англ. – Capital Market Union, CMU). Масштабна регулятивна реформа, що покликана посилити інтеграцію ринків капіталу в межах ЄС, стартувала у 2015 році. Її мета полягає в диверсифікації джерел фінансування для розвитку економіки через більше розповсюдження інструментів фондового ринку поряд із відносним зменшенням ролі банківського кредитування.

Як багатогранна ініціатива план по створенню CMU зачіпає багато різноманітних аспектів: венчурне фінансування, сек'юритизація, розвиток FinTech індустрії, фінансування інфраструктурних проектів, розповсюдження пенсійних та роздрібних інвестиційних продуктів на пан'європейському рівні, питання гармонізації оподаткування та банкрутства тощо [229]. Однак однією із найважливіших цілей CMU є полегшення та здешевлення доступу компаній до необхідного фінансування шляхом випуску цінних паперів, зокрема, на публічних організованих ринках. Це є особливо важливим для малих та середніх підприємств, оскільки папери лише 0,05% з них в країнах-членах ЄС (11 тис. з майже 23 млн.) допущені до торгів на регульовані ринки або MTF [230].

В ході реалізації цієї мети було прийнято Регламент (ЄС) Європейського парламенту та Ради від 14.06.2017 р. «Про проспект емісії, який повинен бути опублікований при публічній пропозиції цінних паперів або допуск їх до торгів» (далі – Регламент №2017/1129). Варто відмітити, що за період з 2007 по 2017 роки кількість зареєстрованих проспектів емісії у країнах Європейського економічного

простору зменшилась із 10390 до 3567, тому прийняття даного акту є доволі актуальним [231].

Регламент №2017/1129 запроваджує більш ліберальний режим використання проспектів емісії в Європі. Серед іншого документом передбачено зменшення порогу обов'язковості проспекту для випусків обсягом до 1 млн. євро та спрощення вимог до проспектів емітентів, що роблять повторну емісію або проводять її регулярно. Окрім цього вперше вводиться поняття проспекту «зростання» (від англ. – EU Growth Prospectus), що передбачає значно полегшені вимоги розкриття інформації для компаній, чії акції не торгуються на регульованих ринках, та які відповідають хоча б одному із таких критеріїв:

- належать до МСП;
- не є МСП, папери торгуються на спеціальних секціях MTF та мають капіталізацію менше 500 млн євро;
- розмір емісії становить менше 20 млн євро, папери не перебувають в обігу на MTF та кількість працівників не перевищує 499 осіб [232].

Варто відмітити, що витрати на проведення IPO можуть досягати від 10 до 15% залученого капіталу для випусків до 6 млн, та лише 3-8% для емісії обсягом більше 50 млн євро. Подібні першочергові виплати в подальшому супроводжуються постійними видатками на періодичну звітність та комісію за лістинг. Для багатьох МСП це перевищує переваги бути публічною компанією [233]. Як наслідок, з 2007 по 2016 роки кількість нано- (капіталізація до 50 млн), мікро- (капіталізація до 150 млн) та малих (капіталізація до 1 млрд євро) підприємств у лістингу бірж та MTF в Європі скоротилась відповідно на 15%, 29% та 16% [234].

З метою зміни цієї негативної тенденції MiFID-II запроваджує спеціальний тип майданчику – ринок росту МСП, зареєстрований у формі MTF, більше половини компаній в котирувальному списку якого є малими та середніми підприємствами (із середньою ринковою капіталізацією не більше 200 млн євро). Подібний статут дає оператору ринку право більш вільно встановлювати мінімальні критерії для потенційних емітентів зокрема щодо складу, строків та місця розміщення звітності.

Розглянемо як змінилось співвідношення обсягу укладених угод із акціями на торговельних майданчиках Європи до та після впровадження положень законодавчих пакетів MiFID-I та II (рис. 3.3.). Чітко простежується тенденція втрати LSE статусу домінуючого майданчику Старого світу. Його місце займає платформа із реєстрацією у Великобританії – Cboe Europe Equities, що є структурним підрозділом американського біржового холдингу Cboe. Зменшились й відносні обсяги операцій іспанського біржового холдингу BME, насамперед на користь нових MTF. В свою чергу інші великі біржі континентальної Європи (Німецька біржа, Euronext, Nasdaq Nordic) зберегли свої частки на ринку майже без змін.

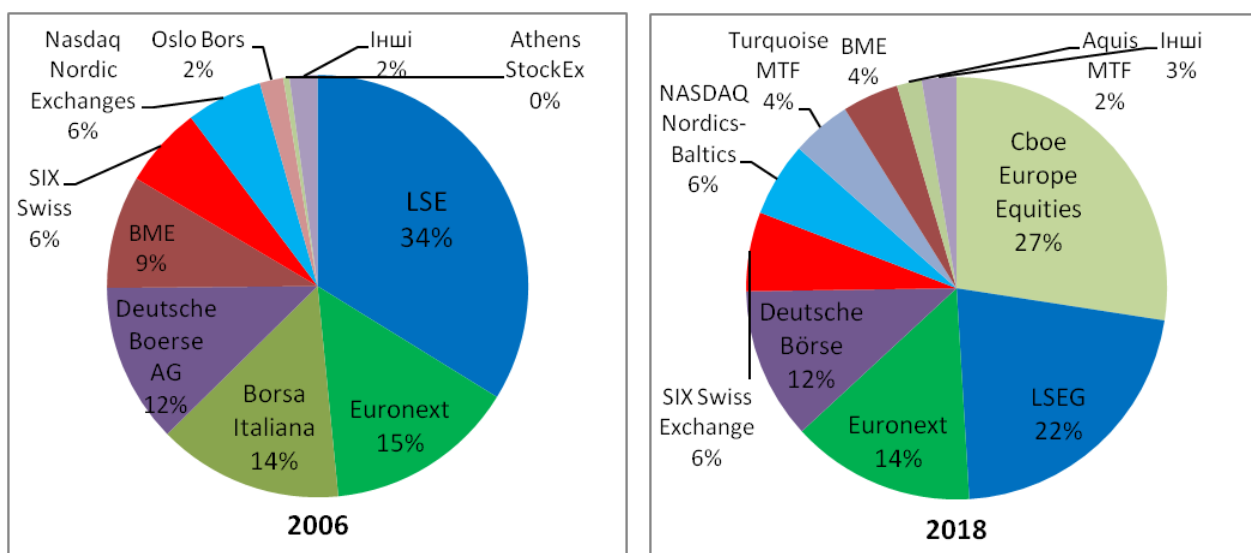


Рис. 3.3. Структура організованої торгівлі акціями в Європі за ринковими операторами та майданчиками

(частка в загальній вартості укладених угод за підсумками відповідного року)
(до підгрупи «Інші» відносяться біржі: Відня, Варшави, Будапешта, Люксембургу, Мальти, Любляни, Кіпру, Ірландії, Стамбула, Болгарії, Загребу Бухаресту)

Джерело: побудовано автором за даними СФБ та ЄФФБ

Домінування Cboe Europe Equities пояснюється панєвропейським масштабом діяльності. Майданчик спеціалізується на організації торгівлі блакитними фішками із більшості сформованих ринків Старого Світу. Як видно із додатку Л, частка Cboe Europe Equities в торгівлі акціями, що входять до провідних фондових індексів Європи, коливається від 18% для італійського індексу FTSE MIB до 29% у випадку із OMXN25, основним барометром фондового ринку Фінляндії.

Незважаючи на це, традиційні фондові біржі продовжують залишатись основним місцем торгівлі національними блакитними фішками. На початок 2019 року на регульованих ринках Європи відбувалось в середньому 62% операцій із акціями, що входять до складу фондових індексів. Максимальним цей показник був для Італійської біржі – 73%, мінімальним – 56%, для біржового холдингу Іспанії. Подібне значення показника може свідчити про поступовий програш конкурентної боротьби на користь Cboe Europe Equities насамперед через меншу ефективність національного біржового майданчику. В подібній ситуації національні та іноземні інвестори при укладанні угод із акціями іспанських компаній віддають перевагу більш дешевим та оперативним майданчикам із інших юрисдикцій.

3.3. Імплементация європейського досвіду організованих фондових ринків в Україні

Реформування національного господарства пов'язане із переходом на ринкові форми господарювання означало створення цілих секторів економіки «з нуля». Однією із таких незвіданих, але вагомих сфер був фондовий ринок. Й хоча цінні папери й фондові біржа, як традиційне місце їх обігу, сприймалися як невід'ємні елементи ринкової економіки, фондовий ринок ніколи не входив в топ пріоритетів національної економічної політики .

За більш ніж чверть столітню історію свого розвитку ринок цінних паперів України стикнувся з негативними явищами характерними для більшості ринків постсоціалістичних країн:

- поява тисяч акціонерних товариств вході роздержавлення та приватизації;
- виникнення великого про шарку міноритарних акціонерів необізнаних у своїх правах та обов'язках;
- недовіра до фінансових інституцій у цілому та професійних учасників фондового ринку зокрема;

- зuboжіння населення, й як наслідок радикальне зменшення норми заощадження в суспільстві;

- обмежений вибір інвестиційно-привабливих фінансових інструментів;

- відсутність традицій інвестування

- відсутність культури корпоративного управління тощо;

Окрім цього в Україні мали місце й власні негативні тенденції. *По-перше*, в Україні рівень якості захисту прав власників цінних паперів ніколи не підіймався вище задовільного рівня. Це стосується як міноритарієв так й мажоритарних інвесторів, на будь-якому етапі захисту: законодавчо-нормативному, організаційно-наглядному та судовому. Це, також не підвищує привабливість акціонерної форми фінансування господарської діяльності та примушує діючі товариства нести помітні витрати на юридичні служби з метою уникнення доволі суттєвих штрафних санкцій.

Законодавством визначено державний орган уповноважений слідкувати за дотримання прав інвесторів у цінні папери та регулювати корпоративні відносини – НКЦПФР. З одного боку, з огляду на те, що в Україні діє континентальна система права, це дозволяє уникати великої кількості судових спорів, що має місце у країнах з англосаксонським правом. Однак, через брак технічних, людських, а головне грошових ресурсів та через спадщину роздержавлення у вигляді десятків тисяч акціонерних товариств, НКЦПФР не в змозі забезпечити належний рівень захисту акціонерів.

Кількісно рівень захисту інвесторів та корпоративного управління в країні можна оцінити за показниками рейтингу Doing Business. Станом на 2019 рік за відповідним показником України займала 72 місце в світі. З одного боку динаміка є явно позитивної – у 2014 році країна посідала 128 місце. З іншого, національний рівень захисту інвесторів поступається: Казахстану (1), Грузії (2), Литві (37), Латвії (51), Білорусі (51), Польщі (57), РФ (57), Румунії (64) [235].

По-друге, характерною ознакою вітчизняного фондового ринку є відсутність системності в розбудові всіх елементів інфраструктури, що покликана його

обслуговувати: організація торгівлі, депозитарний облік, кліринг та розрахунки. Некомплексний підхід в цьому питанні обумовлений як об'єктивними факторами (хронічна нестача коштів та другорядне порівняно із банківським сектором місце ринку цінних паперів у фінансовому середовищі країни), так й суб'єктивними (часта зміна пріоритетів, напрямів його розвитку та протистояння різних груп впливу). В результаті створення та реформування інфраструктури з урахуванням сучасних тенденцій відбувалось й продовжує відбуватись доволі повільно. Еволюція інфраструктурних елементів ринку цінних паперів за десять років відображена у додатку М.

Проведена у 2013 році реформа національної депозитарної системи була в цілому позитивно сприйнята. Однак, в учасників ринку виникали питання стосовно: вибору центрального депозитарію, обмеження фондових бірж в проведенні клірингу за операціями із цінними паперами та запровадження такої ланки в системі як Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках (далі – Розрахунковий центр).

Маючи статус банку, зазначений Розрахунковий центр забезпечує проведення грошових розрахунків між учасниками ринку за правочинами щодо угод із ОВДП та недержавними пайовими й борговими цінними паперами, що укладаються на біржі або за принципом «поставки проти оплати». При цьому відбувається це за умови стовідсоткового переддепонування активів. Подібна практика хоча й збільшує гарантії, однак не є гнучкою та відрізняється від прийнятих у світі технологій клірингу з використанням альтернативних механізмів забезпечення, кредитування в цінних паперах, індивідуального забезпечення, класифікації та обмеження учасників клірингу.

Такий системно важливий елемент інфраструктури як центральний контрагент, довгий час в загальні не був визначений в українському законодавстві. Як наслідок, обмежені наявним правовим полем вітчизняні фондові біржі запроваджували власні юридичні конструкції з метою надання учасникам торгів можливості користуватись хоча б деякими послугами, що характерні для традиційних центральних

контрагентів. Фондова біржа «Перспектива» використовує для цього спеціально створену внутрішньодержавну небанківську платіжну систему “Розрахункова Фондова система”, платіжною організацією якої є ПАТ “Фінансова компанія “Сучасні Кредитні Технології”. Розрахунковий центр також виконує своєрідну функцію центрального контрагента, однак не приймає на себе кредитних ризиків, обмежуючись статусом технічної сторони. Таким чином, на початок 2019 року в Україні відсутній єдиний, діючий на визнаних в світі підходах, з використанням сучасних технологій, повноцінний центральний контрагент.

Невід’ємним елементом сучасних ринків цінних паперів є їх організовані (регульовані) сегменти, представлені різноманітними фондовими майданчиками. Біржі забезпечують відкритість торгівельних операцій та роблять можливою розповсюдження ринкової інформації необхідної інвесторам для прийняття обґрунтованих рішень. Таким чином саме дієва біржова мікроструктура визначає ефективність всього фондового ринку [236].

Довгий час характерною рисою українського ринку цінних паперів було домінування позабіржового неорганізованого сегменту. В історії країни частка біржового ринку в загальному обсязі торгівлі цінними паперами вперше перевищила 10% лише починаючи із 2011 року (рис 3.4.).

Це пояснювалось декількома факторами. Так, вітчизняні фондові майданчики не були залучені в ході «ваучерної» приватизації, як це відбувалось у переважній більшості країн із перехідною економікою. Фондові біржі почали використовуватись лише у 1996 році. Проте через чотири роки й в подальшому їх участь була практично зведена до мінімуму у зв’язку з переходом Фонду державного майна до проведення приватизаційних конкурсів.

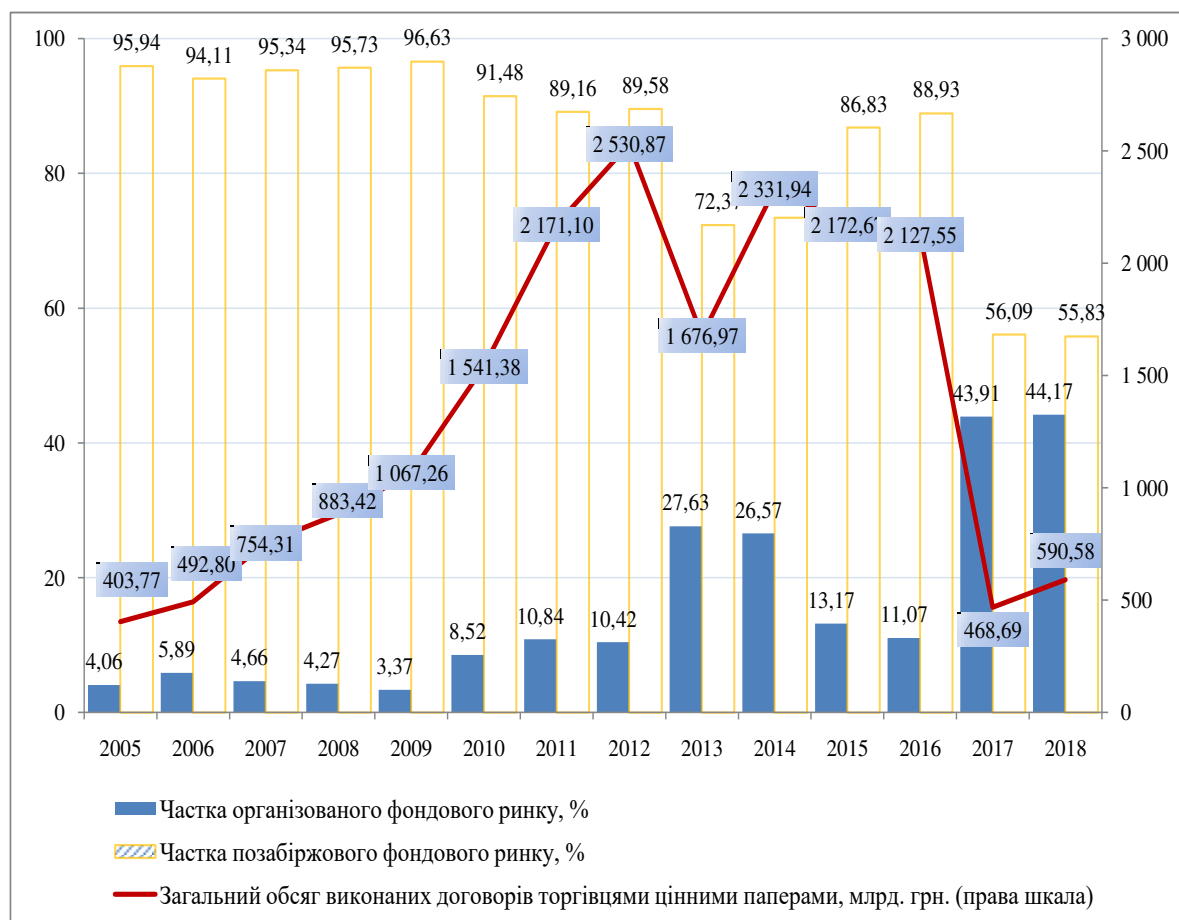


Рис. 3.4. Обсяги біржового та позабіржового ринку цінних паперів в Україні

Джерело: побудовано автором за даними НКЦПФР

Окрім цього, вітчизняний ринок акцій за своєю суттю був й залишається ринком контрольних пакетів, в якому головну роль грають мажоритарні власники великих пакетів акцій. Угоди подібного розміру доцільніше укласти поза біржою. Зростання ж обсягів біржових операцій відбувалось завдяки збільшенню операцій із ОВДП та впровадженню у 2013 році особливого податку на операції із цінними паперами. Останній являв собою спеціальний акциз в розмірі 1,5% від суми операції з продажу цінних паперів поза фондовою біржею, що не перебувають у біржовому реєстрі. Й навпаки, якщо операція мала місце на фондовій біржі із формуванням курсу, то податок не стягувався.

Кардинально співвідношення організованого та позабіржового сегментів вітчизняного ринку цінних паперів змінилось після 2017 року, коли державним регулятором було проведено активну кампанію по мінімізації обігу так званих «емітентів, що мають ознаками фіктивності». Заборона обігу подібних інструментів, що активно використовувались у тіньовій економіці, призвела до суттєвого падіння обсягу операцій на ринку в цілому та відчутно скоротила диспропорції між різними його сегментами.

Варто відмітити, що з огляду на існуюче спеціалізоване законодавство ЄС, в сучасному фінансовому світі відсутність біржової транспарентності є неприпустимою. Це спотворює ціноутворення, збільшує неефективність ринку, та робить фондові індекси не репрезентативними й безглуздими.

Маргінальний характер організованої торгівлі підсилюється обмеженою пропозицією наявних фінансових інструментів. Обмежена кількість цінних паперів інвестиційного рівня звужує ринок, робить його високоволатильним, підвищує премію за ризик, а від так й вартість залученого капіталу. Мінімальне значення частки акцій, що перебувають у вільному обігу, так званий коефіцієнт *free-float*, завжди був ахіллесовою п'ятою українського ринку акцій. Так, наприклад, на початок 2019 серед акцій сімох емітентів, що входять до кошику фондового індексу біржі ПФТС, коефіцієнт *free-float* перевищував 10% лише у двох [237]. Показник акцій у вільному обігу подібного рівня наочно відображає концентрацію власності в руках стратегічних інвесторів, представлених, як правило, вітчизняними фінансово-промисловими групами. Вони не розглядають фондовий ринок як джерело довгострокового фінансування, а лише як місце для внутрішньо корпоративних операцій та формування необхідної ціни на власні активи.

Для розширення пропозиції фінансових інструментів на організованому сегменті національного ринку капіталу буде доцільним:

- посилити захист прав власників облігацій підприємств;
- активізувати роботу щодо випуску облігацій міжнародними фінансовими організаціями в Україні;

- пом'якшити законодавчі умови лістингу
- лібералізувати умови крос-лістингу;
- імплементувати товарні деривативи [238].

Сьогодні, з одного боку має місце мінімальна активність корпоративного сектору вітчизняної економіки на ринку цінних паперів. З іншого – держава інтенсивно використовує інструменти фондового ринку, насамперед ОВДП, для покриття дефіциту бюджету. Саме тому, за останні роки частка останніх в загальному обсязі торгів на ринку зросла із 9,28% у 2009р. до максимального значення 54,65% у 2017р. На біржовому сегменті ринку частка ОВДП за результатами 2018р. склала взагалі 94,1% [239]. (рис. 3.5.).

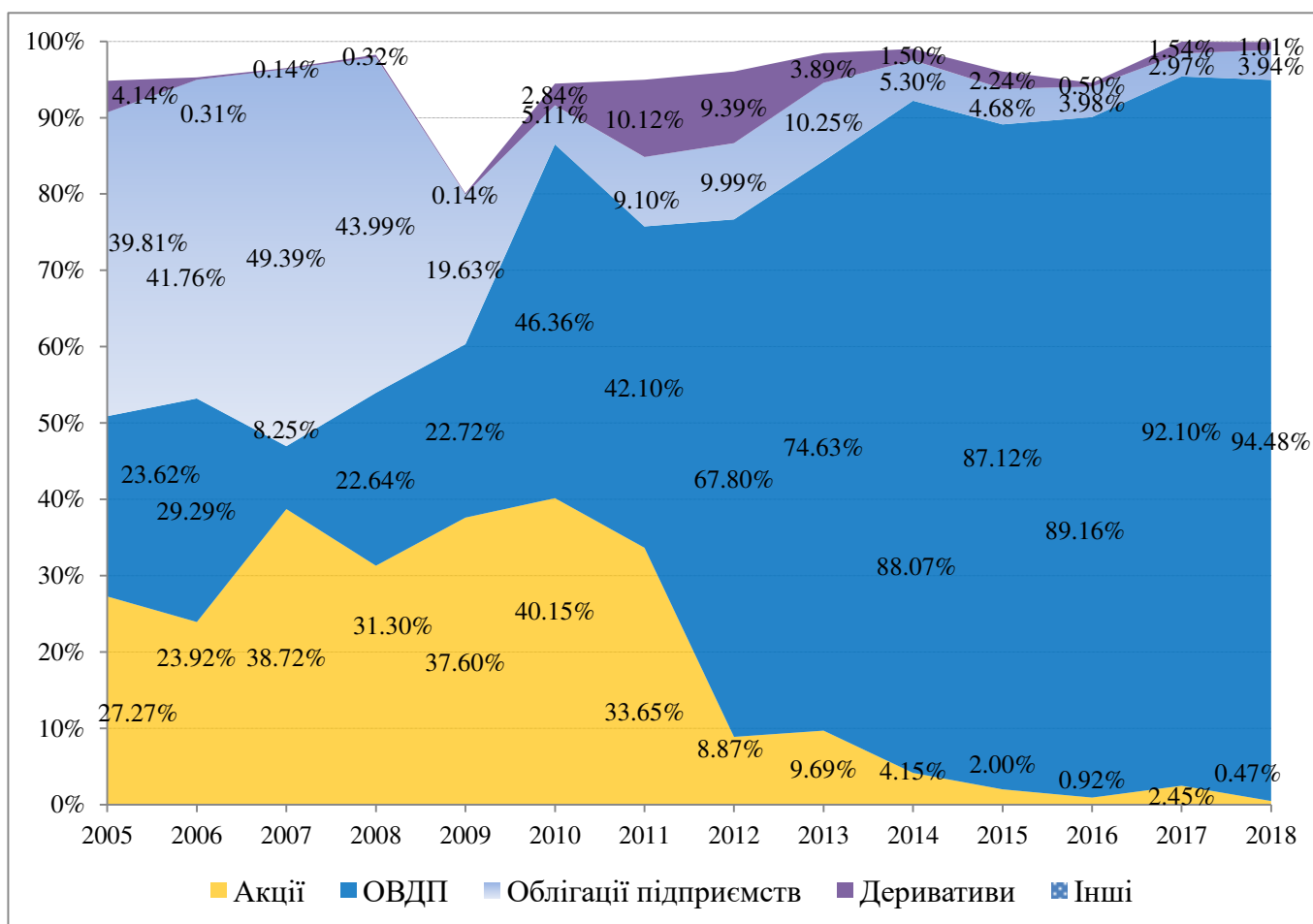


Рис. 3.5. Структура торгівлі фінансовими інструментами за обсягами контрактів укладених на організаторах торгівлі України

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Емітентами корпоративних облігацій в останні роки є в основному крупні комерційні банки, забудовники та великі державні монополії (енергетичного та транспортного сектору). В переважній більшості ці випуски є приватними, тому особливого впливу на ринкову кон'юнктуру не мають.

До кризи 2008-2009 років облігації українських підприємств користувалися сталим попитом з боку ІСІ та комерційних банків. Однак після ряду корпоративних дефолтів, інтерес інвесторів до цього роду активів значно скоротився. Як наслідок, частка облігацій підприємств у загальному обсязі біржових торгів скоротилась із 49,39% у 2007 році до 4,00% у 2018 році (див. рис. 3.5).

Недостатній рівень відкритості вітчизняних емітентів та недосконалість механізму захисту прав власників облігацій є стримуючими чинниками розвитку цього сегменту ринку. Покращити ситуацію можна проведенням таких заходів:

- активізувати створення єдиного престижного рейтингового агентства;
- запровадити інститут загальних зборів власників корпоративних облігацій з наданням таким зборам, зокрема, прав погоджувати рішення емітента щодо операцій з його активами у випадку неналежного виконання емітентом своїх зобов'язань за такими облігаціями;
- врегулювання дій емітента і власників корпоративних облігацій у разі дефолту та реструктуризації боргу.

З огляду на активне співробітництво Уряду України з міжнародними організаціями, одним із найнадійніших боргових фінансових інструментів в Україні можуть стати облігації міжнародних фінансових організацій (МФО). Законодавча можливість їх випуску була запроваджена прийняттям Закону України «Про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» щодо емісії облігацій міжнародних фінансових організацій» № 400-VII від 4 серпня 2013 року. Закон дозволяє МФО здійснювати емісію відсоткових або дисконтних облігацій, з номінальною вартістю вираженою в гривнях. В кінці 2014 року НКЦПФ після проведення конкурсного відбору було обрано 3 майданчика: фондові біржі

«ПФТС», «Перспектива» та «Українська біржа», які МФО мажуть обрати для розміщення власних бондів.

Основними емітентами цього виду інструментів можуть бути Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР) та Міжнародна фінансова корпорація. Так, станом на початок 2019 року ЄБРР приймає участь в 171 проекті на території України із загальним обсягом інвестицій більше 3,78 млрд. євро[240]. Попит на облігації МФО буде сформовано недержавними пенсійними фондами та інститутами спільного інвестування, які після зменшення довіри до національної банківської системи шукають інструменти для збереження активів.

Репрезентативним показником кількості інвестиційно привабливих фінансових інструментів є склад біржових реєстрів. В Україні серед всіх фондових майданчиків в першому рівні лістингу домінують виключно ОВДП. За останні три роки з біржових реєстрів зникли всі акції та корпоративні облігації.

Однією із головних причин подібних процесів є доволі жорсткі вимоги до емітентів, що хотіли би пройти процедуру лістингу. Якщо порівняти умови лістингу різних фондових бірж Європи, то виявиться, що для сформованих зрілих ринків вони є більш ліберальними порівняно із майданчиками Східної Європи (табл. 3.3). Так, потенційному українському емітенту значно легше відповідати умовам щодо мінімального розміру власного капіталу на фондових біржах Лондона чи Франкфурта, а не вітчизняних майданчиків.

Це не є припустимим. Особливо враховуючи, що ст. 43. Директиви 2001/34/ЄС «Щодо допуску цінних паперів до офіційного лістингу» говорить: «Прогнозована ринкова капіталізація акцій, щодо яких зроблено заявку на одержання допуску до офіційного лістингу, або, якщо вона не може бути оцінена, капітал і резерви компанії, включаючи прибуток і втрати, за останній фінансовий рік повинні становити не менше одного мільйона євро». Більше того лістинг можливий, навіть коли така умова не виконується, але лише при існуванні ліквідного ринку [241].

Таблиця 3.3

**Порівняльна характеристика умов лістингу акцій на найвищому рівні
біржового реєстру торгівельних майданчиків Європи**

Країна / Біржа	Власний капітал або прогнозована капіталізація **	Частка акцій у вільному обігу	Період існування компанії	Мінімаль- на кількість акціоне- рів	Стандарти фінансової звітності	Аудитор- ська перевірка
Україна	300/100 млн грн.	10% на суму більше 75 млн грн	3 роки	150	МСФЗ	щорічний звіт (не менше двох років)
LSE	700 тис. фунтів (25 млн. грн.)	25%	3 роки	-	ЄС МСФЗ або GAAP	звіт за три роки
FSE	1,25 млн. євро (40 млн. грн.)	25% та 10 000 акцій	3 роки	-	МСФЗ або їх аналог	звіт за три
GPW	15 млн. євро (482 млн. грн.)	25% на суму більше 1 млн євро	3 роки	Достатньо для створення ліквідного ринку	ЄС МСФЗ	звіт за три або менше років
BVB	1 млн. євро (32 млн. грн.)	25%	3 роки	-	МСФЗ	-
Nasdaq Таллін	4 млн. євро (128 млн. грн.)	25%	3 роки	-	ЄС МСФЗ або аналог	звіт за три
Nasdaq Рига	4 млн. євро (128 млн. грн.)	25% або на суму більше 10 млн євро	3 роки	-	ЄС МСФЗ або аналог	звіт за один рік
BSE	5 млрд. форинтів (500 млн. грн.)	25% на суму більше 2 млрд. фрн	3 роки	500	НСБО або МСФЗ	звіт за три роки

Джерело: побудовано автором за даними сайтів відповідних бірж

LSE – Лондонська фондова біржа, FSE – Франкфуртська фондова біржа, GPW – Варшавська фондова біржа, BVB – Бухарестська фондова біржа, BSE – Будапештська фондова біржа

** – еквівалент за середнім курсом НБУ за 2018р.

Таким чином, національні інституційні інвестори, не зможуть наповнювати власні портфелі цінними паперами вітчизняних емітентів, що пройшли лістинг. Щоб якимось виправити ситуацію, законодавець підняв ліміт інвестування у

позалістингові цінні папери інвестиційними фондам диверсифікованого виду до 30% вартості активів відповідно [242]. Однак це контрастує із вимогами профільного законодавства ЄС, де так звані «підприємства колективного інвестування в перевідні цінні папери» дозволено інвестувати в інструменти, що не перебувають в обігу на регульованих ринках, не більше 10% власних активів [243].

Ще один спосіб збільшення інвестиційного інструментарію – це розширення можливостей крос-лістингу, тобто допуску до вітчизняних біржових списків цінних паперів, які пройшли лістинг на закордонних майданчиках. Намагання допустити акції іноземних емітентів, чий активи зосереджені в Україні, до торгів на вітчизняних біржах почались ще у 2011 році, з появи відповідної концепції, розробленої Асоціацією «Українські фондові торговці» [244]. Нормативна база необхідна для операцій крос-лістингу була розроблена НКЦПФР й вступила в дію у 2013 році [245]. Й лише в жовтні 2014 року національний регулятор допустив до обігу на території України 250 000 акцій МНР S.A. у формі GDR, або 0,2366% їх загального обсягу в обігу на кінець 2013 року. Після цього НКЦПФР дала дозвіл на обіг 1,334 млн. штук компанії Ukrproduct Group Ltd. (2,22% від загальної кількості в обігу). З двох інструментів попит користуються депозитарні розписки МНР S.A., однак й з ними операції можуть укладати лише брокери із генеральними валютними ліцензіями НБУ [246].

У 2018 році вимоги допуску на вітчизняний фондовий ринок цінних паперів іноземних емітентів були відчутно лібералізовані. Зокрема, було дозволено допуск інструментів, емітентами яких є компанії, що не обов'язково володіють активами на території України. Також було скасована обов'язкова наявність договору між іноземним емітентом та українською фондовою біржею, та обов'язок останньої мати доступ до інформаційних ресурсів, де розміщується інформація про такого емітента.

Відповідно до діючого вітчизняного законодавства цінні папери іноземного емітента можуть бути допущені до обігу в Україні «за умови, що вони допущені до обігу принаймні на одній із таких іноземних фондових бірж:

- мережа фондових бірж, що входять до Nasdaq, Inc;
- New York Stock Exchange (NYSE);
- фондові біржі країн, що входять до Європейського Союзу;
- London Stock Exchange;
- Hong Kong Exchanges and Clearing» [247].

Вважаємо за доцільне доповнити цей перелік головними лістинговими майданчиками Канади, Австралії та Швейцарії: TMX, ASX та SIX Swiss Exchange відповідно. Вказані національні ринки капіталу давно відносяться світовою інвестиційною спільнотою до когорти сформованих. Рівень корпоративного управління та регулятивне середовище в цілому тут характеризуються якісно високим рівнем. Так, в індексу глобальної конкурентоспроможності Всесвітнього економічного форуму за показником державного регулювання біржової діяльності (входить до складу 8-ої групи чинників «Розвиненість фінансового ринку») Канада, Австралія та Швейцарія стабільно входять до топ-десяти найкращих [248].

Варто відмітити наявне обмеження вітчизняної депозитарної системи щодо іноземних цінних паперів. Національний депозитарій України має кореспондентські відносини із міжнародним центральним депозитарієм «Clearstream Banking Luxembourg». Водночас основні торгівельні майданчики «українських» емітентів обслуговуються, відповідно міжнародним центральним депозитарієм «Euroclear» та національним депозитарієм цінних паперів Польщі «KDPW». Як наслідок, витрати вітчизняних трейдерів на переказ та зберігання іноземних акцій зростають.

Таким чином, певна лібералізація валютного законодавства в частині операцій із іноземними акціями, а також розширення кореспондентських відносин з боку НДУ можуть сприяти розширенню інструментарію вітчизняного фондового ринку.

Щодо класичних інструментів ринку деривативів, то вони стали доступними вітчизняним трейдерам у 2010 році з моменту запровадження «Українською біржою» ф'ючерсу на індекс українських акцій. Валютні біржові похідні отримали актуальність лише у 2014 році із переходом до режиму плаваючого, а не фактично фіксованого валютного курсу, та визначення НБУ порядку погодження «деривативів, базовим активом яких є валютні цінності, курс іноземної валюти до гривні, відсоткові ставки або індекси, що визначають динаміку курсу гривні» [249].

Більше 90% всіх операцій із зазначеними інструментами відбувається на двох майданчиках: «Українська біржа» та «Перспектива». В кількісних показниках обсяг організованої торгівлі похідними збільшився із 0,1 млрд. грн. у 2009 році до 24,9 млрд у 2012 році, та зменшився до 2,6 млрд грн. за результатами 2018 року [239]. Подібні масштаби торгівлі корелюють із незначними за розмірами національними ринками відповідних базових активів: акцій та валюти, та відповідають добовим обсягам угод із похідними на Варшавський фондовий біржі.

Водночас в Україні зовсім не використовується потенціал товарних деривативів. Україна входить до п'ятірки найбільших експортерів соняшникової олії, пшениці, ячменю та кукурудзи й при цьому є єдиною серед світових лідерів по виробництву агропродукції, де відсутній сучасний ринок деривативів. Останній міг би забезпечити механізм ефективного ціноутворення та контролю за ризиками для національних сільгоспвиробників. Саме цьому побудова дієвого ринку деривативів має стати одним із важливих пріоритетів національної економічної політики. Важливим етапом в цьому буде нарешті прийняття профільного законодавства, яке враховує сучасні підходи та принципи в організації та регулюванні ринків деривативів, зокрема товарних.

Варто відмітити, що пропозиція фінансових інструментів може залишитись нереалізованою без достатнього інвестиційного попиту з боку традиційних груп портфельних інвесторів: індивідуальних (роздрібних), інституційних та іноземних. Стан та перспективи розвитку інституційних інвесторів на вітчизняному ринку цінних паперів була розглянута у першому розділі роботи.

Щодо фізичних осіб, то їх активність на сучасному біржовому ринку важко уявити без використання технологій інтернет-трейдингу. Піонером інтернет-брокеріджу в Україні у 2009 році стала «Українська біржа». Проте він так й залишився у зародковому стані, а у 2018 році через політичні та фактори національної безпеки взагалі були ліквідовані поточні технічні можливості його реалізації. Для порівняння кількість інтернет рахунків відкритих для торгівлі на Варшавській фондовій біржі на кінець 2018 року становила більше 939 тисяч [250]. В цілому за даними СФБ доля індивідуальних інвесторів на біржах країн, що розвиваються, варіюється від 20% (Філіппіни) до більш ніж 80% (біржі Амману та Тайпею) [251].

Активність населення на ринку цінних паперів окрім макроекономічних (рівень відсоткових ставок, темпи зростання ВВП, розмір та ліквідність ринку) визначається серед іншого такими специфічними факторами:

- рівень фінансової грамотності громадян;
- діюча система оподаткування в країні;
- витрати на проведення операцій (комісії бірж та брокерів);
- активність брокерської спільноти по популяризації продукту.

Ставлення українців до заощаджень та фінансових послуг ілюструє внутрішнє опитування в рамках проекту USAID «Фінансова грамотність, обізнаність та інклюзія в Україні». Так, з 76% тих, хто взагалі робить заощадження, 59% залишають їх в себе в готівковій формі, 5,4% розміщують на депозитний рахунок у банку, й лише 1% респондентів робить інвестицію на ринку капіталів [252].

Порядок та розмір оподаткування операцій із цінними паперами та пасивних доходів від володіння ними також грають відчутну роль в ставленні населення до цих інструментів в порівнянні з іншими формами заощаджень. Ставка податку на інвестиційний прибуток від продажу цінних паперів за останні 10 років в Україні змінювалась з 15 до 20%. На початок 2019 року подібні доходи оподатковуються на рівні 18%, без урахування військового збору в розмірі 1,5%. В цей же час із дивідендів на користь громадян, які виплачують акціонерні товариства

вираховується 5%. Варто відмітити, в Україні до серпня 2014 року доходи населення від банківських вкладів не оподатковувались, що робило, цей вид заощаджень більш привабливим порівняно із інвестуванням у цінні папери [253].

Диференційований підхід оподаткування приросту капіталу міг би позитивно вплинути на вітчизняний фондовий ринок. Так, запровадження нульової ставки податку на доходи від біржової торгівлі акціями, що пройшли лістинг, покращить стан біржового сегменту ринку. Подібна практика існує в Республіці Корея. Як наслідок, частка індивідуальних інвесторів в загальному обсязі торгівлі акціями на Корейській біржі з 2000 року не опускалась нижче 20% [254].

Водночас, незважаючи на тенденцію до зростання реальної заробітної плати, частка приросту фінансових активів у структурі витрат домогосподарств України зменшилась із 10,8% до 2,36% за період 2005р. по 2017 рр. [255]. За незмінних інших умов, подібний розвиток подій ставить під сумнів перспективу участі громадян у фінансуванні вітчизняного фондового ринку

В сучасних умовах суттєву роль на біржах граничних та ринків, що формуються, відіграють іноземні інвестори. Зокрема вони популяризують культуру інвестування на рівні визнаних міжнародних стандартах, дозволяють диверсифікувати інвестиційну базу, збільшити конкуренцію між інституційними інвесторами, генерувати більшу ліквідність та збалансовувати її між іншими групами трейдерів, насамперед фізичних осіб, які схильні до короткострокових спекуляцій. Окрім цього компанії із значною часткою іноземних власників у структурі капіталу характеризуються більшою прибутковістю та операційною ефективністю [256].

Нажаль сьогодні Україна програє конкуренту боротьбу за світовий інвестиційний ресурс, як прямий, так й портфельний. Цілком підтримуємо точку зору Бюріка С.О. стосовно того, що фрагментарність вітчизняної інвестиційної політики залишає Україну «осторонь головних міжнародних інвестиційних потоків» [257].

Згідно дослідження СФБ серед багатьох факторів найбільший вплив на приплив портфельних інвестицій на біржові майданчики країн, що розвиваються, справляє рівень дохідності національного фондового індексу. Як не дивно, за підсумками 2018 року Україна стала світовим лідером за даним показником – індекс акцій ПФТС зріз майже на 80%. Однак це не позначилось на припливі інвестиційних ресурсів із-за кордону на вітчизняний ринок акцій. Причиною цього є невідповідність українського ринкового середовища іншим факторам залучення іноземних портфельних інвесторів (див. додаток Н). Особливо тут слід виділити слабкість ринкової мікроструктури – відсутність майже всіх сучасних практик проведення торгів, що характерні для більшості ринків, що формуються.

Як зазначалось вище, вітчизняний фондовий ринок характеризується відсутністю системності в розбудові всіх елементів інфраструктури, зокрема, й щодо організації торгівлі. Модель біржового ринку в Україні змінювалась від моноцентричної згідно Концепції функціонування і розвитку ринку капіталів, розробленій в 1994 році, до поліцентричної із розвитком організованого позабіржового сегменту (Концепція функціонування та розвитку фондового ринку України від 1995 року).

Сьогоднішня вітчизняна біржова архітектура сформована у відповідності до Закону України «Про цінні папери й фондовий ринок» від 2006 року та представлена п'ятьма фондовими біржами:

- Українська міжбанківська валютна біржа;
- Українська біржа;
- Фондова біржа «ІННЕКС»;
- Фондова біржа «ПФТС»;
- Фондова біржа «Перспектива».

За останні роки лідерство за обсягами виконаних біржових контактів поділяють між собою фондові біржі «ПФТС» до «Перспектива», що сконцентрувала в себе левову частку торгівлі ОВДП. «Українська біржа», яка почала функціонувати у 2008 році, значно втратила свої позиції. Вказаний майданчик демонтував

максимальні показники за обсягами торгівлі у 2010 році під час зростання українського ринку акцій. (рис. 3.6.). Сьогодні ж вітчизняний організований ринок титулів власності перебуває у глибокій кризі.

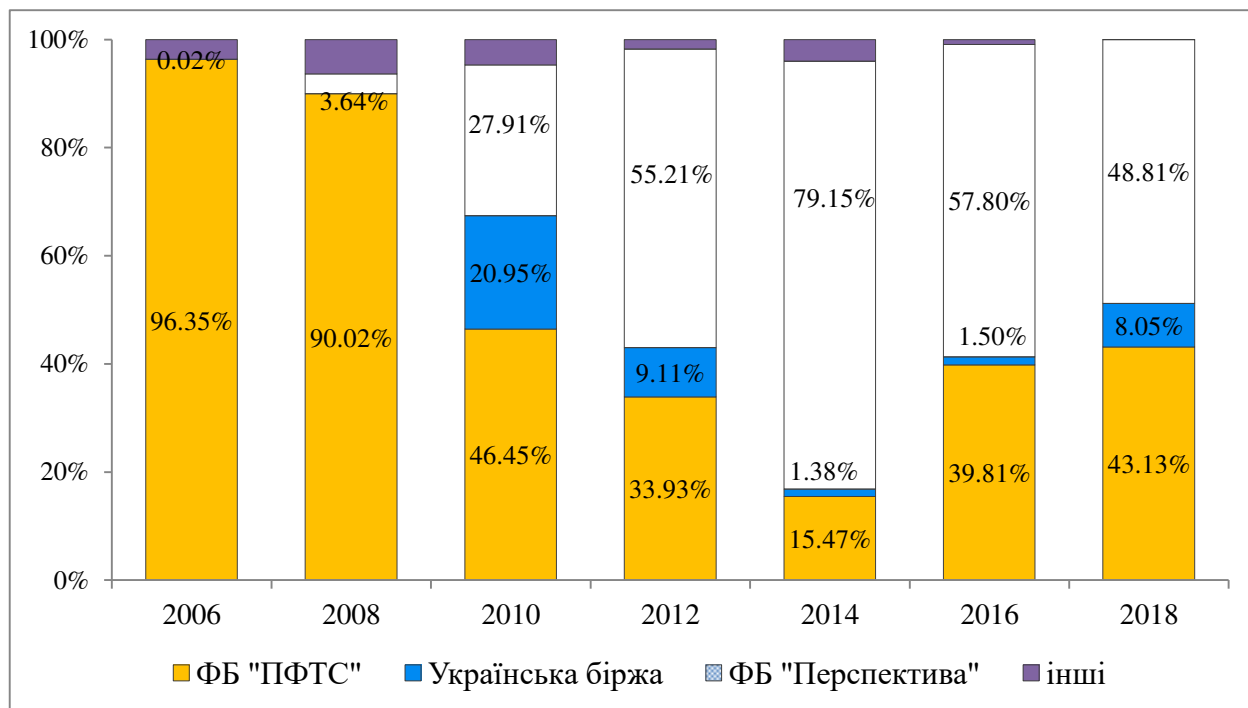


Рис. 3.6. Співвідношення організаторів торгівлі цінними паперами в Україні за обсягами укладених біржових контрактів, 2006-2018 роки

Джерело: складено автором за даними НКЦПФР

Враховуючи наявну світову практику та розміри вітчизняного ринку цінних паперів, ситуація, при якій в Україні функціонує 5 фондових бірж, є доволі суперечливою. З одного боку це уможливлює здорову конкуренцію, що відповідає головному регулятивному посилю в ЄС стосовно ринків фінансових інструментів. З іншого боку це фрагментує й без того критично малоліквідний та вузький вітчизняний ринок цінних паперів.

Буде доцільним при реформуванні вітчизняної фондової інфраструктури, зокрема її торгівельної компоненти, враховувати досвід сусідніх країн. Особливо корисним буде аналіз розвитку біржових моделей Польщі та країн Балтії. У зазначених державах як й в Україні створення фондового ринку треба було провадити цілковито із «чистого аркушу». За чверть століття вони досягли відчутних успіхів у цьому напрямку, хоча й розвивалися за різними сценаріями.

Варшавська фондова біржа (Giełda Papierów Wartościowych, далі – ВФБ) почала роботу у 1991р. на основі організаційно-технічної моделі Ліонського майданчика. Спочатку торги на ВФБ проходили раз на тиждень, при цьому у біржовому реєстрі були акції п'яти компаній, які були внесені туди в ході приватизації. По мірі реалізації плану загальноєкономічних реформ в країні, покращувались фінансові показники національних підприємств, та зростали їх котирування на біржі. Як наслідок, за 1993 рік обсяг біржової торгівлі збільшився майже в 34 рази, а фондовий індекс WIG зріс більше ніж на 1000%. Частково цей бум був пов'язаний із відносно низькими відсотковими ставками по депозитах та відсутністю інших фінансових інструментів. В результаті кількість інвестиційних рахунків відкритих брокерами збільшилася із 162 222 у 1992р. до 831 366 у 1994р. [258].

На початку сторіччя польський фондовий ринок по відносних показниках знаходився на рівні із іншими перехідними економіками Східної Європи – Угорщини та Чехії. Водночас за абсолютними показниками Варшава вже була на рівні із таким сформованим ринком як Австрія. У 2000р. капіталізація ВФБ становила 29,6 млрд. дол. США, проти 29,6 млрд. дол. США у Відні [259].

У 1998р. було запущено торги ф'ючерсом на індекс блакитних фішок WIG20, який став дуже ліквідним інструментом, тому що дозволяв інвесторам хеджувати свої ризики. У 1999р. було реалізовано пенсійну реформу, яка позначилася переходом до обов'язкового приватного пенсійного забезпечення та надала сильний імпульс до створення недержавних пенсійних фондів (НПФ), які із часом стали важливими інституційним гравцем на польському фондовому ринку на наступні 15 років.

В подальшому розвиток торгівельного майданчику Польщі проходив у фарватері ключових тенденцій біржової індустрії: комерціалізації, універсалізації та інтернаціоналізації. Рівень інтернаціоналізації ВФБ можна виміряти по ряду показників: кількості іноземних членів біржі, компаній у лістингу, та резидентності інвесторів, що оперують на біржі (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

Показники інтернаціоналізації Варшавської фондової біржі

Показник		2005	2007	2009	2011	2013	2015	2017
Компанії у біржовому реєстрі, шт.	польські	97,3% (255)	93,4% (328)	93,4% (354)	89,1% (387)	89,6% (403)	88,9% (433)	89,6% (482)
	іноземні	2,7% (7)	6,6% (23)	6,6% (25)	10,9% (39)	10,4% (47)	11,1% (54)	10,3% (50)
Члени біржі, шт.	польські	77,4% (24)	60,5% (26)	60,9% (28)	50,8% (30)	54,4% (31)	47,4% (27)	47,4% (27)
	іноземні	22,6% (7)	39,5% (17)	39,1% (18)	49,2% (31)	45,6% (26)	52,6% (30)	52,6% (30)
Частка інвесторів в обсязі торгівлі акціями основного ринку	польські інституційні	32%	37%	37%	35%	38%	36%	31%
	польські індивідуальні	26%	30%	27%	18%	15%	12%	16%
	іноземні	41%	33%	36%	47%	47%	52%	53%

Джерело: [260]

Так на початок 2018р. право торгувати на майданчику ВФБ мали 57 членів біржі, 30 з яких були компаніями із Австрії, Болгарії, Іспанії, Франції, Великобританії, Німеччини, Нідерландів, Литви, Чехії та Угорщини, що провадять торгівлю із своїх офісів у віддаленому доступі. Частка іноземних інвесторів в загальному обсязі торгівлі акціями на ВФБ також стабільно висока й має тенденцію до зростання за рахунок зменшення активності індивідуальних польських трейдерів [260]. Перша іноземна компанія розмістила свої акції на польському майданчику у 2003 році. За десять років кількість іноземних емітентів зросла до майже 50, що представляють 24 країни Європи, а також Канаду, США та Австралію.

Щодо консолідаційних тенденцій, то до сьогодні ВФБ не об'єдналась та не була поглинута іншими біржовими операторами, на відміну від майданчиків сусідніх країн Центральної та Східної Європи. Незважаючи на це, на кінець 2018р. ВФБ займає домінантне становище в показниках біржової активності країн Центральної та Східної Європи (біржі: Будапешту, Бухаресту, Варшави, Відня, Любляни, Загребу, Праги та Болгарська): частка у загальному обсязі торгівлі акціями становить 48,2%, а доля в спільній капіталізації регіону – 40,4% [261].

Розуміючи важливість міжнародної кооперації, у 2010 році польською біржою було укладено угоду про стратегічне співробітництво з холдингом NYSE Euronext. В рамках цього договору з 2013 року ВФБ перейшла на нову найсучаснішу торговельну систему – UTP (Universal Trading Platform).

Після приватизації 2010 року, в результаті первинного розміщення на власному ж майданчику 49% статутного капіталу, головною метою ВФБ стало отримання прибутку для своїх акціонерів. Для досягнення цієї мети менеджмент майданчику дотримується стратегії універсалізації через розширення переліку груп активів, що перебувають в обігу на біржі. Так, ВФБ поглинула Польську енергетичну біржу. Окрім цього, у 2013 було придбано контрольний пакет акцій британської багатосторонньої торговельної системи Aquis, яка дозволяє своїм учасникам торгувати акціями великих компаній із 12 країн Західної Європи. Також важливим джерелом прибутків для ВФБ є ринок похідних фінансових інструментів, який є одним з найактивніших за обсягами торгівлі індексними ф'ючерсами у Європі.

Отже польський досвід створення організованого фондового ринку є досить вдалим й наочним, особливо для України. Він демонструє, як успішно проведені реформи економіки й фінансового сектору стають запорукою успіху побудови фондової біржі. Сьогодні ВФБ являє собою мультиринкову біржову групу, яка займає лідируючі позиції в Центральній-Східній Європі та якій вдається утримувати свої позиції на сучасному висококонкурентному ринку біржових послуг.

Щодо бірж країн Балтії, то початкові відносні успіхи в їх функціонуванні не елімінували головний недолік кожного з трьох ринків – розмір, достатній для досягнення ефекту масштабу, тобто забезпечення ліквідності та низьких витрат для потенційних трейдерів. Беручи до уваги близькість національних економік балтійських країн, інтеграція їх фондових ринків була очевидним та логічним кроком з метою збільшення їх привабливості та доступності для міжнародних й місцевих інвесторів.

Початком співробітництва між прибалтійськими біржами можна вважати підписання ще у квітні 1998р. угоди про обмін інформацією між Талліннською

(ТФБ) та Ризькою фондовими біржами (РФБ). Через рік було укладено Меморандум про співробітництво вже між трьома майданчиками включно із Вільнюською фондовою біржею (ВФБ). На початку 2000р. було започаткованого спільний для трьох бірж котирувальний реєстр, який отримав назву «Балтійський список».

Однак, на якісно новий рівень інтеграція між РФБ, ТФБ та ВФБ вийшла не стільки завдяки спільному співробітництву, а через поглинання іноземними торгівельними майданчиками. Це є закономірним, оскільки частка іноземного капіталу у структурі власності прибалтійських компаній постійно зростала з другої половини 90-х років. Саме тому, у 2001 році Гельсінська фондова біржа (HEX) придбала контрольний пакет акцій ТФБ, а через рік стала мажоритарним власником й РФБ. У 2003 році HEX об'єдналася із шведським біржовим оператором OM, утворивши групу OMHEX, яка через рік стала володарем ВФБ та змінила свою назву на OMX Group. Остаточна інтеграція фондових ринків країн Балтики із світовим ринком відбулась після злиття у 2008р. OMX із американським холдингом NASDAQ.

Зближення із більш розвинутими біржами Скандинавії дозволило молодим фондовим ринкам країн Балтики стати більш відомими, покращити своє правове середовище, отримати досвід та сучасні вузькопрофільні знання й компетенції. Згідно із дослідженнями американських вчених К. Вебера, Д.Девіса та М. Лоунсбері, саме можливість постійної комунікації та передачі досвіду між суб'єктами із історично близьких регіонів (а даному випадку країни Скандинавії та Балтики) є більш ефективним в успішному функціонуванні новостворених фондових бірж, на противагу єдиноразовим цільовим програмам, що спонсоруються міжнародними фінансовими організаціями [262].

Важливим фактором об'єднання фінансових ринків в цілому, й торгівельних майданчиків зокрема, було входження Латвії, Литви та Естонії до ЄС. Вимоги гармонізації законодавства та дотримання Директив ЄС зробили процедури лістингу та розкриття інформації уніфікованими. Окрім цього захист прав інвесторів та нагляд також відбуваються у відповідності до норм Європейського

Союзу. В січні 2014р. єдиною валютою спільного балтійського біржового простору стала євро. Це ще більше сприяло створенню єдиного торгівельного, клірингового та розрахункового середовища [263]. Як наслідок, на кінець 2018 року на регульованому ринку NASDAQ Baltic оперували 14 торгівців-членів, які мали можливість торгувати акціями 65 компаній, загальною ринковою капіталізацією в розмірі 6,64 млрд. євро, а також корпоративними облігаціями та державними бондами урядів Латвії та Литви [264].

Таким чином, маючи однакові стартові можливості у вигляді політичного устрою, рівня зрілості фінансових систем, відсутності профільного законодавства, найбільших успіхів серед колишніх радянських республік на шляху інтеграції до світового фінансового ринку досягли організовані фондові ринку країн Прибалтики. Сьогодні Естонія, Литва та Латвія можуть записати собі в актив ефективну й зручну для інвесторів та учасників торгів фондову інфраструктуру, яка характеризується спільною торгівельною системою, гармонізованою ринковою моделлю, правилами членства, лістингу та сучасною системою панбалтійських розрахунків. Досягти подібного стало можливим через стійке дотримання обраного вектору в напрямку європейської інтеграції [265].

Таким чином, на прикладі розглянутих країн маємо два сценарії розвитку організованого фондового ринку. В першому, польський уряд зробивши ставку на власні сили, зміг вибудувати конкурентну біржову модель. Цьому сприяли як вдало проведене ринкове реформування економіки, так й розмір останньої, що дозволив наповнити національний фондовий ринок достатньою ліквідністю.

У випадку країн Балтії, можна дійти до висновку, що поглинання інфраструктури ринку цінних паперів було лише питанням часу, з огляду на домінування іноземного капіталу, насамперед північно-європейського, та відносно невеликі розміри внутрішніх ринків. Як наслідок, країни отримали авторитетні західні структури в якості власників фондової інфраструктури, а учасники ринку – допуск до найсучасніших біржових практик.

Як бачимо, український досвід побудови торгівельної інфраструктури фондового ринку відрізняється від розглянутих вище. Українські біржі, що із самого початку заснування були приватними структурами, змогли запропонувати своїм клієнтам новітні біржові технології лише із суттєвим запізненням. В більшій мірі це стало можливим завдяки іноземним інвесторам, зв'язки із якими обірвані через загрозу національній безпеці та геополітичні чинники.

Нові можливості та виклики для вітчизняного ринку цінних паперів, та його організованої компоненти, з'являються у світлі дії Угоди про асоціацію між Україною та ЄС. Багатогранний та всеосяжний характер Угоди безперечно обумовлює її вплив на такий важливий сегмент економічної системи як ринок фінансових послуг, та його фондовий сегмент, зокрема.

З огляду на це, законодавчі ініціативи в українському правовому полі щодо регульованих ринків капіталу повинні якомога повно й системно враховувати чинні та майбутні норми *acquis communautaire*, особливо пакету MiFID-II та MiFIR. Це є необхідною та обов'язковою умовою монтування вітчизняного сектору цінних паперів до єдиного ринку капіталу ЄС. Водночас необхідно враховувати масштаби вітчизняного ринку та ресурсні можливості його учасників, а також уникати механічного дублювання європейських положень у національне правове поле та перетворення їх на жорсткі інструкції.

Висновки до розділу 3

Розвиток організованих ринків цінних паперів в Європі знаходиться в руслі макропроцесів економічної інтеграції. Еволюція біржової індустрії нерозривно пов'язана із відповідними панєвропейськими нормативними актами. Визначальними з них 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». По мірі розвитку ринку капіталу організатори торгівлі фінансовими інструментами зазнавали

подальшої диференціації (MTF, SI, OTF). Директива 2004/39/ЄС відкрила шлях до розвитку конкуренції між торговельними майданчиками на панєвропейському рівні, що в симбіозі із розвитком сучасних технологій призвело до появи нових місць обігу фінансових інструментів та підсилило консолідаційні тенденції між традиційними біржами. Найбільш інтенсивна інтеграція фондових бірж в ЄС мала місце у першій декаді XXI ст.. На початок 2019 року на регульованих ринках країн-членів ЄС відбувалось в середньому 62% операцій із акціями, що входять до складу національних фондових індексів.

Дія положень MiFID-II направлена на максимальну концентрацію торгівлі фінансовими інструментами на організованих ринках, з метою збільшення трансперетності та покращення ціноутворення. З іншого боку до майданчиків висуваються більш жорсткі технологічні вимоги у зв'язку із розповсюдженням практики HFT.

Сприяти розвитку біржової торгівлі акціями може подальша реалізація плану по створенню Союзу ринків капіталу ЄС, що вже позначилось у лібералізації європейського законодавства щодо перспектив емісії.

За 28 років в Україні так й не був сформований усталений, повноцінний, двосторонній зв'язок між реальним сектором економіки та фондовим ринком. Нажаль, вітчизняний бізнес не використовує цінні папери (зокрема акції) як привабливе джерело для фінансування свого розвитку. В сучасних умовах організований сегмент фондового ринку перетворився на ринок ОВДП. Це є наслідком, по-перше ефекту витіснення приватного капіталу із реального сектору підвищеною відсотковою ставкою, по-друге, дефіцитом привабливих фінансових інструментів фондового ринку. Серед іншого розширити наявний біржовий інструментарій можна шляхом пом'якшення умов лістингу, полегшення крос-лістингу, активізації роботи щодо випуску облігацій МФО в Україні та імплементації товарних деривативів.

З іншого боку інвестиційний попит на цінні папери обмежений незначними масштабами інституційних інвесторів. Зокрема серед ІСІ превалюють венчурні або

фонди прямого інвестування, що оперують переважно поза біржового ринку. В свою чергу вкрай низька норма заощаджень домогосподарств віддаляє й без того непопулярні біржові операції від населення. Пожвавити активність організованого фондового ринку можуть іноземні інвестори мотивовані потенційно підвищеними нормами прибутку. Однак для цього від влади та існуючих учасників ринкової інфраструктури, вимагається реалізація ряду заходів по покращенню правового, регулятивного та ринково-технічного середовища.

Вітчизняна біржова архітектура характеризується аномальною фрагментарністю та невідповідністю розміру ринку кількості наявних організаторів торгівлі. Історія формування інфраструктури національного фондового ринку вирізнялася безсистемністю, спорадичністю заходів та зміною пріоритетів. Як наслідок, сьогодні організований ринок цінних паперів України значно поступається за рівнем розвитку біржам більшості сусідніх країн. Нові можливості та виклики для реформування вітчизняного ринку цінних паперів, та його організованої компоненти, з'являються у світлі дії Угоди про асоціацію між Україною та ЄС.

Основні результати дисертаційних досліджень цього розділу представлено у працях автора: [213; 222; 236; 238; 253; 260; 263; 265]

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 ХХІ 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 ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Milesi-Ferretti G. M., Tille. C. The Great Retrenchment: International Capital Flows During the Global Financial Crisis. *Economic Policy*. 2011. №. 26. P. 285–342.
2. Prasad E., Rogoff K., Wei S. Effects of Financial Globalization on Developing Countries. *IMF*. 2003. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/nft/op/220/index.htm> (дата звернення: 26.12.2017).
3. The New Dynamics of Financial Globalization / McKinsey Global Institute. 2017. P. 41. URL: www.mckinsey.com/mgi. (дата звернення: 20.12.2017).
4. За даними Balance of Payments and International Investment Position Manual Statistics. *IMF* : веб-сайт. URL: <http://data.imf.org/?sk=7a51304b-6426-40c0-83dd-ca473ca1fd52&sId=1419273403061> (дата звернення: 29.01.2018).
5. Руденко-Сударєва Л., Мозговий О., Гуртов Д. Процеси глобалізації та транснаціоналізації: теоретико-методологічний підхід до комплексної оцінки. *Журнал європейської економіки*. 2010. Т. 9, № 3. С. 279-306.
6. The New Dynamics of Financial Globalization / McKinsey Global Institute. 2017. P. 38. URL: www.mckinsey.com/mgi (дата звернення: 20.12.2017).
7. The New Dynamics of Financial Globalization / McKinsey Global Institute. 2017. P. 41. URL: www.mckinsey.com/mgi (дата звернення: 25.12.2017).
8. Indicators of financial integration in the euro area. *ECB* : веб-сайт. URL: https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/financial_integration/html/index.en.html (дата звернення: 01.12.2018).
9. Annual Review 2017 / Nestle. P. 59. URL: <https://www.nestle.com/investors/annual-report> (дата звернення: 01.05.2018).
10. FTSE Country Classification Process. *FTSE Russel*. P. 10. URL: http://www.ftse.com/products/downloads/FTSE_Country_Classification_Paper.pdf (дата звернення: 21.02.2018).
11. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу, щодня. *НБУ* : веб-сайт. URL: http://www.bank.gov.ua/files/T-bills_debt.xls (дата звернення: 30.01.2018).

12. Квартальні та річні огляди ринку управління активами. *УАІБ* : веб-сайт. URL: http://www.uaib.com.ua/analituaib/publ_ici_quart.html (дата звернення: 05.04.2018).
13. Міжнародна інвестиційна позиція *НБУ* : веб-сайт. URL: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=19208378> (дата звернення: 08.02.2018).
14. Мозговий О.М., Павлюк О.О. Регуляторне середовище розвитку світової банківської системи. *Міжнародна економічна політика*. 2017. № 1(26). С.29–38.
15. Financial Sector Reforms / The Seoul G20 Summit document. Р. 7. URL: https://www.g20.org/profiles/g20/modules/custom/g20_beverly/img/timeline/Corea/G20-seoul-summit-document-en.pdf (дата звернення: 28.03.2018).
16. Summary of debt securities outstanding *BIS Statistics Explorer* : веб-сайт. URL: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1> (дата звернення: 28.11.2017).
17. Gutscher C. \$1 Trillion in Bonds Have Left the Negative-Yield Zone This Year *Bloomberg* : веб-сайт. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-01-12/-1-trillion-of-bonds-exit-negative-yielding-zone-in-eight-days> (дата звернення: 27.02.2018).
18. Зінченко Ф.А. Міжнародний ринок боргових фінансових інструментів. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. №2 (85). С.99–116.
19. Gozzi J. C., Levine R., Peria M., Schmukler S. L. How firms use domestic and international corporate bond markets. *NBER working paper series*. 2012. Січень. URL: <http://www.nber.org/papers/w17763> (дата звернення: 27.11.2017).
20. FACT BOOK 2017 / Securities Industry and Financial Markets Association Research Department. URL: www.sifma.org (дата звернення: 12.04.2018).
21. Transforming Shadow Banking into Resilient Market-Based Finance / Financial Stability Board. URL: <http://www.fsb.org/what-we-do/policy-development/transforming-shadow-banking-into-resilient-market-based-finance/> (дата звернення: 20.05.2018).
22. Krugman P. The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. New York - London : W.W. Norton, 2009. 214 с.

23. Asset & Wealth Management Revolution: Embracing Exponential Change / PwC AWM Research Centre. URL: <https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/asset-management/publications/asset-wealth-management-revolution.html> (дата звернення: 01.04.2018).
24. Пластун В. Л. Особливості впливу інституційних інвесторів на стабільність фондового ринку. *Фінансовий простір*. 2013. № 1(9). С. 62-67.
25. Фролова Т.О. Інституційні інвестори в інфраструктурі глобального інвестування. *Ефективна економіка*. 2012. № 7. URL: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=1278> (дата звернення: 01.04.2017).
26. The world's 500 largest asset managers – year end 2016 / Willis Towers Watson. October 30, 2017. URL: <https://www.willistowerswatson.com/en/insights/2017/10/The-worlds-500-largest-asset-managers-year-end-2016> (дата звернення: 15.02.2018).
27. Global Pension Assets Study – 2018 / Willis Towers Watson Thinking Ahead Institute. February 4, 2018. URL: <https://www.thinkingaheadinstitute.org/en/Library/Research-and-Ideas/Global-Pension-Asset-Survey-2018> (дата звернення: 15.02.2018).
28. Stewart F., Despalins R., Remizova I. Pension funds, capital markets, and the power of diversification (English). *World Bank Group*. 2017. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/217121499259303193/Pension-funds-capital-markets-and-the-power-of-diversification> (дата звернення: 10.03.2018).
29. Про затвердження Положення про вимоги до осіб, що здійснюють професійну діяльність з управління активами інституційних інвесторів (діяльність з управління активами), щодо складу та структури активів недержавних пенсійних фондів, якими вони управляють : Рішення НКЦПФР від 26 квіт. 2012р. № 582 текст із змін. станом на 1 бер. 2019 р. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z0787-12> (дата звернення: 10.03.2019).
30. Зінченко Ф.А. Рівень інвестиційного потенціалу фондового ринку України *Ринок цінних паперів України*. 2017. Вип. № 1-2(86). С.34–40.

31. OECD Institutional Investors Statistics. *OECD* : веб-сайт. URL: http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics_2225207x (дата звернення: 10.10.2018).
32. Юхимчук В.Д. Характеристика інституційних інвесторів на фінансовому ринку. *Інноваційна економіка*. 2013. №5(43). С. 250.
33. Міжнародний стандарт фінансової звітності 13 «Оцінка справедливої вартості» / Рада з Міжнародних стандартів бухгалтерського обліку. URL: http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/929_068/page2 (дата звернення: 10.11.2016).
34. Stock Exchange definition. *Merriam-Webster Dictionary* : веб-сайт. URL: <https://www.merriam-webster.com/dictionary/stock%20exchange> (дата звернення: 10.11.2018).
35. Організаційно-правові основи біржової діяльності : навч. посібник / Берлач А. І. та ін. Київ : Фенікс, 2000. 336 с.
36. Кушнір Т.Б. Економіка і організація біржової торгівлі : навч. посіб. Вид. 2-ге, стереотипне. Харків : Консул, 2004. 216 с.
37. Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ. Москва : Перспектива, 1995. 488 с.
38. Основи біржової діяльності: навчальний посібник / М.О. Солодкий та ін. ; за ред. М.О. Солодкого. Київ : ЦП Компринт, 2017. 450 с.
39. Чалдаева Л.А. Фондовая биржа – структурообразующий центр фондового рынка. *Финансы и кредит*. 2001. №7 (79). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/fondovaya-birzha-strukturoobrazuyuschiy-tsentr-fondovogo-rynka> (дата звернення: 10.11.2017).
40. Про цінні папери та фондовий ринок : Закон України від 23.02.2006р. №3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15> (дата звернення: 10.11.2017).
41. The Laws That Govern the Securities Industry / U.S. Securities and Exchange Commission. URL: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Exchange%20Act%20Of%201934.pdf> (дата звернення: 21.11.2017).

42. Шишков С. Є. Біржовий механізм розвитку фондового ринку України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. ек. наук : 08.00.08. Київ, 2011. 24 с.

43. Зінченко Ф.А. Фондова біржа як базовий елемент організованого ринку цінних паперів. *Стратегія розвитку України (економіка, соціологія, право)*. 2005. №6. С.97–102.

44. Improving Financial Regulation. *Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders*. 2009. URL: http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_090925b.pdf (дата звернення: 21.11.2016).

45. Derivatives statistics. *BIS Quarterly Review* : веб-сайт. URL: https://www.bis.org/statistics/r_qt1803_stats.zip (дата звернення: 20.04.2018).

46. Ferrarini G., Saguato P. Regulating financial market infrastructures. *European Corporate Governance Institute Working Paper Series in Law*. 2014. №259. URL: <http://eprints.lse.ac.uk/59683/> (дата звернення: 20.03.2017).

47. Statistics. Monthly Reports / World Federation of Exchanges. URL: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports> (дата звернення: 20.07.2018).

48. Ammer J., Holland S.B., Smith D.C. Look at Me Now: What Attracts U.S. Shareholders? *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper; EFA 2004 Maastricht No. 4086; AFA 2006 Boston Meetings Paper*. March 11, 2005. № 815. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.556208> (дата звернення: 20.03.2017).

49. Sarkissian S., Schill M.J. Are There Permanent Valuation Gains to Overseas Listings? *Darden School of Business Working Paper*. February 15, 2007. № 03-03. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.395140> (дата звернення: 25.03.2017).

50. Dobbs R., Goedhart M. H. Why cross-listing doesn't create value. *McKinsey on Finance*. 2008. URL: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/why-cross-listing-shares-doesnt-create-value> (дата звернення: 26.03.2017).

51. Stiff P., Stone R. British Airways Approves Delisting From NY. *The Wall Street Journal*. 2007. URL: <https://www.wsj.com/articles/SB117754891448382846> (дата звернення: 16.04.2017).

52. Karolyi G. A. What Happens to Stocks that List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implications. *SSRN*. 1996. P. 1-54. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1612 (дата звернення: 25.03.2017).

53. Sarkissian S., Schill M. J. Cross Listing Waves and the Search for Value Gains. *The Canadian Institute of Chartered Business Valuators*. 2009. URL: https://cicbv.ca/wp-content/uploads/2010/11/ResearchPaper2009Waves_2009_03_23b.pdf (дата звернення: 20.04.2017).

54. Sarkissian S., Schill M.J. The Overseas Listing Decision: New Evidence of Proximity Preference. *Review of Financial Studies Darden Business School Working Paper*. 2004. № 17(3). P. 769-809. URL: <https://ssrn.com/abstract=267103> або <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.267103> (дата звернення: 20.04.2017).

55. Обзор IPO украинских компаний и еврооблигаций украинских эмитентов. *PwC* : веб-сайт. URL: <http://www.pwc.com/ua/en/services/capital-markets/an-overview-of-ukrainian-ipos.html> (дата звернення: 20.05.2017).

56. FXPO FERREXPO PLC ORD 10P. *LSE* : веб-сайт. URL: <https://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/stocks/summary/company-summary/GB00B1XH2C03GBGBXSTMM.html> (дата звернення: 10.01.2018).

57. Річний звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2017 рік. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку* : веб-сайт. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspfr-za-2017-rk/> (дата звернення: 10.05.2018).

58. How many listed companies use IFRS Standards globally? *IFRS Fund* : веб-сайт. URL: <http://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#analysis> (дата звернення: 15.04.2018).

59. Розраховано автором за даними Non-U.S. Issuers. *NYSE* : веб-сайт. URL: <https://www.nyse.com/get-started/international/documents-reports> (дата звернення: 20.01.2018).

60. Deutsche Bank Depositary Receipts 2016 in Review / Deutsche Bank. 2017. P. 5. URL: https://tss.gtb.db.com/FileView/Data.aspx?URL=dbdr/cms/2016_GTB_DRAnnual_Review.pdf (дата звернення: 15.10.2017).

61. The 2016 Depositary Receipt Markets Review / The Bank of New York Mellon. 2017. P. 22. URL: <https://www.bnymellon.com/global-assets/pdf/our-thinking/depositary-receipts-market-review-2016.pdf> (дата звернення: 15.10.2017).

62. Deutsche Bank Depositary Receipts 2016 in Review / Deutsche Bank. 2017. P. 10. URL: https://tss.gtb.db.com/FileView/Data.aspx?URL=dbdr/cms/2016_GTB_DRAnnual_Review.pdf (дата звернення: 15.10.2017).

63. J.P. Morgan Depositary Receipt Markets Review. *J.P. Morgan* : веб-сайт. URL: <https://www.adr.com/Investors/Markets> (дата звернення: 17.10.2017).

64. Citi Depositary Receipt Services 2016 Year Report. *Citi* : веб-сайт. URL: <https://depositaryreceipts.citi.com/adr/common/linkpageC.aspx?pageId=2&subpageID=9> (дата звернення: 18.10.2017).

65. The 2016 Depositary Receipt Markets Review / The Bank of New York Mellon. 2017. P. 23. URL: <https://www.bnymellon.com/global-assets/pdf/our-thinking/depositary-receipts-market-review-2016.pdf> (дата звернення: 19.10.2017).

66. Securities (c): Annual Cross-U.S. Border Portfolio Holdings. *U.S. Department of the Treasury* : веб-сайт. URL: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/Pages/index.aspx> (дата звернення: 19.10.2017).

67. Власні розрахунки за даними Global DR Directory. *Citi Group* : веб-сайт. URL: <https://depositaryreceipts.citi.com/adr/guides/uig.aspx?pageId=8&subpageid=34> – (дата звернення: 18.10.2017).

68. Бурмака М.О., Зінченко Ф. А. Глобальний формат фінансово-інституційної трансформації фондових бірж. *Міжнародна економічна політика*. 2017. №2 (27). С. 41-61.

69. Stock market capitalization, percent of GDP – country rankings. *TheGlobalEconomy.com* : веб-сайт. URL: https://www.theglobaleconomy.com/rankings/Stock_market_capitalization/ (дата звернення: 18.05.2018).

70. Mutual fund assets – country rankings. *TheGlobalEconomy.com* : веб-сайт. URL: https://www.theglobaleconomy.com/rankings/mutual_fund_assets/ (дата звернення: 18.05.2018).

71. The Global Competitiveness Report 2016–2017. *World Economic Forum* : веб-сайт. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2016-2017-1> (дата звернення: 10.06.2018).

72. JSE Limited Listings Requirements / Johannesburg Stock Exchange. URL: <https://www.jse.co.za/content/JSERulesPoliciesandRegulationItems/JSE%20Listings%20Requirements.pdf> (дата звернення: 10.06.2018).

73. Domowitz I., Steil B. Automation, Trading Costs, and the Structure of the Securities Trading Industry. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*. 1999. № 2.

74. Гончарук І.В. Тенденції розвитку конкуренції на мережевих ринках в умовах глобалізації. *Young Scientist*. 2016. № 10(37) . С. 355 - 400.

75. Hasan I., Schmiedel H. Do networks in the stock exchange industry pay off? European evidence . *Bank of Finland Discussion Paper*. 2003. №2. Р. 44.

76. Лауфер М.А. Глобализация финансовых рынков на рубеже тысячелетий. *Финансы и кредит*. 2000. 6 (66). С. 38-47.

77. Carretta A., Nicolini G. Integration of European securities markets and links among stock exchanges: a cross-listing, cross-membership and cross-trading analysis. *Coordination and cooperation across organisational boundaries*. Milan (Italy) : Università Cattolica S.Cuore, 2006. URL: <http://www.consumer-finance.org/Nicolini/Publications.htm> (дата звернення: 10.12.2016)

78. Access to Borsa İstanbul Data through Point-of-Presence in Equinix, London. *Borsa İstanbul* : веб-сайт. URL: http://www.borsaistanbul.com/en/descriptions/access_to_borsa_istanbul_data_through_point_of_presence_in_equinix_london (дата звернення: 10.01.2018).

79. Hiromi H. Korea Exchange's Global Strategy: Opportunities and challenges. *Nomura Journal of Capital Markets*. 2013. Vol. 4, № 4. P. 1-12. URL: <http://www.nicmr.com/nicmr/english/report/repo/2013/2013spr05.pdf> (дата звернення: 10.04.2018).
80. Di Noia C. The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, and Corporate Governance. *MARZO Working Paper*. 1999. № 33. P. 3-78. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.200991> (дата звернення: 10.04.2018).
81. Mohd Sani Ismail Enhancing Cooperation & Regional Integration of ASEAN Equity Market. *OECD-ADBI 12th Roundtable on Capital Market Reform in Asia*. Tokyo, 7 February 2012. P. 12. URL: <http://www.oecd.org/finance/financial-markets/49700649.pdf> (дата звернення: 21.02.2018).
82. Зінченко Ф.А. Глобальні біржові мережі. *Світ фінансів*. 2018. № 4 (57). С. 137–148.
83. S&P MILA Andean 40. *S&P Dow Jones Indexes* : веб-сайт. URL: <https://us.spindices.com/indices/equity/sp-mila-andean-40-index/> (дата звернення: 21.03.2018).
84. Dimitrov I. SEE Link Connecting Markets. *SEE Link, BSE*. March 15, 2016. URL: Access mode: <http://www.see-link.net/publications/36> (дата звернення: 15.03.2018)
85. Perry G., Auvert D. Financial integration in the Pacific Alliance. *Inter-American Development Bank*. 2016. P. 4-68. DOI : <http://dx.doi.org/10.18235/0000395> (дата звернення: 19.03.2018).
86. Mellado C., Escobari D. Virtual Integration of Financial Markets: A Dynamic Correlation Analysis of the Creation of the Latin American Integrated Market. *MPRA Paper*. 2014. № 60958. URL: <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/60958/> (дата звернення: 20.03.2018).
87. What is stock connect. *Hong Kong Exchanges and Clearing Limited* : веб-сайт. URL: https://www.hkex.com.hk/Mutual-Market/Stock-Connect?sc_lang=en (дата звернення: 11.03.2018).

88. Власні розрахунки на підставі HKEX Fact Book 2018. *Hong Kong Exchanges and Clearing Limited* : веб-сайт. URL: https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Statistics/Consolidated-Reports/HKEX-Fact-Book?sc_lang=en (дата звернення: 13.03.2018).

89. Hasan I., Schmiedel H., Song L. Growth strategies and value creation what works best for stock exchanges? *European Central Bank Working Paper Series*. 2010. № 1201. P. 61. URL: http://ssrn.com/abstract_id=1559888 (дата звернення: 13.11.2017).

90. Burmaka M., Zinchenko F. Global concept of financial institutional transformation of stock exchange. *The International Economic Policy*. 2017. № 2(27). P. 41-61.

91. Farchy J., Cookson R. HKEx agrees to buy LME for £1.4bn. *FT*. June 15, 2012. : веб-сайт. URL: <https://www.ft.com/content/6fdca33c-b54a-11e1-ad93-00144feabdc0> (дата звернення: 03.12.2017).

92. Annual Report 2015. *Intercontinental Exchange* : веб-сайт. URL: <http://ir.theice.com/annual-and-quarterly-reports/annual-reports> (дата звернення: 07.12.2016).

93. Armstrong A. US riches tempt LSE investors to takeover. *The Telegraph*. March 5, 2016. : веб-сайт. URL: <https://www.telegraph.co.uk/business/2016/03/04/us-riches-tempt-lse-investors-to-takeover/> (дата звернення: 17.12.2016).

94. Mergers: Commission blocks proposed merger between Deutsche Börse and NYSE Euronext. *European Commission* : веб-сайт. URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-94_en.htm (дата звернення: 17.01.2017).

95. N7 – advanced network solutions. *Deutsche Börse* : веб-сайт. URL: <http://www.mds.deutsche-boerse.com/blob/6806/3f3a6113f1bd0f0dee48b3e5282dacdf/en-n7-advanced-network-solutions-brochure-data.pdf> (дата звернення: 10.09.2017).

96. Осадчук В. С., Осадчук О. В. Волоконно-оптичні системи передачі : навч. посіб. Вінниця: ВНТУ, 2005. 132 с.

97. Eichengreen B., Lafarguette R., Mehl A. Cables, Sharks and Servers: Technology and the Geography of the Foreign Exchange Market. *European Central Bank Working*

Paper Series. 2016. № 1889. P. 56. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/research/working-papers/html/papers-2016.en.html> (дата звернення: 10.10.2017).

98. Cooperative Arrangements with Foreign Regulators. *U.S. Securities and Exchange Commission* : веб-сайт. URL: https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_cooparrangements.shtml (дата звернення: 12.04.2018).

99. Armour J., Bengtzen M., Enriques L. Investor Choice in Global Securities Markets. *Oxford Legal Studies Research Paper*. 2017. № 60/2017. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3047734> (дата звернення: 21.03.2018).

100. Jackson H. E., Fleckner A. M., Gurevich M. Foreign Trading Screens in the United States. *Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series*. 2006. № 549. P. 29 URL: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Jackson_et%20al_549.pdf (дата звернення: 11.03.2018).

101. Article 23 (1) Regulation (EU) № 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Regulation (EU) № 648/2012, OJ L 173. 12.6.2014. P. 84–148. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0600> (дата звернення: 11.03.2018).

102. Article 25(4)(a) Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32014L0065> (дата звернення: 11.03.2018).

103. Equivalence decisions. *European Commission* : веб-сайт. URL: https://ec.europa.eu/info/mifid2-equivalence-decisions_en (дата звернення: 10.10.2018).

104. Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation. *OECD Business and Finance Outlook 2016*. 2016. Paris : OECD Publishing. P.119-140. URL: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264257573-9-en> (дата звернення: 20.06.2017).

105. Pagano M., Padilla A.J. Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext. *Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF)*. 2005. P. 50. URL: <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2006/05/padilla-pagano.pdf> (дата звернення: 10.02.2014).

106. Malkamäki M. Are there economies of scale in stock exchange activities? *Bank of Finland Research Discussion Papers*. 1999. №4. P. 28. URL: <https://helda.helsinki.fi/bof/handle/123456789/7585> (дата звернення: 05.12.2011).
107. Зінченко Ф.А. Трансформація архітектури організованих фондових ринків розвинутих країн світу. *Інвестиції: практика та досвід*. 2011. №12. С.39-44.
108. Gkantinis S. Regulation and Innovation: Comparing the U.S. and European Stock Trading Markets. *Harvard Law School Student Scholarship Series*. 2006. № 13. P. 52. URL: <http://aei.pitt.edu/7884/1/gkantinis-s-02g.pdf> (дата звернення: 05.12.2015).
109. US Equity Issuance and Trading Volumes. *The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)* : веб-сайт. URL: <https://www.sifma.org/resources/research/us-equity-stats/> (дата звернення: 05.12.2017).
110. 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. Ірпінь: НУДПСУ, 2011, С.225-227.
111. Stoll H. Market Microstructure. *Financial Markets Research Center Working paper*. 2002. № 01-16. P. 66. URL: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.7204&rep=rep1&type=pdf> (дата звернення: 05.12.2011).
112. New York Stock Exchange Price List 2011. *New York Stock Exchange* веб-сайт. URL: <http://www.nyse.com/> (дата звернення: 15.10.2010).
113. Alternative Trading System List. *U.S. Securities and Exchange Commission* : веб-сайт. URL: <https://www.sec.gov/foia/docs/atlist.htm> (дата звернення: 15.12.2017).
114. Report of Marketshare by Marketplace. *Офіційний сайт Агентства з регулювання інвестиційної галузі Канади* : веб-сайт. URL: <http://www.iiroc.ca/industry/marketmonitoringanalysis/Pages/StatisticsInformation.aspx> (дата звернення: 15.02.2018).
115. Зінченко Ф.А. Міжнародний ринок боргових фінансових інструментів. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. № 2. С. 99-116.

116. Biasis B, Green R.S. The Microstructure of the Bond Market in the 20th Century. *IDEI Working Paper*. 2007. № 482. P. 51. URL: <http://publications.ut-capitole.fr/id/eprint/1453> (дата звернення: 21.02.2016).
117. Hill A., Callaghan E. Secondary Markets. *ICMA quarterly report*. 2015. № 39. P. 38. URL: <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Regulatory-Policy-Newsletter/Previous-versions/> (дата звернення: 25.02.2016).
118. Сохацька О. М., Стрельбіцька Н. Є. Etf-інноваційний фінансовий інструмент світового ринку капіталів. *Вісник Української академії банківської справи*. 2012. № 2 (33). С. 12–21.
119. Солодкий М.О. Біржовий ринок : навч. посіб. Київ : Аграрна освіта, 2010. 565 с.
120. 2016 IOMA Derivatives Market Survey. *WFE Annual Statistics* : веб-сайт. URL: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics> (дата звернення: 15.03.2017).
121. Euro FX Futures Contract Specs. *CME* : веб-сайт. URL: http://www.cmegroup.com/trading/fx/g10/euro-fx_contract_specifications.html (дата звернення: 10.03.2017).
122. CTA Industry – Assets Under Management. *BarclayHedge* : веб-сайт. URL: https://www.barclayhedge.com/research/indices/cta/mum/CTA_Fund_Industry.html (дата звернення: 10.03.2017).
123. Valiante D. Commodities Price Formation: Financialisation and Beyond. *ECMI Task Force Report, Centre for European Policy Studies*. 2013. P. 52.
124. Morgan Stanley ANNUAL REPORT ON FORM 10-K for the year ended December 31, 2016. P. 23. *Morgan Stanley* : веб-сайт. URL: <https://www.morganstanley.com/about-us-ir/sec-filings> (дата звернення: 05.05.2017).
125. за даними Commodity Markets Outlook. *World Bank. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO. Washington, DC*. 2017. URL: <http://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets#2> (дата звернення: 25.05.2017).

126. Annual Reports 2007, 2016. *Народний банк Китаю* : веб-сайт. URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130739/index.html> (дата звернення: 22.05.2017).

127. Deposit interest rate. *Світовий банк* : веб-сайт. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.DPST?end=2016&locations=CN&start=2006> (дата звернення: 22.05.2017).

128. Investors in Futures Markets 2014. *China Securities Regulatory Commission Annual Reports*. 2014. P. 136. URL: http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/about/annual/ (дата звернення: 23.05.2017).

129. Беренштейн Б.Л., Третьяк О.М. Перспективи розвитку українського біржового аграрного ринку. *Економіка АПК*. 2010. №1. С. 54-62.

130. FTSE Mondo Visione Exchanges Index. *Mondo Visione* : веб-сайт. URL: <http://www.mondovisione.com/media-and-resources/mv-index/> (дата звернення: 23.01.2019).

131. S&P/KRX Exchanges Index Methodology. *Dow Jones Indices* : веб-сайт. URL: <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-krx-exchanges-index> (дата звернення: 20.01.2019).

132. Побудовано автором за даними *Dow Jones Indices* : веб-сайт. URL: <http://us.spindices.com/indices/equity/sp-krx-exchanges-index> (дата звернення: 15.01.2019).

133. Morel P., Teschner C., Saumya S. Global Capital Markets 2018: Embracing the Digital Migration. *BCG*. URL: <https://www.bcg.com/publications/2018/global-capital-markets-2018-embracing-digital-migration.aspx> (дата звернення: 15.11.2018).

134. Damodaran A. Price and Value to Sales Ratios and Margins by Industry Sector. *Stern School of Business at New York University* : веб-сайт. URL: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/margin.html/ (дата звернення: 20.11.2018).

135. LSEG ANNUAL REPORT 31 DECEMBER 2017. *LSEG* : веб-сайт. URL: <https://www.lseg.com/investor-relations/presentations-and-webcasts/annual-reports> (дата звернення: 10.09.2018).

136. Doidge C., Karoly G., Stulz R. The U.S. Listing Gap *Journal of Financial Economics (JFE)*, Forthcoming; Fisher College of Business Working Paper. 2015. № 7. P 55. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2605000> (дата звернення: 10.12.2017).

137. Rebuilding the IPO On-Ramp Putting Emerging Companies and the Job Market Back on the Road to Growth. *The IPO Task Force*. 2011. URL: <http://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ipotaskforceslides.pdf> (дата звернення: 12.11.2017).

138. Fontenay E. The Deregulation of Private Capital and the Decline of the Public Company. *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series*. 2017. № 33. P. 58. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2951158 (дата звернення: 10.04.2018).

139. Eaglesham J., Jones C. The Fuel Powering Corporate America: \$2.4 Trillion in Private Fundraising. *Wall Street Journal*. April 2, 2018. URL: <https://www.wsj.com/articles/stock-and-bond-markets-dethroned-private-fundraising-is-now-dominant-1522683249> (дата звернення: 10.05.2018).

140. The Incredible Shrinking Universe of Stocks. *Credit Suisse*. 2017. URL: https://www.cmgwealth.com/wp-content/uploads/2017/03/document_1072753661.pdf (дата звернення: 07.05.2018).

141. Su E. Capital Markets, Securities Offerings, and Related Policy Issues. *CRS Report*. 2018. № R45221. URL: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R45221.pdf> (дата звернення: 11.07.2018).

142. EY IPO 2019. *EY* : веб-сайт. URL: https://www.ey.com/en_gl/ipo (дата звернення: 11.02.2019).

143. Steinbach M. Big vs. agile: what happened in the global IPO market in Q4 2018. *EY Global IPO*. URL: https://www.ey.com/en_gl/growth/how-to-read-the-global-ipo-market-q4-2018 (дата звернення: 11.02.2019).

144. The WFE Annual Statistics Guide (Volume 3). *The WFE Statistics Team*. URL: <https://focus.world-exchanges.org/storage/app/media/statistics/WFE%20Annual%20Statistics%20Guide%202017.xlsx> (дата звернення: 17.11.2018).

145. An Overview of WFE SME Markets. *The WFE Statistics Team* : веб-сайт. URL: <https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/wfe-overview-sme-markets-report-october-2018> (дата звернення: 20.12.2018).

146. Nassr K. I., Wehinger G. Opportunities and limitations of public equity markets for SMEs. *OECD Journal: Financial Market Trends*. 2015. Vol 2015/1. URL: <https://doi.org/10.1787/fmt-2015-5jrs051fvnjlk> (дата звернення: 12.06.2018).

147. SME financing & equity markets. *The WFE Research Team* : веб-сайт. URL: <https://www.world-exchanges.org/news/articles/world-federation-of-exchanges-publishes-report-into-sme-financing-equity-markets> (дата звернення: 10.12.2018).

148. Listing Rules and Guidance. *HKEx* : веб-сайт. URL: http://en-rules.hkex.com.hk/en/display/display_main.html?rbid=4476&element_id=2252 (дата звернення: 12.12.2018).

149. Steinbach M. Unicorns go public despite geopolitical and trade uncertainties Global IPO trends in Q3 2018. *EY Global IPO*. 2018. URL: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-q3-2018/\\$FILE/ey-global-ipo-trends-q3-2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-global-ipo-trends-q3-2018/$FILE/ey-global-ipo-trends-q3-2018.pdf) (дата звернення: 15.10.2018).

150. Market infrastructures and market integrity: A post-crisis journey and a vision for the futur. *Oliver Wyman and World Federation of Exchanges*. 2018. URL: <https://www.world-exchanges.org/our-work/articles/wfe-oliver-wyman-market-integrity-report> (дата звернення: 15.02.2019).

151. The Size and Sectoral Distribution of State-Owned Enterprises. *OECD Publishing*. 2017. URL: <https://doi.org/10.1787/9789264280663-en> (дата звернення: 20.02.2018).

152. LR Listing Rules LR 21 Sovereign Controlled Commercial Companies: Premium listing. *LSEG FCA Handbook* : веб-сайт. URL: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/2/> (дата звернення: 20.01.2019).

153. Irish Stock Exchange 2016 profits up 21% to €8m. *Ірландська фондова біржа* : веб-сайт. URL: <http://www.ise.ie/Media/News-and-Events/2017/Irish-Stock-Exchange-2016-profits-up-21-to-%E2%82%AC8m.html> (дата звернення: 21.05.2017).

154. Maker-Taker Fees on Equities Exchanges. *SEC Division of Trading and Markets*. 2015. URL: <https://www.sec.gov/spotlight/emsac/memo-maker-taker-fees-on-equities-exchanges.pdf> (дата звернення: 12.01.2017).

155. Frankfurt Stock Exchange: modernisation of the “Alte Börse” *Deutsche Börse* : веб-сайт. URL: <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/about-us/insights/Frankfurt-Stock-Exchange--modernisation-of-the--Alte-Boerse-/3304264> (дата звернення: 21.05.2018).

156. Driebusch C., Osipovich A., Gregory Z. What’s the Biggest Trade on the New York Stock Exchange? The Last One. *The Wall Street Journal* : веб-сайт. URL: <https://www.wsj.com/articles/at-closing-time-the-stock-market-heats-up-like-a-bar-at-last-call-1521038300> (дата звернення: 15.09.2018).

157. Mechanisms for Trading Venues to Effectively Manage Electronic Trading Risks and Plans for Business Continuity. *The International Organization of Securities Commissions* : веб-сайт. URL: www.iosco.org (дата звернення: 11.03.2016).

158. Francioni R., Schwartz R. A. Equity Markets in Transition: The Value Chain, Price Discovery, Regulation, and Beyond. Cham: Springer, 2017. 612 с.

159. Gateway Latency (9:30 a.m. - 4:00 p.m.) 3Q 2018. *NYSE* : веб-сайт. URL: <https://www.nyse.com/pillar> (дата звернення: 12.02.2019).

160. Слободяник А. М., Крижній В. Б. Алгоритмічний трейдинг на біржовому ринку: сутність та класифікація. *Науковий вісник Ужгородського національного університету. Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство*. 2017. № 16(2). С. 96-99. URL: [http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvuumevcg_2017_16\(2\)_23](http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nvuumevcg_2017_16(2)_23) (дата звернення: 21.02.2018).

161. Черняк О. І., Васильченко І. І. Високочастотна торгівля як новітня технологія фінансових ринків. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2013. № 2. С. 91-95. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/VUbsNbU_2013_2_20 (дата звернення: 20.02.2018).

162. Kirilenko A. A., Lo A. W. Moore's Law vs. Murphy's Law: Algorithmic Trading and Its Discontents. *Journal of Economic Perspectives*. 2013. P. 21. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2235963> (дата звернення: 20.02.2016).

163. Майоров С. О Современных тенденциях развития торговых технологий. *Биржевые технологии*. 2013. № 10(70). С. 15.
164. Haynes R., Roberts J. S. Automated Trading in Futures Markets. *Office of Chief Economist U.S. Commodity Futures Trading Commission*. 2015. URL: https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@economicsanalysis/documents/file/oce_automatedtrading.pdf (дата звернення: 25.02.2016).
165. Hasbrouck J., Gideon S. Low-Latency Trading. *Johnson School Research Paper Series*. 2012. № 35-2010. P. 56. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1695460> (дата звернення: 01.03.2016).
166. Hosaka G. Analysis of High-frequency Trading at Tokyo Stock Exchange. *Securities Analysts Journal*. 2014. Vol. 52, № 6. P. 13. URL: https://www.saa.or.jp/english/publications/ronbun_H.pdf (дата звернення: 21.11.2015).
167. Menkveld A.J. The Economics of High-Frequency Trading: Taking Stock. *Annual Review of Financial Economics*. 2016. Vol. 8. P. 28. URL: <https://ssrn.com/abstract=2787542> (дата звернення: 21.01.2017).
168. Largest intraday point swings. List of largest daily changes in the Dow Jones Industrial Average. *wikipedia.org* : веб-сайт. URL: https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_largest_daily_changes_in_the_Dow_Jones_Industrial_Average (дата звернення: 25.10.2018).
169. Зінченко Ф.А. Світовий біржовий механізм: детермінанти сучасного розвитку. *Вісник Київського національного університету технології та дизайну*. 2012. №6 (68). С. 282-287.
170. Mackenzie M., Grant J. NYSE Euronext bets on 'co-location' centres. *Financial Times* : веб-сайт. URL: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/2d62bcfa-ad26-11de-9caf-00144feabdc0.html> (дата звернення: 21.11.2015).
171. Baldauf M., Mollner J. High-Frequency Trading and Market Performance *Journal of Finance*. 2015. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2674767> (дата звернення: 25.10.2018).

172. Aitken M. J., Cumming D.J., Zhan F. Trade Size, High Frequency Trading, and Co-Location Around the World. *European Journal of Finance*. 2014. Forthcoming. URL: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2172455> (дата звернення: 25.10.2016).
173. Meyer G., Bullock N., Rennison J. How high-frequency trading hit a speed bump. *Financial Times* : веб-сайт. URL: <https://www.ft.com/content/d81f96ea-d43c-11e7-a303-9060cb1e5f44> (дата звернення: 12.12.2018).
174. Woodward M. Bumping Up the Competition: The Influence of IEX's Speed Bump in US Financial Markets. SSRN. 2018. P. 40. URL: <https://ssrn.com/abstract=3202843> (дата звернення: 25.12.2018).
175. Banks E. Dark Pools: Off-Exchange Liquidity in an Era of High Frequency, Program, and Algorithmic Trading. Springer : Springer, 2014. 261 с.
176. Ye L. Understanding the Impacts of Dark Pools on Price Discovery. *SSRN Electronic Journal*. 2016. P. 67. URL: <https://arxiv.org/abs/1612.08486> (дата звернення: 20.12.2017).
177. Equity market data for quarter ending December 2017. *Australian Securities and Investments Commission* : веб-сайт. URL: <https://asic.gov.au/regulatory-resources/markets/market-structure/equity-market-data/2017/equity-market-data-for-quarter-ending-december-2017/#figure4> (дата звернення: 14.02.2018).
178. An Objective Look at High-Frequency Trading and Dark Pools. *PricewaterhouseCoopers*. 2015. URL: <http://www.pwc.com/us/en/pwc-investor-resource-institute/publications/assets/pwc-high-frequency-trading-dark-pools.pdf> (дата звернення: 17.04.2017).
179. Gerace D., Smark C., Freestone T. Impact of reduced tick sizes on the Hong Kong stock exchange. *Journal of New Business Ideas and Trends*. 2012. № 10 (2). P. 20. URL: <http://ro.uow.edu.au/buspapers/183> (дата звернення: 17.03.2018).
180. Assessment of the Plan to Implement a Tick Size Pilot Program. *FINRA* : веб-сайт. URL: <http://www.finra.org/industry/assessment-plan-implement-tick-size-pilot-program> (дата звернення: 15.06.2018).

181. Executed Order Type Usage. *NYSE* : веб-сайт. URL: <https://www.nyse.com/markets/nyse/trading-info#equities-order-types> (дата звернення: 15.02.2019).

182. Lash H. Complaints Rise over Complex U.S. Stock Orders. *Reuters* : веб-сайт. URL: <https://www.reuters.com/article/us-exchanges-ordertypes/analysis-complaints-rise-over-complex-u-s-stock-orders-idUSBRE89I0YU20121019> (дата звернення: 17.10.2018).

183. SEC Charges NASDAQ for Failures During Facebook IPO. *U.S. Securities and Exchange Commission* : веб-сайт. URL: <https://www.sec.gov/news/press-release/2013-2013-95htm> (дата звернення: 20.12.2015).

184. Adamson L. After Failed IPO, When Should BATS Try Again? *Institutional Investor*. веб-сайт. URL: <https://www.institutionalinvestor.com/article/b14zplyl0tmjb7/after-failed-ipo-when-should-bats-try-again> (дата звернення: 20.12.2015).

185. Tendulkar R., Naacke G. Cyber-crime, securities markets and systemic risk. *IOSCO Research Department and World Federation of Exchanges Staff Working paper*. 2013. № 1. P. 59. URL: www.iosco.org. (дата звернення: 07.12.2015).

186. Fintech definition *Merriam-Webster Dictionary* : веб-сайт. URL: <https://www.merriam-webster.com/dictionary/fintech#h1> (дата звернення: 15.11.2018).

187. Sukumar N., Cleary S., Matthias V., Markus R. FINTECH DECODED Capturing the opportunity in capital markets infrastructureю. *McKinsey & Company World Federation of Exchanges*. 2018. URL: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/fintech-decoded-the-capital-markets-infrastructure-opportunity> (дата звернення: 12.12.2018).

188. Іващенко А.І., Поліщук Є.А., Дибя О.М. Перспективи розвитку краудфандингу в Україні як інструменту залучення коштів для підприємств малого та середнього бізнесу. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 21. С. 34–39.

189. Shiller R. Speculative Asset Prices. *Prize Lecture, 2013*. веб-сайт. URL: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/shiller-lecture.pdf> (дата звернення: 20.04.2018).

190. 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.

191. Expanding Horizons The 3rd European Alternative Finance Industry Report. *The Cambridge Centre for Alternative Finance* : веб-сайт. URL: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/> (дата звернення: 13.11.2018).

192. Diemers D., Arslanian H., McNamara G. Initial Coin Offerings A strategic perspective. *Strategy& PwC*. 2018. P. 11. URL: https://cryptovalley.swiss/wp-content/uploads/20180628_PwC-S-CVA-ICO-Report_EN.pdf (дата звернення: 13.12.2018).

193. Crypto-asset markets: Potential channels for future financial stability implications. *Financial Stability Board* : веб-сайт. URL: <http://www.fsb.org/2018/10/crypto-asset-markets-potential-channels-for-future-financial-stability-implications/> (дата звернення: 18.12.2018).

194. Funds raised in 2018. *IcoData.io* : веб-сайт. URL: <https://www.icodata.io/stats/2018> (дата звернення: 12.02.2019).

195. Dowlat S., Hodapp M. Cryptoasset market coverage initiation: network creation. *Satis Group*. 2018. P. 14 URL: https://research.bloomberg.com/pub/res/d28giW28tf6G7T_Wr77aU0gDgFQ (дата звернення: 10.01.2019).

196. The Future of Financial Services How disruptive innovations are reshaping the way financial services are structured, provisioned and consumed. *Financial Services Community World Economic Forum*. 2015. P. 178. URL: http://www3.weforum.org/docs/WEF_The_future_of_financial_services.pdf (дата звернення: 17.11.2018).

197. Total Market Capitalization. *CoinMarketCap OpCo, LLC* : веб-сайт. URL: <https://coinmarketcap.com/charts/> (дата звернення: 12.01.2019).

198. Dowlat S., Hodapp M. Cryptoasset market coverage initiation: trading & custody. *Satis Group*. 2018. P. 16 URL: <https://research.bloomberg.com/pub/res/d3h2iTlKWlA4FTLKGJsUn3mis5g> (дата звернення: 10.01.2019).

199. The Distributed Ledger Technology Applied to Securities Markets Report [Електронний ресурс] // European Securities and Markets Authority. – 2017. – Режим

доступу до ресурсу: https://www.esma.europa.eu/system/files_force/library/dlt_report_-_esma50-1121423017-285.pdf (дата звернення: 15.01.2019).

200. Geranio M. Fintech in the Exchange Industry: Potential for Disruption? *Masaryk University Journal of Law and Technology*. 2017. Vol. 11:2. P. 245–266. URL: <https://doi.org/10.5817/MUJLT2017-2-3> (дата звернення: 10.01.2019).

201. Distributed Ledger Technology. *UK Financial Conduct Authority Discussion Paper. World Federation of Exchanges*. 2017. P. 9. URL: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/files/51/Recent-Publications-2017/459/WFE-FCA-Discussion-Paper-on-DLT---17-July-2017.pdf> (дата звернення: 05.12.2018).

202. Financial Technology Applications and Related Regulatory Framework Research Report. *Hong Kong Exchanges and Clearing Limited*. 2018. P. 26. URL: https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_Fintech_201810_e.pdf (дата звернення: 09.12.2018).

203. Cecchini P., Jacquemin H., Catinat A. The European Challenge 1992: The benefits of a single market / English ed. by John Robinson. Brookfield, Vt., USA: Gower, Aldershot, 1988. 150 с.

204. Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, Executive Summary of the Final Report to The European Commission - Directorate-General for the Internal Market. *London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting*. 2002. P. 10. URL: https://www.fep.up.pt/disciplinas/pgaf924/PGAF/CE_summary_londonecon.pdf (дата звернення: 05.01.2012).

205. Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field / O.J. (L 141) 1993L0022 – EN – 11.02.2003 – 004.001. URL: <http://data.europa.eu/eli/dir/1993/22/2003-02-11> (дата звернення: 12.11.2015).

206. Steil B. Regional Financial Market Integration: Learning from the European Experience. *Tokyo Club Papers*. 1999. Vol. 12. P. 99–128. URL: https://www.nomurafoundation.or.jp/en/wordpress/wp-content/uploads/2014/09/19981015-16_Benn_Steil.pdf (дата звернення: 15.12.2012).

207. Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів : Директива Ради (93/22/ЄЕС) від 10 травня 1993 року. URL: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/994_187/ (дата звернення: 15.11.2015).

208. Там само ст. 15, п. 4, ст. 14, п. 1

209. Там само ст. 14, п. 3

210. Там само ст. 15, п. 5,

211. Malcolm K., Tilden M., Wilsdon T. Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan Prepared For: European Commission Internal Market and Services. *CRA Project*. 2009. № D12460. P. 243. URL: <https://ec.europa.eu/smart-regulation/evaluation/search/download.do?documentId=4197> (дата звернення: 18.09.2015).

212. Про ринки у фінансових інструментах : Директива 2014/65/ЄС Європейського парламенту та Ради від 15 травня 2014 р., якою вносяться поправки до Директиви 2002/92/ЄС та Директиви 2011/61/ЄС (ОВ L 173, 12.06.2014, ст. 349). *EU-FINSTAR*. URL: <http://e-news.com.ua/eudocs/DIRECTIVE%202014-65%20ukr.docx> (дата звернення: 26.08.2015).

213. 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.

214. Delphine L., Anne-Gaël V. Banks' shareholding in multilateral trading facilities: A two-sided market perspective. *HAL Working Paper*. 2015. № 01193061. P. 14. URL: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-01193061> (дата звернення: 16.01.2016).

215. Equity Primary Markets and Trading Report Q4 2018. *Association for Financial Markets in Europe* : веб-сайт. URL: <https://www.afme.eu/en/reports/Statistics/equity-data-report-q4-2018/> (дата звернення: 25.01.2019).

216. Gomber P., Pierron A. MiFID – Spirit and Reality of a European Financial Markets Directive September. *SSRN*. 2010. P. 93. URL: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1858605> (дата звернення: 15.02.2016).

217. Mergers: Commission blocks proposed merger between Deutsche Börse and London Stock Exchange. *European Commission* : веб-сайт. URL: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-789_en.htm (дата звернення: 10.03.2018).

218. Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services. *Oxera* : веб-сайт. URL: <https://www.oxera.com/publications/monitoring-prices-costs-and-volumes-of-trading-and-post-trading-services-2/> (дата звернення: 21.03.2016).

219. Fidessa Fragmentation Index. *Fidessa* : веб-сайт. URL: <http://fragmentation.fidessa.com/europe/> (дата звернення: 21.02.2019).

220. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. URL: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2014:173:FULL&from=EN> (дата звернення: 21.11.2018).

221. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending, OJ L 173, 12.6.2014, P. 84–148. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L:2014:173:FULL&from=EN> (дата звернення: 21.11.2018).

222. 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.

223. ст. 23. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending, OJ L 173, 12.6.2014. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/AUTO/?uri=CELEX:02014R0600-20160701&qid=1549624581224> (дата звернення: 22.11.2018).

224. ст. 19. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1549624581224&uri=CELEX:02014L0065-20181001> (дата звернення: 22.11.2018).

225. High-frequency trading activity in EU equity markets / A. Bouveret та ін. *European Securities and Markets Authority* : веб-сайт. URL: www.esma.europa.eu (дата звернення: 17.09.2016).

226. ст. 48. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU. URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?qid=1549624581224&uri=CELEX:02014L0065-20181001> (дата звернення: 22.11.2018).

227. Додаток до Commission Delegated Regulation (EU) 2017/588 of 14 July 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the tick size regime for shares, depositary receipts and exchange-traded funds (Text with EEA relevance.). URL: http://data.europa.eu/eli/reg_del/2017/588/oj (дата звернення: 28.11.2018).

228. Mifid II: Impact of the New Tick Size Regime. *Autorité des marchés financiers* : веб-сайт. URL: https://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/4ee6cbf6-c425-4537-ab74-ef249b9d316d_en_1.0_rendition (дата звернення: 02.12.2018).

229. Mid-term review of the capital markets union action plan. *European Commission* : веб-сайт. URL: https://ec.europa.eu/info/publications/mid-term-review-capital-markets-union-action-plan_en (дата звернення: 21.11.2017).

230. A blueprint for european capital markets: How to Unleash Markets' Potential to Finance Dynamic and Sustainable Growth. *FESE*. 2015. P. 32. URL: https://fese.eu/app/uploads/2018/11/141125_FESE-BluePrint.pdf (дата звернення: 03.11.2016).

231. 2017 REPORT ON EEA PROSPECTUS ACTIVITY. *ESMA* : веб-сайт. URL: <https://www.esma.europa.eu/document/2017-report-eea-prospectus-activity> (дата звернення: 28.01.2018).

232. Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or

admitted to trading on a regulated market, and repealing Directive 2003/71/EC, OJ L 168, 30.6.2017, P. 12–82.

233. Rebuilding IPOs in Europe. Creating jobs and growth in European capital markets. *EU IPO Task Force* : веб-сайт. URL: <https://eurocrowd.org/2015/04/20/the-eu-ipo-report-rebuilding-ipos-in-europe-creating-jobs-and-growth-in-european-capital-markets/> (дата звернення: 19.09.2016).

234. Impact assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the european parliament and of the council amending Regulations (EU) No 596/2014 and (EU) 2017/1129 as regards the promotion of the use of SME growth markets. *Commission staff working document* : веб-сайт. URL: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiative/1504/publication/237976/attachment/090166e5baec760c_en (дата звернення: 05.02.2018).

235. Protecting Minority Investors. *World Bank Group Doing Business Measuring Business Regulations* : веб-сайт. URL : <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/protecting-minority-investors> (дата звернення: 25.03.2019).

236. 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.

237. Параметри ЦП Індексу ПФТС. *Фондова біржа «ПФТС»* : веб-сайт. URL : <http://pfts.ua/trade-info/indexes/shares-indexes> (дата звернення: 20.02.2019).

238. 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.

239. Інформаційна довідка щодо розвитку фондового ринку України. *Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку* : веб-сайт. URL: <http://nssmc.gov.ua/fund/analytics> (дата звернення: 25.02.2019).

240. EBRD projects in Ukraine. *ЄБРР* : веб-сайт. URL: <http://www.ebrd.com/where-we-are/ukraine/data.html> (дата звернення: 26.02.2019).

241. Про допуск цінних паперів до офіційного лістингу на фондовій біржі і про інформацію, що повинна бути опублікована про цінні папери : Директива 2001/34/ЄС Європейського Парламенту і Ради від 28 травня 2001 року. URL: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_191 (дата звернення: 02.02.2019).

242. Про затвердження Положення Про склад та структуру активів інституту спільного інвестування : Рішення НКЦПФР від 10 вер. 2013р. № 1753 текст із змін. станом на 1 січ. 2019 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0787-12> (дата звернення: 02.02.2019).

243. Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS). URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:02009L0065-20140917> (дата звернення: 12.02.2019).

244. Концепція доступу на український фондовий ринок фінансових інструментів іноземних емітентів, активи яких розташовані в Україні. *Асоціація «Українські фондові торговці»* : веб-сайт. URL: www.aust.com.ua/docs/Концепция_ИЦБ.doc (дата звернення: 02.05.2015).

245. Про затвердження Положення Про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу на території України : Рішенням НКЦПФР №1692 від 22.11.2012р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2178-12> (дата звернення: 08.02.2019).

246. Поллок М., Уляницкая А. В Украине прошли первые торги ценными бумагами компаний МНП и Ukrproduct. «*Kapital*» : веб-сайт. URL: <http://www.capital.ua/ru/publication/39627-v-ukraine-proshli-pervye-torgi-tsennymi-bumagami-kompaniy-mhp-i-ukrproduct> (дата звернення: 08.06.2018).

247. Про затвердження Переліку іноземних фондових бірж, на яких мають бути допущені до обігу цінні папери іноземних емітентів, що мають намір отримати

допуск до обігу цінних паперів на території України : Рішення НКЦПФР від 10 вер. 2013р. № 1754 текст із змін. станом на 1 січ. 2019 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z1672-13> (дата звернення: 15.02.2019).

248. The Global Competitiveness Report 2017–2018. *World Economic Forum* : веб-сайт. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018> (дата звернення: 14.01.2019).

249. Положення про порядок погодження Національним банком України типових (зразкових) форм деривативів затверджено : Постанова Правління НБУ від 04.12.2014 № 793 станом на 1 січ. 2019 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0793500-14> (дата звернення: 14.01.2019).

250. Udział inwestorów w obrotach giełdowych - dane zagregowane 2004 – 2018. Варшавська фондова біржа : веб-сайт. URL: <https://www.gpw.pl/analizy> (дата звернення: 15.01.2019).

251. Enhancing retail participation in emerging markets. *WFE* : веб-сайт. URL: <https://www.world-exchanges.org/news/articles/world-federation-of-exchanges-publishes-report-into-enhancing-retail-investor-participation-in-emerging-markets> (дата звернення: 20.12.2018).

252. Звіт про дослідження «Фінансова грамотність, обізнаність та інклюзія в Україні». *проект USAID «Міжнародні партнерства заради стабільності фінансового сектору»*. 2017. URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=83136332> (дата звернення: 25.12.2018).

253. 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.

254. Annual Review 2017. *Korea Financial Investment Association* : веб-сайт. URL: Режим доступу: http://eng.kofia.or.kr/brd/m_20/list.do (дата звернення: 15.12.2018).

255. Доходи та витрати населення України. Державна служба статистики України : веб-сайт. URL: http://ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/gdn/dvn_ric/dvn%20u/dvn_u.htm (дата звернення: 11.01.2019).
256. Ferreira M. A, Matos P. The Colors of Investors' Money: The Role of Institutional Investors Around the World. *SSRN*. 2007. P. 54. URL: <https://ssrn.com/abstract=885777> (дата звернення: 11.07.2015).
257. Бірюк С.О. Глобальні імперативи розвитку вітчизняного фондового ринку. *Ринок цінних паперів України*. 2015. № 9-10. С.103-110.
258. Блашчик Б. Развитие процесса приватизации в Польше. *Бюллетень: Приватизация в посткоммунистических странах*. 1994. №29. С. 4-31. URL: https://www.case-research.eu/files/?id_plik=1851 (дата звернення: 11.03.2014).
259. Köke J., Schröder M. The future of Eastern European capital markets. *European Investment Bank Papers*. 2002. Vol. 7, № 1. С.117-125.
260. 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.
261. European Exchange Report. *Федерация европейских фондовых бирж* : веб-сайт. URL: <https://fese.eu/statistics/> (дата звернення: 18.02.2019).
262. Weber K., Davis G., Lounsbury M. Policy as myth and ceremony? The global spread of stock exchanges 1980–2005. *Academy of Management Journal*. 2009. Vol. 52, №.6. С. 1319–1347.
263. 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.

264. Market capitalization. *Nasdaq* : веб-сайт. URL: <https://www.nasdaqbaltic.com/> (дата звернення: 21.02.2019).

265. 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.

266. Обзор IPO украинских компаний и еврооблигаций украинских эмитентов. *PwC* : веб-сайт. URL: <http://www.pwc.com/ua/en/services/capital-markets/an-overview-of-ukrainian-ipos.html> (дата звернення: 21.10.2016).

267. Украинские IPO и SPO в 2005-2011 годах. *Корреспондент.net* : веб-сайт. URL: <https://korrespondent.net/rynki/stockmarket/1207835-ukrainskie-ipo-i-spo-v-2005-2011-godah> (дата звернення: 21.10.2016).

268. Low Latency Network Map. *GTT* : веб-сайт. URL: <https://www.gtt.net/financial-markets/> (дата звернення: 15.11.2018).

269. Global IPO trends Q4 2017, 2007. *EYGM Limited* : веб-сайт. URL: www.ey.com/ipocenter (дата звернення: 21.01.2019).

270. All Time Largest Global IPOs. *Renaissance Capital* : веб-сайт. URL: <https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/Stats/Largest-Global-IPOs> (дата звернення: 22.01.2019).

ДОДАТКИ

Додаток А

Зовнішні фінансові активи та зобов'язання країн світу станом на 2016р.

(ранжовано за величиною вартості зовнішніх активів)

№ (змiна з 2005р.)	Країна Кредитор Дебітор Фінансовий центр	Всього, млрд. дол. США		>500					100-500					50-100					10-50 <10				
		Закорд. активи	Закорд. зобов'язання	Зовнішні активи, % від ВВП					Зовнішні зобов'язання, % від ВВП														
				ПІІ	Інструменти участі в капіталі	Борг. ЦП	Кредити та ін.	Валютні резерви	ПІІ	Інструменти участі в капіталі	Борг. ЦП	Кредити та ін.											
1 (-)	США	21,708	29,922	40	38	15	21	2	39	35	59	28	278										
2 (+4)	Люксембург	10,643	10,825	9,088	3,016	3,46	2,332	2	8,231	6,376	1,797	1,8	36,101										
3 (-1)	Об'єд. Королівство	10,577	10,492	71	64	71	191	5	59	58	99	183	801										
4 (-)	Нідерладни	8,045	7,97	659	109	116	155	5	576	86	206	167	2,007										
5 (-2)	Німеччина	8,064	6,617	57	29	57	84	5	42	20	61	68	424										
6 (+1)	Японія	8,215	5,472	29	29	59	35	25	5	30	28	48	277										
7 (-2)	Франція	6,149	6,983	66	30	72	76	6	44	35	109	96	533										
8 (+8)	КНР	6,594	4,739	12	2	1	15	29	26	5	2	9	101										
9 (-1)	Ірландія	4,963	5,572	478	331	511	370	1	474	903	183	338	3,588										
10 (+4)	Гонконг, КНР	4,471	3,402	537	274	153	310	120	574	135	16	336	2,445										
11 (-1)	Швейцарія	4,29	3,537	232	93	98	125	103	192	145	16	183	1,186										
12 (+1)	Канада	3,212	3,071	83	66	19	36	5	66	30	65	39	411										
13 (-4)	Італія	2,713	2,878	34	43	33	28	9	26	10	66	53	302										
14 (+1)	Сінгапур	2,976	2,35	230	174	171	344	83	359	52	13	368	1,793										
15 (-4)	Іспанія	1,76	2,906	55	20	25	38	5	60	25	69	81	378										
16 (-4)	Белгія	2,142	2,012	197	67	76	114	5	213	27	97	94	890										
17 (+1)	Австралія	1,471	2,277	35	32	18	27	4	51	30	69	31	298										
18 (-1)	Швеція	1,414	1,448	94	81	25	65	12	81	49	95	58	560										
19 (+2)	Норвегія	1,529	796	58	172	113	53	16	52	23	71	69	628										
20 (+7)	Бразилія	772	1,486	17	1	0,3	4	20	43	14	13	13	126										
21 (-1)	РФ	1,226	926	33	0,2	5	28	29	32	11	4	25	168										
22 (+1)	Південна Корея	1,218	928	22	13	9	17	26	13	27	13	12	152										
23 (-4)	Австрія	909	967	82	28	52	68	6	74	15	98	64	485										
24 (-2)	Данія	930	793	77	78	60	68	21	51	60	86	71	562										
25 (-1)	Мексика	582	1,065	14	0	5	19	17	45	12	31	14	157										
26 (+3)	Індія	540	933	6	0,1	0,0001	2	16	14	7	4	17	65										
27 (-1)	Фінляндія	638	707	65	73	64	63	4	51	52	91	104	568										
28 (п/а)	Саудівська Аравія	930	304	13	17	12	20	84	36	3	0,4	8	193										
29 (+7)	Індонезія	296	669	8	0,4	1	10	12	30	11	14	16	103										
30 (+5)	Португалія	352	556	41	17	46	55	12	72	15	47	138	443										
31 (-)	ПАР	409	414	59	48	3	13	16	48	50	24	19	280										
32 (+6)	Таїланд	379	433	23	4	5	18	42	51	25	9	22	200										
33 (-1)	Польща	242	548	14	4	2	8	24	51	8	26	33	169										
34 (-4)	Туреччина	215	571	4	0,1	0,1	8	12	16	4	13	34	92										
35 (-7)	Греція	247	517	15	6	61	41	4	16	6	18	226	393										
36 (п/а)	Маврикій	379	357	1,687	992	92	262	40	2,142	195	71	577	6,158										
37 (-2)	Малайзія	387	348	51	16	8	23	33	44	18	27	28	248										
38 (+2)	Чилі	329	379	48	41	19	10	16	99	10	24	20	287										
39 (-5)	Ізраїль	382	275	32	19	18	20	31	35	26	9	16	206										
40 (+1)	Угорщина	267	355	159	5	3	25	21	203	10	32	37	496										
41	Кіпр	250	281	885	32	47	294	4	921	20	68	409	2,679										
42 (-9)	Аргентина	278	221	7	0,01	0,04	40	4	16	2	8	14	91										
43 (+16)	Мальта	251	246	754	880	222	426	7	1,772	31	5	440	4,537										
44 (-1)	Чехія	208	264	22	7	8	26	44	77	3	25	33	244										
45 (-6)	Нова Зеландія	154	278	14	31	20	10	10	45	17	55	35	237										
46 (-4)	Венесуела	251	116	11	0,01	1	71	5	10	0,1	6	25	128										
47 (-3)	Філіппіни	162	193	15	0,3	4	7	26	22	16	9	17	117										
48 (+5)	Казахстан	156	199	22	8	42	24	21	94	1	14	40	265										
49 (+12)	Бахрейн	171	155	33	67	92	325	19	66	24	34	361	1,023										
50 (-4)	Нігерія	131	181	3	6	1	16	6	23	0,0004	10	11	77										

Джерело: [3]

Додаток Б
Географічна структура світового лістингу, 2017 рік

Країна емітента	Країни біржі	Аргентина	Австралія	Австрія	Бельгія	Бразилія	Канада	Данія	Фінляндія	Франція	Німеччина	Гонконг	Ірландія	Ізраїль	Італія	Японія	Люксембург	Малайзія	Мексика	Нідерланди	Нова Зеландія	Норвегія	Перу	Польща	Португалія	Сінгапур*	ПАР	Іспанія	Швеція	Швейцарія	Тайвань	ОАЕ	Сполучене Королівство	США	NASDAQ	NYSE	Всього	
Аргентина						1											1						1					2		1			1	22	4	18	29	
Австралія							10														6	1		1		6	7						25	14	10	4	70	
Австрія											4			1										3						2							10	
Бельгія										18					2						3						1							7	5	2	31	
Болівія																																					0	
Бразилія	1						4										1											10						29		29	45	
Канада			8							3		4	1	1						1		2	11	1			1			7	1		16	186	51	135	243	
Чілі						1																												11		11	12	
КНР		12					6			8	14	218				1		6								2					5		4	152	91	61	428	
Колумбія							2										1																	4		4	7	
Хорватія																																					0	
Кіпр							1			1	1			3			1					3		4			1						15	1	1		31	
Чехія																								1													1	
Данія										1												5								2					5	3	2	13
Єгипет																																	9				9	
Естонія																								2													2	
Фінляндія										1	1				1															4			2	1		1	10	
Франція				1	7		2	1							22		3			3				1						3			2	14	8	6	59	
Німеччина			1							4					31		8		1				1	5			1	1			3		4	9	4	5	69	
Гана							1																														1	
Греція															1		1																3	18	11	7	23	
Гаяна																																					0	
Гонконг			9				4			8												1									11		1	10	8	2	44	
Угорщина																	3							3													6	
Ісландія								2																													2	
Індонезія			1																							1											1	2
Ірландія			2							1				1													1						51	20	15	5	76	
Ізраїль			1		2		2				1						1									1				1			12	89	79	10	110	
Італія										10	1	1												1					1				1	4		4	21	
Індія																	56												1				15	16	4	12	87	
Кот-д'Івуар										3																											3	
Японія											1	3														4					1		5	14	2	12	28	
Йорданія																																	2				2	
Казахстан																	1																4				5	
Кенія																																					0	
Респ. Корея			1														7									1							7	11	2	9	27	

Продовження дод. Б

Країна емітента	Країни біржі	Аргентина	Австралія	Австрія	Бельгія	Бразилія	Канада	Данія	Фінляндія	Франція	Німеччина	Гонконг	Ірландія	Ізраїль	Італія	Японія	Люксембург	Малайзія	Мексика	Нідерланди	Нова Зеландія	Норвегія	Перу	Польща	Португалія	Сінгапур	ПАР	Іспанія	Швеція	Швейцарія	Тайвань	OAE	Сполучене Королівство	США	NASDAQ	NYSE	Всього		
Ліван																	1																2					3	
Ліхтенштейн																														2								2	
Литва																																						0	
Люксембург	1			4	2					8	13	2			1					2				7			2	3					7	3	1	2		55	
Малайзія																1					2					7					2		1					11	
Мальта																													1									1	
Мексика																												7						13	2	11		20	
Марокко										2																							1					3	
Нідерланди				3	10					10	7			4	8		3					1		10	1		1	1		2				8	21	12	9		90
Нова Зеландія		54					1																															54	
Нігерія																											1							4				5	
Норвегія																																		1	8		8	9	
Оман																																	1					1	
Панама														1																								1	
Перу							1																						1						6		6	8	
Філіппіни			1																																1		1	2	
Польща											1						1										2		1					2				7	
Португалія										2																												2	
Катар																																	1	1				2	
Румунія																																		3				3	
РФ											1						1										1							26	2		2	31	
Сінгапур			11										9	1				2				3					1				5		5	6	4	2		43	
Словакія																								1														1	
ПАР			1				2			1																				1				6	8	1	7		19
Іспанія	3				1					3				2									1	1	2									4	4	1	3		21
Шрі-Ланка																1																						1	
Швеція							2	5	1	2												3		1						1				1	4	3	1		20
Швейцарія					1	1				4	6		1		3									1		1	2		4					1	17	6	11		42
Тайвань																48																		8	12	7	5		68
Таїланд																		1									4					1			1		1		7
Туніс																																						0	
Туреччина																1																		3	1		1		5
Спол. Королівство			10		2		8	2		9	3	4	9				2			5	5	6		2			17	1	2	2				57	22	35		146	
США			13				48			12	2	1		10	11	3	1			3		2	1	1				1			13	3		18					143
Венесуела																																						0	
Зімбабве																											2							3					5
Всього		5	125	4	25	5	93	7	5	110	58	233	20	22	82	5	143	9	0	18	11	27	15	46	3	27	42	27	21	34	28	1	285	801	357	445		2337	

Примітка: розподіл іноземних емітентів з 72 держав серед бірж 33 країн. Не враховані емітенти із реєстрацією в офшорних зонах.

Для сінгапурської біржі дані лише щодо подвійного лістингу.

Джерело: складено автором на підставі даних зібраних на сайтах відповідних бірж

Додаток В

Розміщення на закордонних біржах акцій компаній з активами в Україні (2005 - 2018 роки)

Рік	Емітент	Біржа (торгівельний майданчик)	Частка акцій до продажу, %	Обсяг залучених коштів, млн. дол. США.	Юрисдикція емітента
2005	Ukrproduct Group Ltd	LSE (AIM)	27	11,00	Нормандські острови (о. Джерсі)
	The Ukraine Opportunity Trust PLC	LSE (premium)	100	32,00	Великобританія
	Cardinal Resources Plc	LSE (AIM)	40	20,00	Великобританія
	XXI Century Public Ltd	LSE (AIM)	36	139,00	Кіпр
2006	Astarta Holding N.V.	GPW	20	32,00	Нідерланди
2007	Dragon-Ukrainian Properties & Development Plc	LSE (AIM)	100	208,00	о. Мен
	Ferrexpo Plc	LSE (premium)	13	202,00	Великобританія
	Aisi Realty Public Ltd	LSE (AIM)	30	33,00	Кіпр
	Landkom International Plc	LSE (AIM)	54,9	110,50	о. Мен
	Kernel Holding S.A.	GPW	38	202,00	Люксембург
	KDD Group N.V.	LSE (AIM)	19,6	128,00	Нідерланди
	TMM Real Estate Development Plc	FSE (Entry Standard)	13	105,00	Кіпр
2008	MHP S.A.	LSE (GDRs)	19,4	370,00	Люксембург
	Cadogan Petroleum plc.	LSE (premium)	26	284,00	Великобританія
	Regal Petroleum	LSE (AIM)	4	39,00	Великобританія
	Kernel Holding S.A.	GPW	8,5	82,00	Люксембург
2010	Avangardco Investments Public Ltd	LSE (GDRs)	23	208,00	Кіпр
	Agroton Public Ltd.	GPW	26	53,00	Кіпр
	MILKILAND N.V.	GPW	22	78,00	Нідерланди
	Sadovaya Group S.A.	GPW	25	31,00	Люксембург
	Kernel Holding S.A.	GPW	6,50	81,00	Люксембург

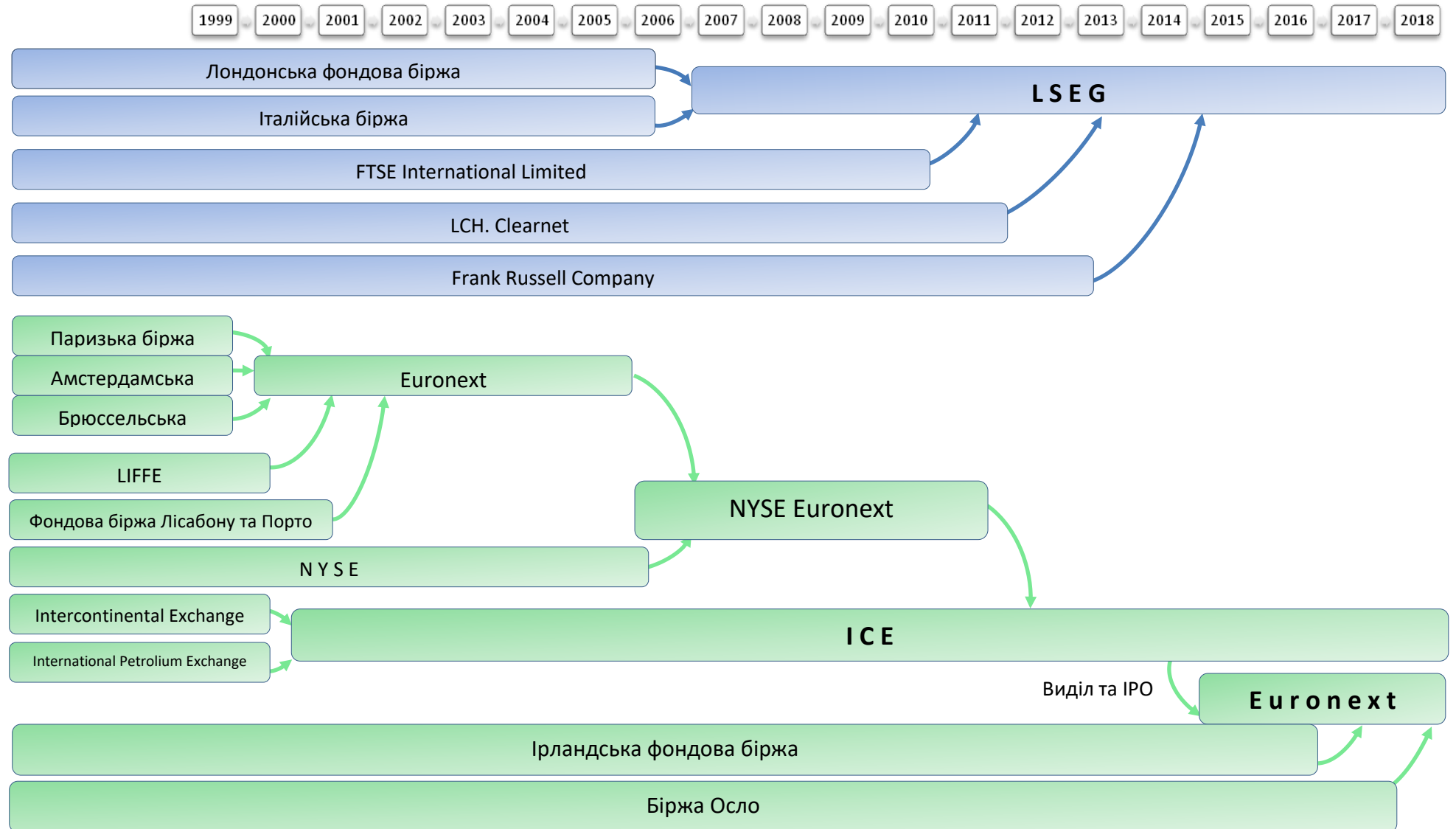
Продовження дод. В

Рік	Емітент	Біржа (торгівельний майданчик)	Частка акцій до продажу, %	Обсяг залучених коштів, млн. дол. США.	Юрисдикція емітента
2011	Black Iron Inc.	TSE	32,5	36,00	Канада
	KSG Agro S.A.	GPW	33	39,00	Люксембург
	INDUSTRIAL MILK COMPANY S.A.	GPW	24	30,00	Люксембург
	WESTA ISIC S.A.	GPW	25	48,00	Люксембург
	Ovostar Union N.V.	GPW	25	33,00	Нідерланди
	Continental Farmers Group Plc	LSE (AIM)	40	24,00	о. Мен
	Coal Energy S.A.	GPW	25	78,00	Люксембург
	Agroliga Group Plc	GPW (NewConnect)	17	1,40	Кіпр
	Agrogeneration SA	NYSE Alternext	16,4	16,00	Франція
2012	KDM Shipping Public Ltd	GPW (NewConnect)	10,9	7,7	Кіпр
2013	Cereal Planet Plc	GPW (NewConnect)	2,25	0,12	Кіпр

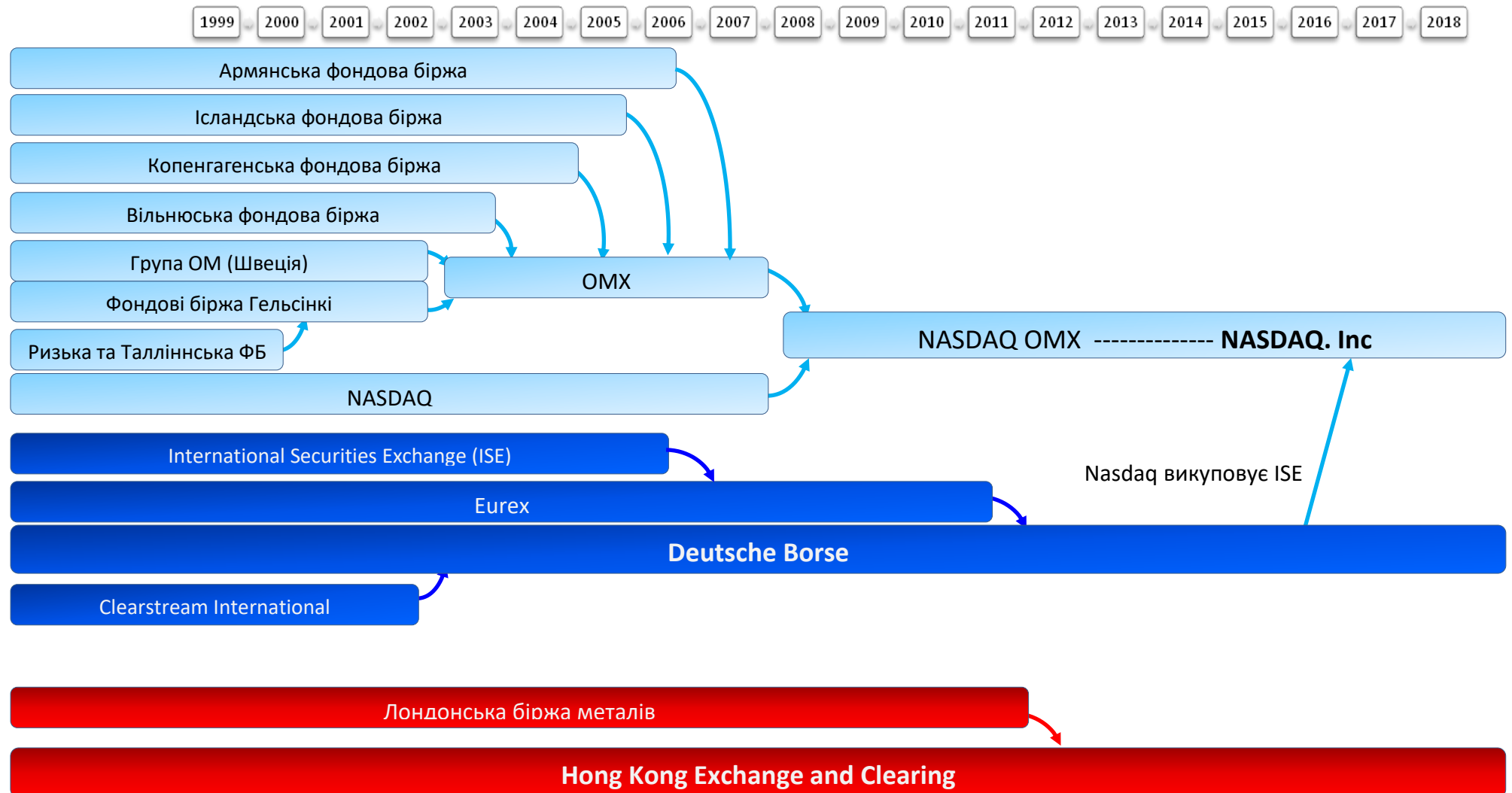
Джерело: складено автором за даними [266; 267]

Додаток Г

Хронологія глобальної біржової консолідації



Продовження дод. Г



Джерело: складено автором за даними бірж

Додаток Д

Мапа оптико-волоконних ліній зв'язку для операцій з фінансовими активами компанії GTT Communications, Inc.



Джерело: [268]

Додаток Е
Спеціалізація бірж світу по групах фінансових інструментів

	Назва біржі	Країна реєстрації	Акції	Облігації	ETF	Фондові дерива- тиви	Валютні дерива- тиви	Товарні дерива- тиви
	Постійні члени СФБ							
1.	Abu Dhabi Securities Exchange(ADSM)	ОАЕ	+	+	+			
2.	Amman Stock Exchange (ASE)	Йорданія	+	+				
3.	Athens Stock Exchange (ATHEX)	Греція	+	+	+	+		
4.	Australian Securities Exchange (ASX)	Австралія	+	+	+	+		+
5.	Bahrain Bourse (BSE)	Бахрейн	+	+	+			
6.	Bermuda Stock Exchange (BSX)	Бермудські острови	+	+	+			
7.	Spanish Exchanges (BME)	Іспанія	+	+	+	+		
8.	Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)	Аргентина	+	+				+
9.	Bolsa de Comercio de Santiago	Чілі	+	+	+	+	+	+
10.	Bolsa de Valores de Colombia (BVC)	Колумбія	+	+	+	+	+	
11.	Bolsa de Valores de Lima (BVL)	Перу	+	+	+			
12.	Bolsa Mexicana de Valores	Мексика	+	+	+	+	+	+
13.	Borsa İstanbul	Турція	+	+	+	+	+	+
14.	Bourse de Casablanca	Марокко	+					
15.	BSE India Limited (MSE)	Індія	+	+	+	+	+	
16.	Bursa Malaysia	Малайзія	+	+	+	+		+
17.	B3 - Brasil Bolsa Balcão	Бразилія	+	+	+	+	+	+
18.	Cboe Global Markets	США	+		+	+	+	
19.	CBOE Holdings, Inc.	США				+		
20.	China Financial Futures Exchange	КНР				+		
21.	CME Group	США				+	+	+
22.	Colombo Stock Exchange	Шрі-Ланка	+	+	+			
23.	Cyprus Stock Exchange (CSE)	Кіпр	+	+	+			

Продовження дод. Е

	Назва біржі	Країна реєстрації	Акції	Облігації	ETF	Фондові дерива- тиви	Валютні дерива- тиви	Товарні дерива- тиви
24.	Dalian Commodity Exchange (DCE)	КНР						+
25.	Deutsche Börse AG ()	Німеччина	+	+	+	+	+	+
26.	Dhaka Stock Exchange Ltd. (DSE)	Бангладеш	+	+	+			
27.	Dubai Financial Market (DFM)	ОАЕ	+	+	+			
28.	The Egyptian Stock Exchange (CASE)	Єгипет	+	+	+			
29.	Euronext	Нідерланди	+	+	+	+	+	+
30.	Hochiminh Stock Exchange (HOSE)	В'єтнам	+		+			
31.	Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEX)	Гонконг (КНР)	+	+	+	+	+	+
32.	Indonesia Stock Exchange (IDX)	Індонезія	+	+	+			
33.	Intercontinental Exchange, Inc.	США	+	+	+	+	+	+
34.	Irish Stock Exchange (ISE)	Ірландія	+	+	+			
35.	Japan Exchange Group, Inc. (JPX)	Японія	+	+	+	+		
36.	Johannesburg Stock Exchange (JSE)	ПАР	+	+	+	+	+	+
37.	Kazakhstan Stock Exchange (KAZE)	Казахстан	+	+		+	+	
38.	Korea Exchange (KRX)	Корея	+	+	+	+	+	+
39.	Luxembourg Stock Exchange	Люксембург	+	+	+			
40.	Malta Stock Exchange (MSE)	Мальта	+	+				
41.	Moscow Exchange (MOEX)	РФ	+	+		+	+	+
42.	Muscat Securities Market (MSM)	Оман	+	+				
43.	Nasdaq	США	+	+	+	+		+
44.	National Stock Exchange of India (NSE)	Індія	+	+	+	+	+	
45.	Nigerian Stock Exchange (NSE)	Нігерія	+	+	+			
46.	New Zealand Exchange Limited (NZX)	Нова Зеландія	+	+	+	+		+
47.	Oslo Stock Exchange	Норвегія	+	+	+	+		

Продовження дод. Е

	Назва біржі	Країна реєстрації	Акції	Облігації	ETF	Фондові дерива- тиви	Валютні дерива- тиви	Товарні дерива- тиви
48.	Palestine Exchange (PSE)	Палестинська Територія	+					
49.	Philippine Stock Exchange (PSE)	Філіппіни	+		+	+		
50.	Qatar Stock Exchange (DSM)	Катар	+	+	+			
51.	Saudi Stock Exchange (Tadawul)	Саудівська Аравія	+	+	+			
52.	Shanghai Futures Exchange (SHFE)	КНР						+
53.	Shanghai Stock Exchange (SSE)	КНР	+	+	+	+		
54.	Shenzhen Stock Exchange	КНР	+	+	+			
55.	Singapore Exchange (SGX)	Сінгапур	+	+	+	+	+	+
56.	SIX Swiss Exchange (SIX)	Швейцарія	+	+	+			
57.	Stock Exchange of Mauritius	Маврікій	+	+	+			
58.	The Stock Exchange of Thailand (SET)	Таїланд	+	+	+	+	+	+
59.	Taipei Exchange (TPEX)	Тайвань, провінція Китаю	+	+	+	+		
60.	Taiwan Futures Exchange (TAIFEX)	Тайвань, провінція Китаю				+	+	+
61.	Taiwan Stock Exchange (TWSE)	Тайвань, провінція Китаю	+	+	+			
62.	Tel-Aviv Stock Exchange (TASE)	Ізраїль	+	+	+	+	+	
63.	TMX Group Inc.	Канада	+	+	+	+	+	+
64.	Zhengzhou Commodity Exchange (ZCE)	КНР						+
Афілійовані члени СФБ								
65.	Barbados Stock Exchange (BSE)	Барбадос	+		+			
66.	Beirut Stock Exchange (BSE)	Ліван	+	+	+			
67.	Bolsa de Valores de Panama S.A (BVP)	Панама	+	+				
68.	Bolsa Electronica de Chile (BOLCHILE)	Чілі	+	+			+	

Продовження дод. Е

	Назва біржі	Країна реєстрації	Акції	Облігації	ETF	Фондові дерива- тиви	Валютні дерива- тиви	Товарні дерива- тиви
69.	Bolsa Nacional de Valores (BNV)	Коста-Ріка	+	+	+			
70.	Botswana Stock Exchange	Ботсвана	+	+				
71.	Boursa Kuwait	Кувейт	+					
72.	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières S.A ("Regional Securities Exchange SA") (BRVM)	Кот-д'Івуар	+					
73.	Bucharest Stock Exchange (BVB)	Румунія	+	+	+			
74.	Cayman Islands Stock Exchange	Кайманові Острови	+	+	+			
75.	Chittagong Stock Exchange Ltd. (CSE)	Бангладеш	+					
76.	Dar es Salaam Stock Exchange PLC	Танзанія	+	+				
77.	Dubai Gold & Commodities Exchange (DGCX)	ОАЕ						+
78.	Dutch Caribbean Securities Exchange (DCSX)	Кюрасао	+	+	+			
79.	FMDQ OTC Securities Exchange	Нігерія		+			+	
80.	Hanoi Stock Exchange (HNX)	В'єтнам	+	+	+	+		
81.	Indonesia Commodity & Derivatives Exchange	Індонезія					+	+
82.	Iran Fara Bourse Securities Exchange	Іран	+		+			
83.	Iran Mercantile Exchange	Іран						+
84.	MIAX Options (MIHI)	США				+		
85.	Multi Commodity Exchange of India Ltd. (MCX)	Індія						+
86.	Nairobi Securities Exchange Ltd.	Кенія	+	+	+	+		
87.	Namibian Stock Exchange	Намібія	+		+			

Продовження дод. Е

	Назва біржі	Країна реєстрації	Акції	Облігації	ETF	Фондові дерива- тиви	Валютні дерива- тиви	Товарні дерива- тиви
88.	National Stock Exchange of Australia (NSXA)	Австралія	+					
89.	Nepal Stock Exchange Limited	Непал	+					
90.	Port Moresby Stock Exchange Ltd.	Папуа-Нова Гвінея	+					
91.	St. Petersburg International Mercantile Exchange (SPIMEX)	РФ						+
92.	Rosario Futures Exchange (ROFEX)	Аргентина	+	+		+	+	+
93.	The International Stock Exchange (TISE)	Гернсі		+	+			
94.	Tehran Stock Exchange (TSE)	Іран	+	+	+	+		
95.	Tunis Stock Exchange (BVMT)	Туніс	+	+				
	АФТ							
96.	London Stock Exchange Group (LSE)	Сполучене Королівство	+	+	+	+		
97.	Tokyo Financial Exchange (TFX)	Японія				+	+	
98.	The Metropolitan Stock Exchange of India (MSEI)	Індія	+	+	+	+	+	
99.	Tokyo Commodity Exchange, Inc. (TOCOM)	Японія						+
100.	National Commodity & Derivatives Exchange Limited (NCDEX)	Індія						+
101.	OneChicago	США				+		
102.	North American Derivatives Exchange, Inc. (Nadex)	США				+		
103.	Warsaw Stock Exchange (GPW/ WSE)	Польща	+	+	+	+	+	+
104.	CEE Stock Exchange Group (CEESEG)	Австрія	+	+	+			

Продовження дод. Е

	Назва біржі	Країна реєстрації	Акції	Облігації	ETF	Фондові дерива- тиви	Валютні дерива- тиви	Товарні дерива- тиви
105.	Pakistan Mercantile Exchange Limited (PMEX)	Пакистан				+		+
106.	Minneapolis Grain Exchange, Inc. (MGE)	США						+
107.	Dubai Mercantile Exchange	ОАЕ						+
108.	Eris Exchange	США				-/+		
109.	Osaka Dojima Commodity Exchange (ODE)	Японія						+
110.	Mercado a Termino de Buenos Aires (MATBA)	Аргентина						+
111.	ELX Markets	США				-/+		
112.	Financial & Energy Exchange Limited (FEX)	Австралія				-/+		+
	ФЄФБ							
113.	Budapest Stock Exchange Ltd. (BSE)	Угорщина	+	+	+	+	+	+
114.	Boerse Stuttgart	Німеччина	+	+	+	+		

Джерело: складено автором за даними сайтів бірж, які є постійними та афілійованими членами Світової федерації бірж (СФБ), Федерації Європейських фондових бірж (ФЄФБ) та Асоціації ф'ючерсної торгівлі (АФТ)

Додаток Є

Показники діяльності провідних біржових операторів по результатам 2017 фінансового року

	Назва біржового холдингу	Штаб-квартира	Дата ІРО біржі	Кількість працівників	Капіталізація холдингу, млрд. дол. США	Валовий дохід, млрд. дол. США	Прибуток, млрд. дол. США	Норма прибут- ковості	Капіталізація біржового реєстру, млрд. дол. США
1	CME	США, Чикаго	2002	2 830	49,55	3,64	2,52	69,23%	-
2	ICE	США, Атланта	2005	5 042	41,64	4,63	2,51	54,21%	22 081,4
3	HKEx	КНР, Гонконг	2000	1 698	38,42	1,69	0,94	55,77%	4 350,5
4	DB	Німеччина, Франкфурт	2001	5 640	22,38	2,95	1,05	35,53%	2 262,2
5	LSEG	Великобританія, Лондон	2001	4 741	17,75	2,65	0,76	28,62%	4 455,4
6	B3	Бразилія, Сан-Паулу	2007	1923	14,17	1,108	0,39	35,15%	954,7
7	CBOE	США, Чикаго	2010	889	13,90	2,23	0,402	18,03%	-
8	NASDAQ	США, Нью-Йорк	2002	4 952	12,86	3,97	0,73	18,49%	11 572,8
9	JXG	Японія, Токіо	2013	1 093	9,61	1,09	0,46	41,92%	6 222,8
10	ASX	Австралія, Сідней	1998	587	9,24	0,75	0,32	42,94%	1 508,5
11	SGX	Сінгапур	2000	806	5,77	0,63	0,27	42,96%	787,3

Продовження дод. Є

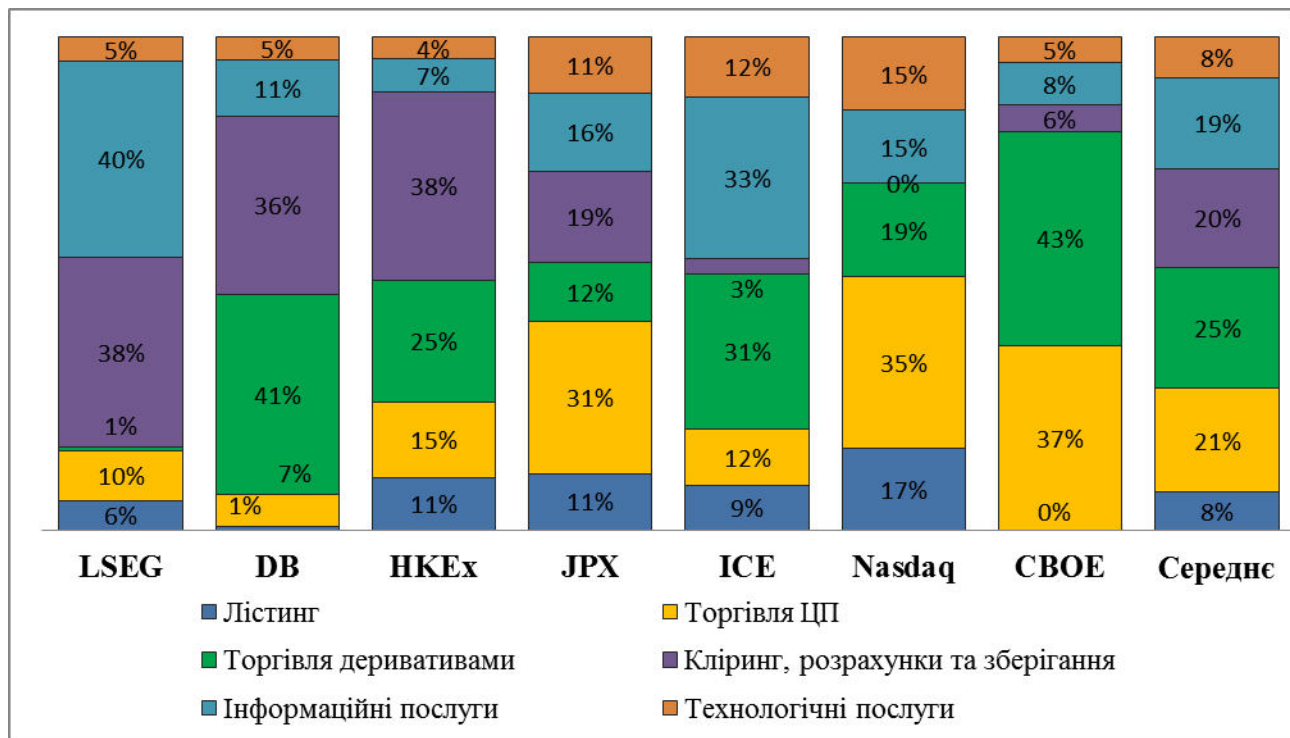
	Назва біржового холдингу	Штаб-квартира	Дата ІРО біржі	Кількість працівників	Капіталізація холдингу, млрд. дол. США	Валовий дохід, млрд. дол. США	Прибуток, млрд. дол. США	Норма прибут- ковості	Капіталізація біржового реєстру, млрд. дол. США
12	Euronext	Нідерланди, Амстердам	2001	738	4,58	0,64	0,29	45,49%	4 393,0
13	MOEX	РФ, Москва	2013	1 662	4,31	0,62	0,35	57,01%	623,4
14	TMX	Канада, Торонто	2002	1 238	3,11	0,53	0,29	54,93%	2 367,1
15	BME	Іспанія, Мадрид	2006	748	2,55	0,38	0,18	47,96%	888,8
16	Bursa Malaya	Малайзія, Куала-Лумпур	2005	571	1,33	0,13	0,05	42,72%	455,8
17	JSE	ПАР, Йоганнесбург	2005	364	1,09	0,18	0,07	37,94%	1 231,0
18	BMV	Мексика, Мехіко	2008	532	1,02	0,16	0,06	39,47%	417,0
19	BSE	Індія, Бомбей	2017	503	0,61	0,10	0,03	33,95%	2 331,6
20	NSE	Індія, Бомбей	ПрАТ	497	-	0,48	0,23	47,91%	2 351,5
21	TWSE	РК, Тайбей	ДП	620	-	0,31	0,13	43,38%	1 073,1
22	KRX	Республіка Корея, Пусан	ПрАТ	831	-	0,68	0,16	22,95%	1 771,8

Продовження дод. Є

	Назва біржового холдингу	Штаб-квартира	Дата ІРО біржі	Кількість працівників	Капіталізація холдингу, млрд. дол. США	Валовий дохід, млрд. дол. США	Прибуток, млрд. дол. США	Норма прибут- ковості	Капіталізація біржового реєстру, млрд. дол. США
23	SET	Таїланд, Бангкок	ДП	738	-	0,19	0,06	28,94%	548,8
24	IDX	Індонезія, Джакарта	ПрАТ	496	-	0,11	0,02	22,07%	520,7
25	Tadawul	Саудівська Аравія, Ер-Ріяд	ДП	278	-	0,15	0,03	23,82%	451,4
			Середнє	1 601	13,36	1,20	0,49	39,65%	
			Медіана	806	9,24	0,63	0,29	41,92%	

Джерело: розроблено автором за даними річних звітів відповідних біржових холдингів

Додаток Ж
Структура доходів провідних біржових холдингів
за підсумками 2017 фінансового року



Джерело: розроблено автором за даними річних звітів відповідних біржових холдингів

Додаток 3

Провідні біржі за кількістю проведених IPO та обсягом залученого капіталу, 2007 та 2018рр.

Кількість IPO

№	Біржа	Кількість IPO	Частка в загальній к-ті
1	Гонконгська ФБ	197	14,50%
2	Націон. та Бомбейська ФБ (Індія)	161	11,85%
3	NASDAQ	142	10,45%
4	Токійська ФБ	96	7,06%
5	Австралійська ФБ	85	6,25%
6	NYSE	63	4,64%
7	Корейська біржа	62	4,56%
8	Шанхайська ФБ	59	4,34%
9	NASDAQ OMX	55	4,05%
10	Індонезійська біржа	53	3,90%
11	Лондонська ФБ	51	3,75%
12	Шенженська ФБ	46	3,38%
	інші (46 біржі)	289	21,27%
	Всього	1359	100,00%

Обсяг залученого капіталу в ході IPO

№	Біржа	млрд. дол. США	Частка в загальній сумі
1	Гонконгська ФБ	35,4	17,29%
2	NYSE	29,7	14,50%
3	Токійська ФБ	26,4	12,89%
4	NASDAQ	23,1	11,28%
5	Німецька біржа	13,6	6,64%
6	Шанхайська ФБ	13,6	6,64%
7	Лондонська ФБ	8,5	4,15%
8	Шенженська ФБ	7,6	3,71%
9	Націон. та Бомбейська ФБ (Індія)	5,5	2,69%
10	Австралійська ФБ	5,0	2,44%
11	Euronext (Alternext)	4,1	2,00%
12	NASDAQ OMX	3,6	1,76%
	інші (48 біржі)	28,7	14,01%
	Всього	204,8	100,00%

2018

Продовження дод. 3

Кількість IPO

№	Біржа	Кількість IPO	Частка в загальній к-ті
1	Австралійська ФБ	234	11,82%
2	Лондонська ФБ	184	9,30%
3	NASDAQ	134	6,77%
4	Гонконгська ФБ	75	3,79%
5	NYSE	68	3,44%
6	Euronext (Alternext)	64	3,23%
7	Сінгапурська біржа	49	2,48%
8	Німецька біржа	46	2,32%
9	ФБ Торонто	33	1,67%
10	Токійська ФБ	13	0,66%
	інші біржі	1079	54,52%
	Всього	1979	100,00%

Обсяг залученого капіталу в ході IPO

№	Біржа	млрд. дол. США	Частка в загальній сумі
1	Лондонська ФБ	37,7	13,12%
2	Гонконгська ФБ	34,8	12,11%
3	NYSE	29,3	10,20%
4	NASDAQ	18,6	6,47%
5	Німецька біржа	10,4	3,62%
6	Euronext (Alternext)	9,6	3,34%
7	Австралійська ФБ	6,5	2,26%
8	Токійська ФБ	4,0	1,39%
9	Сінгапурська біржа	3,5	1,22%
10	ФБ Торонто	3,2	1,11%
	інші біржі	129,7	45,14%
	Всього	287,3	100,00%

Джерело: [269]

2007

Додаток И

Найбільші IPO в історії

№	Назва компанії	Дата IPO	Біржа	Галузь	Розмір угоди, млрд. дол. США
1	Alibaba	17.09.2014	NYSE	технологічна	21,767
2	SoftBank Corp	09.12.2018	Токійська	комунікаційна	21,345
3	NTT Mobile	21.10.1998	Токійська	комунікаційна	18,099
4	VISA	17.03.2008	NYSE	технологічна	17,864
5	AIA	20.10.2010	Токійська	фінанси	17,783
6	ENEL SpA	31.10.1999	HKEx	комунальна	16,452
7	Facebook	16.05.2012	Nasdaq	технології	16,007
8	General Motors	16.10.2010	NYSE	дискреційні	15,774
9	ICBC H	19.10.2006	HKEx	фінанси	13,958
10	Deutsche Telecom	16.11.1996	NYSE	комунікаційна	13,034
11	Dai-ichi Mutual Life	22.03.2010	Токійська	фінанси	10,968
12	AT&T Wireless	25.04.2000	NYSE	комунікаційна	10,620
13	Роснефть	12.07.2006	PTC	енергетична	10,421
14	Agricultural Bank H	06.07.2010	HKEx	фінанси	10,419
15	Glencore	18.05.2011	LSE	сировина	10,049
16	Japan Tobacco Inc.	26.10.1994	Токійська	споживчі	9,576
17	Hengshi Mining	23.11.2013	HKEx	сировина	9,300
18	Bank of China H	23.05.2006	HKEx	фінанси	9,190
19	Agricultural Bank A	06.07.2010	Шанхайська	фінанси	8,894
20	Kraft Foods	11.06.2001	NYSE	споживчі	8,680
21	Japan Airlines	09.09.2012	Токійська	промисловість	8,461
22	Electricite De France	17.11.2005	Euronext	комунальна	8,238
23	China ConstructionH	19.10.2005	HKEx	фінанси	8,023
24	VTB Bank	09.05.2007	LSE	фінанси	7,988
25	Banader Hotels Co	19.11.2005	Бахрейна	дискреційні	7,958

Джерело: [270]

Додаток К

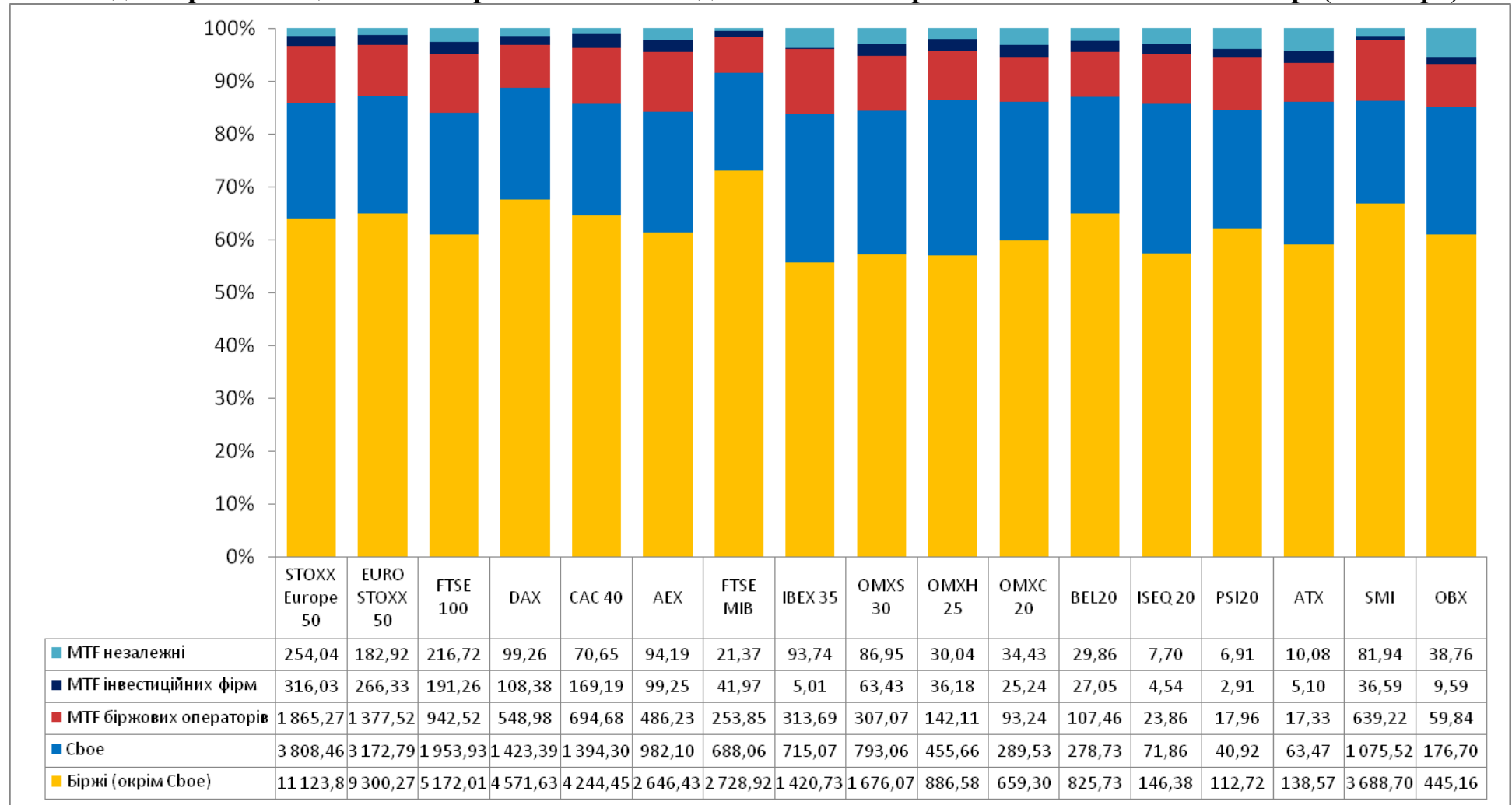
Приклади використання технології розподіленого реєстру в сучасному біржовому механізмі

Первинний ринок	
Nasdaq	Створення платформи для управління структурою власності приватних компаній LINQ
LSEG	Угода з IBM щодо цифрової емісії акцій МСП з Італії та цифровізація структури їх власності
HKEx	Запуск платформи на DLT для фінансування малого бізнесу
Корейська біржа	Запуск Корейського ринку стартапів на DLT для допуску останніх на відкритий ринок
LuxSE	Запровадження цифрового підпису на всіх звітних документах емітентів на основі відкритої мережі Ethereum
Вторинний ринок	
Cboe / CME	Запуск торгівлі ф'ючерсами на біткоїн
ICE	Купівля міноритарного пакету акцій майданчику для торгівлі крипто валютою Coinbase
SGX	Розглядає можливості застосування DLT для майданчику по торгівлі та розрахункам облігаціями
SIX	Плани по запуску SIX Digital Exchange (SDX) для токенизації та торгівлі фінансовими активами
Після-торгівельне обслуговування	
<i>Кліринг та розрахунки</i>	
ASX	Реалізація плану по повній заміні наявної системи клірингу та розрахунків по угодам із акціями на нову засновану на DLT
Euronext	Запуск блокчейн інфраструктури для клірингу з акціями МСП
Німецька біржа	Успішна апробація прототипу системи для розрахунків по угодам, виплати відсотків та погашення облігацій
TSE	Спільно із IBM розробляє механізм для торгівлі та розрахунків неліквідними інструментами
SGX	Успішна апробація DvP розрахунків із токенизованими активами між різними блокчейн платформами
<i>Ідентифікація клієнтів</i>	
TSE	Робота над створенням консорціуму із учасниками ринку по ідентифікації на основі блокчейн технології
<i>Участь у зборах акціонерів</i>	
Nasdaq	Успішна реалізація проекту електронного голосування акціонерів на основі блокчейну на Талліннській біржі
JSX	Угода із Nasdaq щодо налагодження системи віддаленого електронного голосування на основі блокчейну

Джерело: побудовано автором на основі інформації відповідних бірж

Додаток Л

Розподіл торгівлі акціями між торговельними майданчиками в Європі станом на 31 січня 2019 р. (млн євро)



Джерело: побудовано автором за даними Cboe European Equity Market Share

Додаток М

Учасники інфраструктури фондового ринку України

Торгівля	Депозитарний облік	Розрахунки та кліринг
станом на 31.12.2008р.		
Фондові біржі: - ВАТ "Українська біржа" - ВАТ "Фондова біржа "ПФТС"; - ВАТ "Фондова біржа "Перспектива" - ЗАТ "УМВБ"; - ЗАТ "УФБ" - ВАТ "КМФБ"; - ЗАТ "ПФБ"; - ЗАТ "УМФБ"; - ТОВ "СЄФБ"; - ЗАТ "ФБ" "ІННЕКС"; - ДП Асоціації "Південноукраїнська торговельно-інформаційна система" – "Південь-Сервер"	Центральний депозитарій цінних паперів: відсутній Верхній рівень депозитарної системи: - ВАТ "НДУ" - ВАТ "МФС" Нижчий рівень депозитарної системи: - 380 реєстраторів - 256 зберігачів цінними паперами	Платіжна система: СЕП НБУ Кліринг: ВАТ "МФС" Система розрахунків за цінними паперами: - ВАТ "НДУ" - ВАТ "МФС" Центральні контрагенти: відсутній Торгові репозитарії: відсутній
станом на 31.12.2018р.		
Фондові біржі: - ПРАТ "УМВБ" - АТ "Українська біржа" - ПРАТ "ФБ "ПЕРСПЕКТИВА" - ПРАТ "ФБ "ІННЕКС" - ПАТ "ФОНДОВА БІРЖА "ПФТС"	Центральний депозитарій цінних паперів: ПАТ «НДУ» Депозитарні установи: 194 банків / торгівців цінними паперами	Платіжна система: СЕП НБУ Кліринг: ПАТ "Розрахунковий центр" Система розрахунків за цінними паперами: - ПАТ «НДУ» - ПАТ "Розрахунковий центр" Центральні контрагенти: - ПАТ «ФК «Сучасні кредитні технології» - ПАТ "Розрахунковий центр" Торгові репозитарії: відсутній

Джерело: складено автором

Додаток Н

Фактори активізації залучення іноземного портфельного інвестування в Україну

Бар'єри для іноземного інвестування	Стан	Корпоративне управління	Стан	Інформаційні витрати	Стан	Ринкова мікроструктура	Стан
Обмеження на володіння	Ні	Рівень правозастосування	Слабкий	Звітність на англ. мові	Ні	Співрозміщення серверів	Ні
Обмеження руху капіталу	Часткові	Рівень захисту прав інвесторів	Слабкий	Дотримання МСФЗ	Часткове	Короткі продажі	Ні
Оподаткування дивідендів	Так	Ефективність наглядових рад	Середня	Належність до м/н індексів	Ні	Прямий ринковий доступ	Ні
Податок на приріст капіталу	Так					Маркет-мейкери	Частково
Акциз на транзакції	Ні					Кредитування під заставу ЦП	Ні
						DvP без повного депонування	Ні
						Наявність ССР	Ні

Джерело: побудовано автором

Додаток О

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 технології 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* (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, WorldCat, Google Scholar, Library of Congress (Washington DC 20540 United States) Online Catalog). 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.) (форма участі – очна).

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.) (форма участі – дистанційна).

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.) (форма участі – дистанційна) .

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.) (форма участі – дистанційна).

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.) (форма участі – дистанційна).

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.) (форма участі – дистанційна).

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.) (форма участі – дистанційна).

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.) (форма участі – дистанційна).

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.) (форма участі – очна).

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 (0,1 д.а.) (форма участі – дистанційна).

Додаток II

До спеціалізованої вченої ради
ДВНЗ «КНЕУ ім. В. Гетьмана»

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження на тему:
«Глобальна фінансово-інституційна трансформація фондових бірж»
старшого викладача кафедри міжнародних фінансів
Зінченка Федора Анатолійовича

Цією довідкою засвідчуємо, що результати дисертаційного дослідження на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук зі спеціальності 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини, виконаного Зінченком Ф.А., були використані Комітетом з питань фінансової політики і банківської діяльності Верховної Ради України у частині рекомендацій щодо стратегії розвитку регульованих ринків фінансових інструментів в Україні.

Зазначені рекомендації через аналіз ключових чинників реструктуризації світового біржового простору під впливом процесів інформатизації, мережевізації та технологізації, дають змогу враховувати досвід розвитку біржових фондових ринків країн ЄС, США та країн Азійського регіону в побудові вітчизняного організованого ринку цінних паперів.

Нові методологічні підходи, які витікають із зазначених рекомендацій, були використані Комітетом при розробці законопроектів «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо сприяння залученню іноземних інвестицій», «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки», «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення залучення інвестицій та запровадження нових фінансових інструментів», при підготовці матеріалів комітетських слухань та нарад з питань стратегії розвитку фондового ринку України.

Керівник секретаріату Комітету
Верховної Ради України з питань
фінансової політики і банківської діяльності



I. М. Прийма

def

**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ**

вул. Московська, 8, корпус 30
м. Київ, 01010, Україна
тел./факс 280-40-95
тел./факс 254-23-31
Код ЄДРПОУ 37956207
Web: [http:// www.nssmc.gov.ua](http://www.nssmc.gov.ua)



**NATIONAL SECURITIES
AND STOCK MARKET
COMMISSION**

Building 30, 8, Moskovska St.,
Kyiv, 01010, Ukraine
phone/fax +38(044)254-25-70
phone/fax +38(044)254-23-77
Code of USRCOU 37956207
Web: <http:// www.nssmc.gov.ua>

05.04.19 № 8/к

На № _____

**До спеціалізованої вченої ради
ДВНЗ «КНЕУ ім. В. Гетьмана»**

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження на тему:
«Глобальна фінансово-інституційна трансформація фондових бірж»,
виконаного старшим викладачем кафедри міжнародних фінансів
Зінченком Федором Анатолійовичем

Дисертаційне дослідження на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук зі спеціальності 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини, виконане Зінченком Ф.А., містить ряд наукових положень та висновків, що можуть бути використані при розв'язанні ряду практичних проблем розвитку вітчизняного ринку цінних паперів.

Зокрема, результати дослідження Зінченка Ф.А. були використані Національною комісією із цінних паперів та фондового ринку при розробці ряду проектів нормативно-правових актів, що регламентують побудову сучасної торгівельної та розрахунково-клірингової інфраструктури, що наразі є особливо актуальним в контексті комплексного реформування ринків капіталу в Україні.

У світлі дії Угоди про асоціацію між Україною та ЄС важливими також є результати дослідження щодо факторів, механізмів та наслідків сучасних трансформацій біржових (регульованих) ринків фінансових інструментів країн Європейського Союзу. Це дає змогу якісно імплементувати існуючі європейські правові механізми регулювання організованого фондового ринку в українське законодавче поле.

Член Комісії



М. Лібанов

PFTS STOCK EXCHANGE

Address: 42-44, Shovkovychna St., Kyiv, 01601, Ukraine
 Україна, 01601, м. Київ, вул. Шовковична, 42-44
 Tel.: +380 (44) 277 50 00, fax: +380 (44) 277 50 01
 E-mail: pfts@pfts.ua, http://www.pfts.ua
 Reuters: PFTSG

№

8/н

from

15.04.19р.

Stock Exchange

PFTS

ua - exchange



До спеціалізованої вченої ради
 ДВНЗ «КНЕУ ім. В. Гетьмана»

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційного дослідження
 старшого викладача кафедри міжнародних фінансів
 Зінченка Федора Анатолійовича
 на тему: «Глобальна фінансово-інституційна трансформація фондових
 бірж»**

Видана старшому викладачу кафедри міжнародних фінансів Зінченку Ф.А. про те, що результати проведеного ним дослідження в дисертаційній роботі на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук зі спеціальності 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини, є актуальними, враховують провідний досвід функціонування бірж розвинутих країн, становлять практичний інтерес та використовувались у діяльності АТ «ФОНДОВА БІРЖА ПФТС».

Зокрема аналітичні дані та практичні рекомендації було враховано при вдосконаленні біржових правил торгівлі в секціях фондового ринку та строкових інструментів.

Окрім цього, інформація з дисертаційного дослідження була використана при складанні та оновленні зразкових форм ф'ючерсних контрактів на різноманітні базові активи: валютні – курс долара по відношенню до інших валют, фінансові – індекс українських акцій, та товарні – ціна унції золота, пшениці та кукурудзи.

Голова Правління
 АТ «Фондова біржа ПФТС»



Б.О.Лупій

«Затверджую»
Проректор з наукової
роботи ДВНЗ «КНЕУ ім. В.
Гетьмана»,
доктор економічних наук,
професор



Л.Л. Антонюк

29.03 2019 р.

«Затверджую»
Проректор з науково-
педагогічної
роботи ДВНЗ «КНЕУ ім. В.
Гетьмана»,
доктор економічних наук,
професор



А.М. Колот

29.03 2019 р.

ДОВІДКА

про впровадження в навчальному процесі результатів дисертаційного дослідження на тему:

**«Глобальна фінансово-інституційна трансформація фондових бірж»
здобувача кафедри міжнародних фінансів
Зінченка Федора Анатолійовича**

Наукові результати дисертаційного дослідження старшого викладача кафедри міжнародних фінансів Зінченка Ф.А., впроваджені в навчальний процес ДВНЗ «КНЕУ ім. В. Гетьмана» та використовувались в навчальному процесі при викладанні наступних дисциплін:

- «Фондовий ринок» (в темах: «Професійна діяльність на фондовому ринку», «Первинний фондовий ринок» та «Вторинний фондовий ринок»);
- «Торгівля цінними паперами» (в темах: «Учасники фондового ринку», «Окремі аспекти діяльності торговців цінними паперами»);
- «Міжнародні фінанси» (в темах: «Валютні ринки та валютні операції», «Міжнародний ринок цінних паперів» та «Міжнародний ринок похідних цінних паперів»).

Декан факультету міжнародної
економіки і менеджменту

Ю.М. Солодковський