

З. А. Мацук

кандидат економічних наук, доцент, докторант кафедри фінансів ДВНЗ “Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана”, Київ, Україна, zoriana_01@yahoo.com

АРХІТЕКТОНІКА ІНФРАСТРУКТУРИ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Анотація. У статті розкрито співвідношення понять “сфера фінансових послуг” та “інфраструктура ринку цінних паперів”, доведено наявність діалектичного зв'язку між ними. В межах інфраструктури цього ринку вирізняє окремі елементи й систему економічних відносин між ними. Визначено співвідношення понять “елементи інфраструктури” та “система інфраструктури”, інфраструктуру розглянуто за організаційною й сутнісною ознаками. За першою з них у межах інфраструктури ринку цінних паперів виокремлено основні інституції, які беруть безпосередню участь у торгівлі фінансовими активами, та допоміжні, що не стосуються руху фінансового активу, проте створюють умови, необхідні для реалізації фінансових інтересів учасників ринку; за другою – формальні й неформальні інститути. Взаємопов'язаність усіх елементів інфраструктури ринку цінних паперів, їх неспроможність функціонувати ізольовано один від одного в кінцевому підсумку оптимізує рух фінансових активів задля досягнення відповідності між суспільними потребами у фінансових ресурсах і здатністю ринку цінних паперів задовольнити їх у необхідному обсязі.

Ключові слова: архітекtonіка, інститут, інституція, інфраструктура, ринок цінних паперів, фінансова послуга.

Рис. 3. Літ. 26.

Zoriana Matsuk

Ph. D. (Economics), Associate Professor, Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman, Kyiv, Ukraine, zoriana_01@yahoo.com

**ARCHITECTONICS OF THE SECURITIES MARKET
INFRASTRUCTURE**

Abstract. The article reveals the correlation of the concepts of the “sphere of financial services” and the “infrastructure of securities market”. The research proves the presence of dialectic connection between these categories. The article determines the correlation of the concepts of the “elements of infrastructure” and the “system of infrastructure”. Emphasis is made on the need to review the infrastructure on the basis of organizational and essential features. In particular, based on the organizational features within the infrastructure of the securities market, the author identifies the main institutions that are directly involved in the trading of financial assets, and ancillary institutions that provide professional services to market participants and are not directly related to the movement of financial assets, yet form the conditions necessary for the implementation of the financial interests of market participants. By meaningful characteristics, the infrastructure of the securities market is a system that reflects the specific forms of economic relations, is based on allocation of individual institutions and includes formal and informal rules, characteristics of coercion and results of behavior. The presence of institutions on the securities market allows making conclusion about certain institutional support that is viewed by the author as a combination of formal and informal institutions. All elements of the infrastructure are interconnected and cannot function in isolation from each other. This ultimately optimizes the movement of financial assets to achieve a balance between

© Мацук З. А., 2018

the public needs for financial resources and the ability of the securities market to meet them to the extent necessary.

Keywords: architectonics, institution, institute, infrastructure, securities market, financial services.

JEL classification: E02, G20.

3. А. Мацук

кандидат экономических наук, доцент, докторант кафедры финансов ГВУЗ “Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана”, Киев, Украина

АРХИТЕКТОНИКА ИНФРАСТРУКТУРЫ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ

Аннотация. В статье раскрыто соотношение понятий “сфера финансовых услуг” и “инфраструктура рынка ценных бумаг”, доказано наличие диалектической связи между ними. В пределах инфраструктуры данного рынка выделены отдельные элементы и система экономических отношений между ними. Определено соотношение понятий “элементы инфраструктуры” и “система инфраструктуры”, инфраструктура рассмотрена по организационному и сущностному признакам. По первому из них в пределах инфраструктуры рынка ценных бумаг выделены основные институты, которые непосредственно участвуют в торговле финансовыми активами, и вспомогательные, которые не имеют отношения к движению финансового актива, однако создают условия, необходимые для реализации финансовых интересов участников рынка; по второму – формальные и неформальные институты. Взаимосвязанность всех элементов инфраструктуры рынка ценных бумаг, их неспособность функционировать изолированно друг от друга в конечном итоге оптимизирует движение финансовых активов для достижения соответствия между общественными потребностями в финансовых ресурсах и способностью рынка ценных бумаг удовлетворить их в необходимом объеме.

Ключевые слова: архитектоника, институт, институция, инфраструктура, рынок ценных бумаг, финансовая услуга.

Очевидно, що сучасний ринок цінних паперів не може функціонувати без інфраструктури: сфера фінансових послуг обумовлює її формування. Інституції як елементи інфраструктури є фактично їх виробниками. Проте за субординацією поняття “ринок цінних паперів” не тотожне поняттю “сфера фінансових послуг”, оскільки певна частина ринку цінних паперів функціонує на основі прямих взаємозв'язків двох суб'єктів – емітента та інвестора [1, с. 70, 71]. Саме цим пояснюється відмінність зазначених категорій як за сутністю, так і за економічним змістом. Недоречно розглядати сферу фінансових послуг як складову ринку цінних паперів, тим більше вважати ці поняття одним економічним явищем. Сфера фінансових послуг і ринок цінних паперів формують економічні відносини та спричиняють існування різних видів діяльності на цьому ринку. Таким чином, інфраструктура ринку цінних паперів охоплює систему її складових, котрі обумовлюють функціонування зазначеного ринку та реалізацію на цій основі суспільного призначення фінансових послуг [1, с. 72].

Існує тісний зв'язок між сферою фінансових послуг та інфраструктурою ринку цінних паперів. З одного боку, розвиток торгівлі фінансовими акти-

вами не можливий без ефективної організації відповідних трансакцій, які забезпечуються інституціями інфраструктури; з другого – сфера фінансових послуг виникає й функціонує тільки завдяки розбудові ринку цінних паперів. Така залежність викликана діалектичним зв'язком між інфраструктурою цього ринку та сферою фінансових послуг. У міру розвитку ринку цінних паперів, збільшення його масштабів і кількості учасників роль фінансових послуг лише зростає.

На етапі становлення ринку цінних паперів перерозподіл фінансових ресурсів між емітентами та інвесторами відбувався безпосередньо за рахунок їх прямої взаємодії. Поступ виробничих відносин, розширення кількості учасників ринку, масштабів ринкових трансакцій, обсягів емісії цінних паперів сприяли виникненню і швидкій розбудові сфери фінансових послуг із метою ефективного перерозподілу фінансових ресурсів у межах економічної системи. Таким чином поступово сформувалась інфраструктура ринку цінних паперів, головними суб'єктами якого є фінансові й нефінансові інституції, котрі забезпечують організацію та проведення прямих трансакцій між учасниками торгівлі фінансовими активами шляхом надання фінансових послуг [2, с. 124]. Отже, утворення й розвиток інституцій інфраструктури ринку цінних паперів є закономірним еволюційним процесом, що відображає поступ сфери фінансових послуг і спричинений якісними та кількісними змінами в механізмі функціонування цього ринку. Сьогодні завдяки фінансовим послугам, які надаються інфраструктурними учасниками останнього, досягається швидке встановлення зв'язків між інвесторами й емітентами на ринку цінних паперів. У сучасних умовах ефективність і різноманітність фінансових послуг характеризує рівень розвитку інфраструктури зазначеного ринку.

Фінансові послуги є об'єктивним явищем, обов'язковою складовою процесів обміну правами власності на ринку цінних паперів. Реалізація фінансових послуг відбувається не автоматично, а забезпечується відповідною інфраструктурою, котра є суб'єктивною основою. Незважаючи на загальні засади формування й розбудови, в кожній країні вона відрізняється за структурними елементами та їх співвідношенням, за правовим регламентуванням, рівнем розвитку тощо. Інфраструктура ринку цінних паперів, як і він сам, еволюціонує, постійно з'являються нові фінансові інституції та інструменти, що забезпечують потреби його учасників [1 с. 68].

Наразі одночасно застосовується цілий спектр підходів до сутності інфраструктури фінансового ринку – від суто суб'єктного до нормативно-правового [3]. Аналізу теоретико-методологічних аспектів побудови інфраструктури фінансового ринку присвячено праці багатьох вітчизняних і зарубіжних учених, таких як О. А. Брегеда, А. Т. Головка, А. О. Дробязко, О. М. Іваницька, Ю. М. Коваленко, Р. В. Коробка, С. В. Науменкова, І. І. Рекуненко [4–12] та ін. На необхідності ґрунтовного дослідження фінансової інфраструктури України наголошують В. М. Опарін і В. М. Федосов [1]. Попри вагомий науковий доробок з окресленої проблематики, питання, по-

в'язані з інфраструктурою ринку цінних паперів, залишаються відкритими для вивчення.

Метою статті є розкриття теоретичних засад побудови інфраструктури ринку цінних паперів та характеристика її основних складових.

На наш погляд, інфраструктура ринку цінних паперів є складним і широким поняттям, яке потребує ґрунтовного дослідження. Передусім варто розглянути термін “архітектоніка інфраструктури”. Щодо ринку цінних паперів його трактування не подається. І. Кант тлумачив архітектоніку як “мистецтво [побудови] системи. Оскільки [саме] систематична єдність є тим, що вперше перетворює звичайне знання на науку, тобто простий агрегат знань на систему, архітектоніка є вченням про Наукове в нашому пізнанні взагалі, і, отже, вона необхідно належить до методології” [13, с. 470]. Згідно з цим підходом, архітектоніку інфраструктури ринку цінних паперів можна охарактеризувати як сукупність окремих сфер і ланок ринку цінних паперів, форм організації економічних відносин та фінансових і нефінансових інституцій, що забезпечують надання фінансових послуг із метою ефективного перерозподілу фінансових ресурсів та капіталу. Таким чином, вона характеризує специфіку побудови ринку цінних паперів і закономірності формування його інфраструктурних елементів.

Дослідження архітектоніки інфраструктури ринку цінних паперів передбачає встановлення співвідношення понять “елементи інфраструктури ринку цінних паперів” і “система інфраструктури ринку цінних паперів”.

Елементи інфраструктури ринку цінних паперів є об'єктивним явищем: їх виокремлення не залежить від особливостей торгівлі фінансовими активами певної країни та не потребує будь-якого регламентування [14], оскільки здійснюється за суб'єктами фінансових послуг. Через такі послуги ці інституції забезпечують фінансові потреби домогосподарств, суб'єктів господарювання, кожен із котрих має свої особливості організації й функціонування. Якщо елементи інфраструктури ринку цінних паперів є об'єктивним явищем, то система інфраструктури ринку цінних паперів – “сукупністю певним чином організованих... та взаємодіючих елементів” [15, с. 41]. Досліджуючи інфраструктуру ринку цінних паперів, маємо співвідношення двох категорій – елементів і системи. При цьому найважливішою рисою елементів, що характеризуються як система, є їх функціональна цілісність. Отже, система являє собою “комплекс елементів та їх властивостей, взаємодія між якими зумовлює появу якісно нової цілісності” [16, с. 361]. Зазначене дає нам право вважати інфраструктуру складною системою, в котрій вирізняються окремі елементи (фінансові й нефінансові інституції) та сфери економічних відносин (інститути) між ними. Саме ці відносини показують взаємозв'язки в межах ринку цінних паперів, а також ринку із зовнішнім середовищем.

За організаційною ознакою інфраструктура ринку цінних паперів розглядається як сукупність фінансових і нефінансових інституцій, що забезпечують торгівлю фінансовими активами, надаючи фінансові послуги

суб'єктам ринку (організаційний каркас ринку цінних паперів). Це твердження дає змогу виокремити в його інфраструктурі два рівні – основний і допоміжний. Перший забезпечує процес укладення й виконання угод із фінансовими активами на базі розмежування функцій та спеціалізації діяльності, а другий – обслуговування основної інфраструктури та її ефективне функціонування. Отже, ключові елементи інфраструктури – це інституції, котрі беруть безпосередню участь у процесі формування й організації ринку цінних паперів, і допоміжні елементи інфраструктури, інституції, що надають учасникам послуги у сфері торгівлі фінансовими активами, не мають безпосереднього стосунку до руху фінансових активів на ринку цінних паперів, проте беруть участь у створенні умов, необхідних для процесу торгівлі фінансовими активами [12, с. 66] (рис. 1).

До інфраструктурних суб'єктів ринку цінних паперів належать, по-перше, інституційні інвестори (інститути спільного інвестування); професійні учасники ринку цінних паперів, а саме: торговці цінними паперами, компанії з управління активами, біржі, торгово-інформаційні системи, клірингові установи, зберігачі та депозитарні установи (основні інфраструктурні учасники ринку); по-друге, інформаційно-аналітичні й рейтингові агентства, державні органи регулювання та нагляду, саморегулювальні організації тощо (допоміжні інфраструктурні учасники).

У сукупності основні інфраструктурні учасники на ринку цінних паперів виконують важливу роль у процесі торгівлі фінансовими активами, оскільки:

- як активні дійові особи ринку цінних паперів забезпечують стабільний попит на фінансові активи, створюють умови для зростання капіталізації ринку, збільшують обсяг та кількість операцій із фінансовими активами [2, с. 132];

- диверсифікація активів і використання строкових угод сприяють зниженню ризику операцій із торгівлі фінансовими активами та послабленню впливу небажаних змін ринкової кон'юнктури;

- маючи відповідні кваліфікаційні характеристики й рівень знань у сфері фінансів, упроваджують сучасні наукові принципи, методи та теорії в процес управління фінансовими активами, завдяки чому здатні адекватно оцінити вартість фінансового активу, а отже, ефективно інвестувати, враховуючи рівень ризику й бажану прибутковість;

- забезпечують взаємодію інвесторів і емітентів цінних паперів, що, у свою чергу, зменшує трансакційні витрати, адже пошук емітентами власників вільного капіталу чи навпаки потребує чималих витрат часу та грошових коштів [2, с. 133];

- проводячи спекулятивні операції із фінансовими активами, згладжують цінові коливання на ринку й забезпечують належну ліквідність фінансових активів. Наразі немає єдиної думки щодо значення спекулятивних операцій на ціноутворення на ринку цінних паперів. На переконання А. Шаха, спекуляція позитивно впливає на ефективність фондового ринку [17], тоді як, за словами Дж. Сороса, інколи виникає ситуація, коли спекуля-

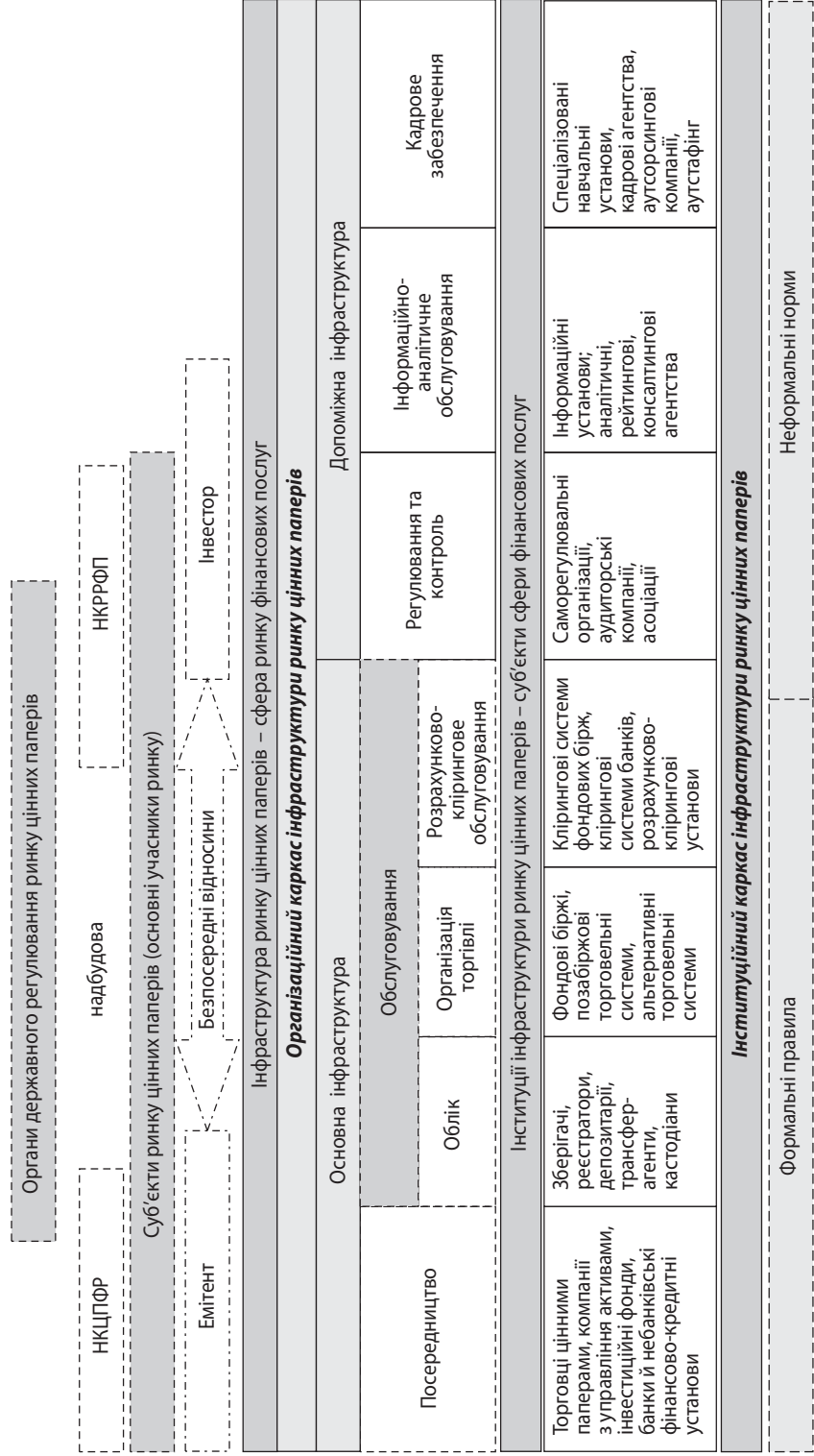


Рис. 1. Ринок цінних паперів та його взаємозв'язок зі сферою фінансових послуг

Складено за: Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку / В. Опарін та ін. ; за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. Київ : КНЕУ, 2016. С. 73.

ції не лише відбивають фундаментальні фактори, а й стають частиною тих із них, котрі відповідають за ціноутворення [18]. Спекуляція є стабілізаційним механізмом ринку, оскільки учасники цих операцій підштовхують ціну в бік фундаментальної вартості, сприяють ефективному ринковому ціноутворенню [19]. При цьому слід розмежовувати поняття “спекулювання” й “маніпулювання” на ринку цінних паперів. Останнє означає умисне здійснення операцій, поширення чуток або інші дії, спрямовані на обман чи шахрайство стосовно інвесторів шляхом контролю ціни активу або штучного впливу на неї [20].

Глобалізація ринку цінних паперів, ускладнення його структури, поява новітніх фінансових інструментів зумовлюють потребу в створенні й розвитку регульовальних інституцій, інформаційно-аналітичних і рейтингових агентств, установ кадрового забезпечення тощо (допоміжної інфраструктури).

Регулювання діяльності на цьому ринку може бути як внутрішнім, так і зовнішнім: перше забезпечує відповідність діяльності інституції її власним нормативним документам (статуту, правилам та ін.), друге – державному нормативно-правовому забезпеченню, міжнародним правилам і звичаям. Зовнішнє регулювання на ринку цінних паперів здійснюється органами державного регулювання, саморегульовальними організаціями та спрямоване на формування дієвого й ефективного механізму складання чітких правил поведінки його учасників, ідентифікації правопорушника та покарання його через відхилення в діяльності від затверджених норм і правил.

Правдивість, повнота й доступність інформації є запорукою прийняття ефективного рішення щодо інвестування. Послуги, що їх надають інституції інформаційної інфраструктури в процесі торгівлі фінансовими активами, характеризуються як власне інформація (склад, період актуальності, оперативність оновлення, структурованість, правдивість, повнота); її транспорт (технологія постачання даних і телекомунікаційні системи); засоби роботи з інформацією, призначені для користування (програмні продукти) [21].

Розгляд інфраструктури ринку цінних паперів за її змістовим наповненням дає підстави говорити про систему специфічних форм економічних відносин між його суб'єктами, що обумовлюється наявністю фінансових інститутів. Потреба в інституційному забезпеченні ринку цінних паперів спричинена необхідністю реалізації його основних функцій, серед котрих [9, с. 199, 200]:

- 1) регульовальна – сприяння сталому розвитку ринку цінних паперів шляхом розроблення нормативно-правової бази, яка регламентує діяльність його учасників;
- 2) інформаційна – надання учасникам ринку доступу до публічної інформації про діяльність фінансових і нефінансових установ;
- 3) захисна – обстоювання інтересів учасників ринку цінних паперів та убезпечення їхньої фінансової діяльності;
- 4) стимулююча – заохочення ефективної взаємодії ринку цінних паперів із іншими секторами фінансового ринку й економіки загалом.

Теоретичні положення інституціоналізму дають можливість виокремити та обґрунтувати основні елементи інституційного каркасу інфраструктури ринку цінних паперів – сукупність інститутів, а саме: способів управління торговельною діяльністю із фінансовими активами, традицій, ідей, кодексів і стереотипів економічної поведінки учасників ринку цінних паперів, котрі зумовляють його розвиток у напрямі підвищення ефективності функціонування.

Інститути відіграють надзвичайно важливу роль у побудові й розвитку інфраструктури ринку цінних паперів, оскільки пов'язують усі її елементи в єдиний ринок. Поява інститутів спричинена формуванням інституційної інфраструктури та виокремленням однойменного фактора поряд із такими, як людський, природний, технічний, інформаційний. Інституційний фактор виникає у зв'язку з взаємовідносинами людини й суспільства – інституційним капіталом, який “соціалізує людину, визначає рівень її виховання та поведінку, норми й цінності, скеровує її в суспільно корисне русло” [22, с. 37]. Специфіка інституційного капіталу ринку цінних паперів визначає його інституційну інфраструктуру, котра є системою підтримки статусу інституційних суб'єктів та, залежно від масштабів ринку, включає елементи, що забезпечують виконання інституційних вимог його учасниками; гарантують їм свободу дій у межах інституційного поля, збереження правил і норм; регулюють та контролюють їх дотримання всіма учасниками ринку, а також повне й своєчасне виконання сторонами умов контрактів.

Визначальну роль у системі інституційного забезпечення відіграють неформальні норми, котрі утворюють традиційну матрицю поведінки економічних суб'єктів та встановлюються стихійно, без жодного свідомого задуму, як побічний результат взаємодії багатьох людей, що дбають про власні інтереси. Неформальні норми забезпечують передання стійких правил економічної поведінки учасників ринку з минулого в сучасність, “виникаючи як засіб координації стійких форм людської взаємодії.., є продовженням, розвитком і модифікацією формальних правил; соціально санкціонованими нормами поведінки; внутрішніми, обов'язковими для виконання, стандартами поведінки” [23, с. 40]. Такими нормами є: етика, моральні практики, психологічні особливості економічної поведінки, релігійні погляди, традиції, економічна культура тощо.

Безперечно, рівень розвитку інституційної інфраструктури визначає культуру фінансової поведінки учасників ринку цінних паперів. Утім, в Україні норми контрактної етики не стали загальним імперативом торговельної діяльності, що призвело до чималих трансакційних витрат, відсутності надійних інститутів, здатних захистити права суб'єктів ринку цінних паперів, та гальмує розбудову ринку цінних паперів загалом і окремих елементів його інфраструктури. Вітчизняна наука про ринок цінних паперів досі не має системного уявлення про його інститути, ознаки їх організації й функціонування: які з них є обов'язковими, які трансформуються чи ліквідуються. Створені інститути зазвичай деформуються ще на етапі їх станов-

лення та суперечать один одному. Інституційна інфраструктура зазначеного ринку перебуває в ще гіршому становищі, оскільки її елементи виникають як реакція на потреби його основної структури. Ефективність функціонування інститутів залежить від кількості й адекватності реальних або формування нових елементів інституційної інфраструктури. В разі їх неспроможності забезпечити ефективну дію інституційної структури, що проявляється в розвитку ринку цінних паперів загалом, ці інститути необхідно вдосконалити за рахунок модернізації, трансформації та реструктуризації.

Розбудову інфраструктури ринку цінних паперів України характеризують кількістю інституцій (інститутів спільного інвестування (ІСІ), компаній з управління активами (КУА), фондових бірж, торговців цінними паперами, зберігачів, депозитаріїв тощо) та видами фінансових послуг, котрі вони надають.

Ключова роль у торгівлі фінансовими активами належить фінансовим посередникам. Найчисленнішими з них є ІСІ – 1131 на кінець 2016 р. При цьому налічувалося 300 КУА та 302 торговці цінними паперами [24] (рис. 2).

Сьогодні на одну КУА в середньому припадає 3,77 ІСІ – небагато з огляду на те, що дохід КУА формується передусім за рахунок винагороди ІСІ,

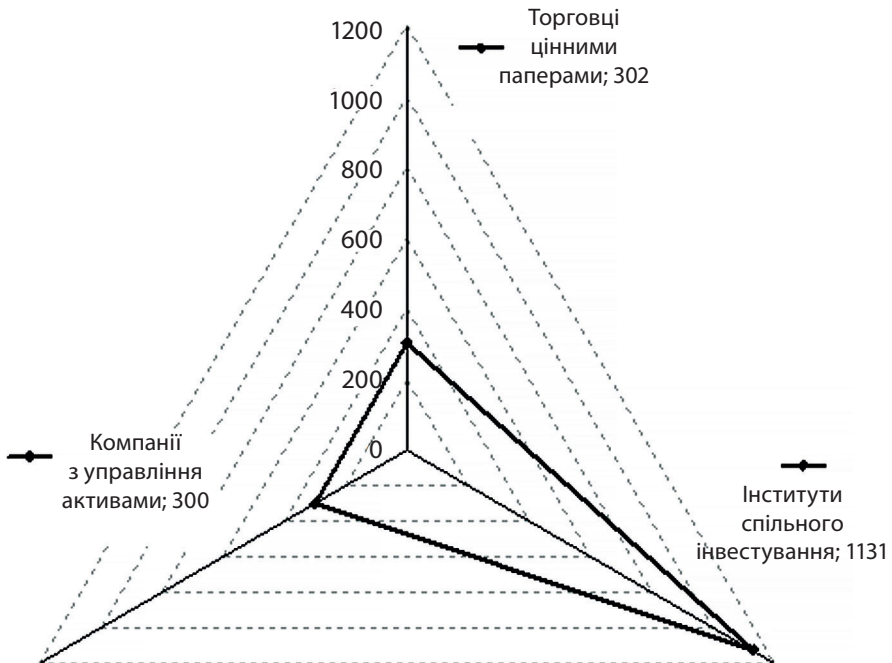


Рис. 2. Фінансові посередники на ринку цінних паперів України у 2016 р.

Побудовано за даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<https://www.nssmc.gov.ua/>).

котрі перебувають в її управлінні. Тому зменшення кількості КУА на ринку паралельно зі збільшенням числа ІСІ в майбутньому не розглядається нами як негативний факт, а радше як укрупнення ринку та його очищення від дрібних, неефективних КУА.

Станом на кінець 2016 р. в Україні зареєстровано дев'ять організаторів торгів на ринку цінних паперів. При цьому консолідація торгівлі цінними паперами спостерігалася на двох фондових біржах – “Перспективі” й ПФТС (97,62 % вартості біржових контрактів), відповідно, частка інших семи бірж у загальному обсязі торгів із фінансовими активами дорівнювала лише 3 % [24]. Вважаємо, що потреба в існуванні восьми бірж є незначною, враховуючи високу частку позабіржового ринку, котра, за даними НКЦПФР, становить понад 73 % всіх операцій на ринку цінних паперів. Сьогодні позабіржовий ринок і далі переважає за обсягом операцій із фінансовими активами, що пояснюється меншими трансакційними витратами, нижчим рівнем регулювання, специфічністю потреб споживачів послуг тощо.

Гарантом ефективного й прозорого обігу цінних паперів та обов'язковим елементом організації сучасного ринку таких паперів в Україні є депозитарна система. Її належне функціонування є запорукою реалізації принципів справедливості щодо цін на інвестиційні ресурси. На кінець 2016 р. 232 депозитарні установи мали ліцензії на провадження професійної діяльності на ринку цінних паперів. Наявність у нашій державі однорівневої депозитарної системи не є підставою вважати останню централізованою. Історично депозитарна, розрахункова, клірингова системи, як і решта складових інфраструктури ринку цінних паперів, мають бути природним продовженням розвитку біржових технологій. Проте в Україні все відбувалося навпаки, тому централізація депозитарної системи в умовах біржової дефрагментації (рис. 3) не дає очікуваних позитивних результатів. Елементами облікової інфраструктури ринку цінних паперів виступають Центральний депозитарій і ПАТ “Розрахунковий центр”, що наразі не провадить клірингову діяльність у повному її розумінні, хоча є єдиною установою в Україні, що має ліцензію на неї [25].

Ринок цінних паперів важко уявити без основних фінансових посередників (інфраструктурних учасників): торговців цінними паперами (брокерів, дилерів, андеррайтерів), КУА, інвестиційних фондів тощо. Торгівля фінансовими активами може здійснюватись як на фондовій біржі, так і на позабіржовому ринку. Надзвичайно важливим є інформаційне забезпечення діяльності таких посередників, чиїми клієнтами є фізичні та юридичні особи, котрим бракує фінансової грамотності й практики торгівлі фінансовими активами. Зазначене актуалізує потребу в специфічному за змістом і способами реалізації, повному та якісному інформаційному забезпеченні, без якого операції із фінансовими активами будуть схожі на купівлю-продаж kota в мішку.

Значну роль в такому забезпеченні ринку цінних паперів в Україні відіграють чотири інформаційні агентства: “Укрінформ”, “УНІАН”, “Інтерфакс-Україна”, “РБК-Україна”. Крім них, зареєстровані й функціонують п'ять вітчизняних рейтингових агентств, чия діяльність регламентується законами

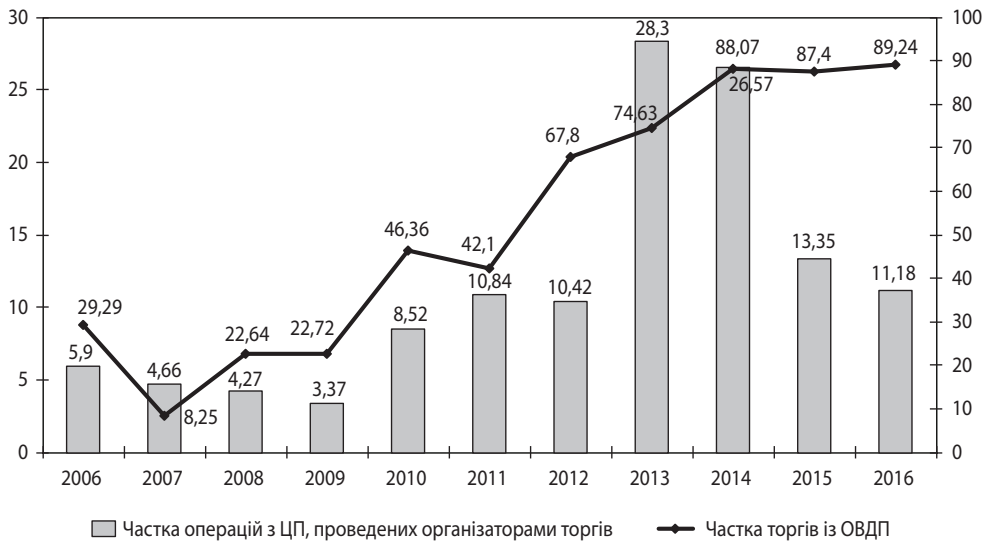


Рис. 3. Частка біржового ринку в загальному обсязі торгів і торгів із ОВДП на ринку цінних паперів України у 2006–2016 рр., %

Побудовано за даними Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку (<https://www.nssmc.gov.ua/>).

“Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні” та “Про цінні папери та фондовий ринок”, а саме: товариства з обмеженою відповідальністю “Рейтингове агентство “ІВІ-Рейтинг””, “Рюрік”, “Рейтингове агентство “Експерт-рейтинг””, “Кредит-Рейтинг”, “Рейтингове агентство “Стандарт-рейтинг””, а також три визнані міжнародні структури – Fitch Ratings, Moody’s Investors Service, Standard and Poor’s. Їх кількість практично дорівнює числу рейтингових інституцій США, проте якість наданих ними послуг на вітчизняному ринку є незадовільною. З одного боку, велика кількість рейтингових агентств на вітчизняному ринку цінних паперів корисна для споживача фінансової послуги, оскільки він може обирати цінову пропозицію, що впливає на стабілізацію цін на рейтингові послуги. З другого – попит на послуги рейтингових агентств не великий, тому боротьба рейтингових компаній за клієнта призводить до погіршення кредитної якості оцінки емітентів цінних паперів. Безперечно, висока конкуренція паралельно з низьким попитом на рейтингові послуги збільшує ризики погіршення якості рейтингових досліджень. Деякі компанії намагаються конкурувати шляхом невинного прискорення рейтингових процедур, зменшення обсягу даних, котрі вимагаються від клієнтів при проведенні процедури рейтингування, а в окремих випадках – і за рахунок завищення рівня кредитного рейтингу. Наступна проблема полягає в низькій якості клієнтів рейтингових агентств, особливо за контрактними рейтингами, які намагаються зробити свій бізнес привабливішим завдяки отриманню високого рейтингу [26].

Для успішного інформаційно-аналітичного забезпечення ринку цінних паперів необхідне виконання трьох базових умов: 1) сформованість “ринкового замовлення”; 2) відповідний технічний рівень; 3) належний освітньо-кваліфікаційний рівень учасників ринку цінних паперів. Інвестори адекватно оцінюють як можливість одержання прибутку, так і ймовірність збитку від торговельних операцій із фінансовими активами, проте вони неодмінно повинні бути впевнені в тому, що результати їхньої діяльності, хоч би якими вони були, є наслідком прийнятих ними рішень, а не браку інформації.

Підсумовуючи викладене, доходимо таких висновків:

1. Глобалізація ринку цінних паперів і вплив світових фінансових криз актуалізували новий напрям розвитку фінансових відносин, розширення категоріального апарату фінансової науки та появу термінів “інфраструктура ринку цінних паперів”, “архітектоніка інфраструктури” та ін.

2. У теорії фінансів “архітектоніка інфраструктури ринку цінних паперів” є новою категорією, котра характеризує специфіку побудови цього ринку й закономірності формування його інфраструктурних елементів.

3. З огляду на глобалізацію фінансового ринку та інтеграцію вітчизняного ринку цінних паперів у світовий фінансовий простір, інфраструктуру ринку цінних паперів слід розглядати як сукупність не лише інституцій (організаційний каркас), а й інститутів (інституційний каркас), що визначають організацію такого ринку та використовуються в процесі регламентації діяльності його учасників.

4. Системність інституцій інфраструктури ринку цінних паперів, що взаємопов’язані та не можуть функціонувати ізольовано одна від одної, допомагає реалізації основної мети – створенню організаційно-економічних умов для ефективного розвитку ринку. В результаті їх взаємодії виникає ефект, котрий можна визначити як оптимізацію руху фінансових ресурсів для досягнення відповідності між суспільними потребами у фінансових ресурсах і здатністю ринку цінних паперів задовольнити їх у необхідних обсягах. Це, у свою чергу, сприяє мінімізації витрат, завдяки чому інфраструктура забезпечує ефективність зазначеного ринку, причому через конкретні механізми й певною мірою, які властиві лише йому.

5. Формування інфраструктури ринку цінних паперів спричинене його розвитком і вдосконаленням та покликане обслуговувати інтереси учасників ринку й забезпечувати виконання угод із фінансовими активами з оптимально допустимим рівнем ризику; постачання фінансових активів покупцю з перереєстрацією прав власності в обумовлений договором термін, а також своєчасне проведення оплати; облік і зберігання фінансових активів; управління фінансовими активами клієнтів; повне інформування учасників ринку про його стан. Перелічене сприяє зменшенню трансакційних витрат щодо обігу фінансових активів та оптимальному розподілу ризиків між його учасниками.

6. У країнах із розвинутою економікою ринок цінних паперів утворюється еволюційним шляхом, отже, є продуктом розвитку загальноринкової систе-

ми, де інтереси учасників, що узгоджуються протягом тривалого часу, є достатньою мірою збалансованими й гармонійними. Натомість вітчизняний ринок цінних паперів є наслідком трансформаційного процесу, тому збалансованість і гармонійність як якісні характеристики перебувають на початкових стадіях. У зв'язку з цим інституційний та організаційний каркаси інфраструктури цього ринку характеризуються недосконалою конструкцією, що породжує проблеми функціонування всієї інфраструктури та деформує її вплив на результативність розвитку ринку цінних паперів загалом.

Список використаних джерел

1. Фінансова інфраструктура України: стан, проблеми та перспективи розвитку / В. Опарін та ін. ; за заг. ред. В. Опаріна, В. Федосова. Київ : КНЕУ, 2016. 695 с.
2. Фондовий ринок : у 2 кн. Кн. 1 / В. Д. Базилевич та ін. ; Київ. нац. ун-т ім. Т. Шевченка ; за ред. В. Д. Базилевича. Київ : Знання, 2015. 621 с.
3. Гапонюк М. А. Інфраструктура фондового ринку України: проблемні питання та перспективи розвитку. *Збірник праць Національного університету державної податкової служби України*. 2010. № 2. С. 36–44.
4. Брегеда О. А. Ринок небанківських фінансово-кредитних установ в Україні: сучасний стан та тенденції розвитку. *Фінанси, облік і аудит*. 2011. Вип. 17. С. 24–31.
5. Головка А. Т., Лаптев С. М., Кабанов В. Г. Ринки фінансових інструментів та їх інфраструктура. Київ : Ун-т економіки та права “КРОК”, 2009. 560 с.
6. Дробязко А. Інфраструктура банківського сектору: питання визначення, структуризації та розвитку. *Вісник Національного банку України*. 2012. № 7. С. 14–17.
7. Фінансовий сектор України в системі забезпечення інноваційного економічного зростання / О. М. Іваницька та ін. *Фінансова система національної економіки: проблеми розвитку та управління змінами*: у 3 т. Т. 1. / за заг. ред. Т. І. Єфименко ; ДНУ “Акад. фін. упр.”. Київ, 2012. С. 317–418.
8. Іваницька О. М. Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури. Київ : Вид-во НАДУ, 2005. 276 с.
9. Коваленко Ю. М. Інституціалізація фінансового сектору економіки / Нац. ун-т Державної податкової служби України. Ірпінь, 2013. 608 с.
10. Коробка Р. В. Розвиток інфраструктури фондового ринку як складової фінансової системи України : дис. ... канд. екон. наук : 08.00.08 / Коробка Ростислав Васильович. Суми, 2013. 189 с.
11. Науменкова С. В., Міщенко С. В. Розвиток фінансового сектору України в умовах формування нової фінансової архітектури. Київ : Ун-т банк. справи НБУ ; ЦНД НБУ, 2009. 384 с.
12. Рекуненко І. І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку. Суми : УАБС НБУ, 2013. 411 с.
13. Кант І. Критика чистого розуму / пер. з нім. і приміт. І. Бурковського. Київ : Юніверс, 2000. 504 с.
14. Мацук З. А. Інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів: організаційний аспект. *Економічний розвиток і спадщина Семена Кузнеця* : зб. матер. Міжнар. наук. конф. ХНУ, 1–2 черв. 2017 р. Харків, 2017. С. 140–143.
15. Інновації у фінансовій сфері / В. М. Опарін та ін. ; за заг. ред. В. М. Опаріна. Київ : КНЕУ, 2013. 444 с.

16. Економічна енциклопедія : У 3 т. Т. 3 / редкол.: С. В. Мочерний (відп. ред.) та ін. Київ : Академія, 2002. 952 с.
17. Shah A., Thomas S. Securities Markets Infrastructure for Small Countries : Mimeo / World Bank. 2001. URL: https://www.researchgate.net/publication/2361053_Securities_Market_Infrastructure_for_Small_Countries.
18. Soros G. The Alchemy of Finance. Wiley, NY. 1994. URL: <http://www.books.mec.biz/tmp/pics/Q2CHGQTHLK4XKEC4NF3FHRFO1Z37T4.pdf>.
19. Matsuk Z. Insider information in the stock market: Speculative effect. *Economic Annals-XXI*. 2015. No. 7-8 (1). P. 90–93.
20. Securities Exchange Act of 1934, Section 10 (B): Position Limits and Position Accountability for Security-Based Swaps and Large Trader Reporting. URL: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.
21. Ценные бумаги / под ред. В. И. Колесникова. М. : Финансы и статистика, 1998. 329 с.
22. Инишаков О. В. Факторы и функции человеческого бытия: обретение новой меры : препринт # WR/ 2001/01. Волгоград : Изд-во ВолГУ, 2001. 70 с.
23. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / пер. с англ. А. Н. Нестеренко. М. : ФЭК “Начала”, 1997. 180 с.
24. Річний звіт НКЦПФР за 2016 рік / Нац. комісія з цінних паперів та фондового ринку. URL: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktsprf-za-2016-rk/>.
25. Антонов С., Шишков С. Фінансова інфраструктура: проблеми недорозвитку. *Дзеркало тижня. Україна*. 2014. № 30. URL: https://gazeta.dt.ua/finances/finansova-infrastruktura-problemi-nedorozvitku_.html.
26. Брус С. І. Ринок рейтингових послуг в Україні: реалії та вектори розвитку. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2014. С. 85–87.

References

1. Oparin, V., Fedosov, V. (Eds.). (2016). *Finansova infrastruktura Ukrayiny: stan, problemy ta perspektyvy rozvytku* [Financial infrastructure of Ukraine: state, problems and prospects of development]. Ky'iv: KNEU [in Ukrainian].
2. Bazy'levy'ch, V. D. (Ed.). (2015). *Fondovy'j ry'nok* [Stock Market]. (Vol. 1). Ky'iv: Znannya [in Ukrainian].
3. Haponyuk, M. A. (2010). *Infrastruktura fondovoho ry'ngu Ukrayiny: problemni pytannya ta perspektyvy rozvytku* [Infrastructure of the Ukrainian stock market: problem issues and development prospects]. *Zbirny'k prac' Nacional'noho universytetu derzhavnoyi podatkovoyi sluzhby Ukrayiny* [Collection of works of the National University of State Tax Service of Ukraine], 2, 36–44 [in Ukrainian].
4. Breheda, O. A. (2011). *Ry'nok nebankivs'ky'kh finansovo-kredy'ny'kh ustanov v Ukrayini: suchasny'j stan ta tendencyi rozvytku* [The market of non-bank financial and credit institutions in Ukraine: the current state and trends of development]. *Finansy, oblik i audy't* [Finance, accounting and auditing], 17, 24–31 [in Ukrainian].
5. Holovko, A. T., Lapytev, S. M. & Kabanov, V. H. (2009). *Ry'ny'k finansovy'kh instrumentiv ta yikh infrastruktura* [Markets of financial instruments and their infrastructure]. Ky'iv: Universytet ekonomiky ta prava “KROK” [in Ukrainian].
6. Drobyazko, A. (2012). *Infrastruktura bankivs'koho sektoru: pytannya vy'znachennya, strukturyzatsiyi ta rozvytku* [Infrastructure of the banking sector: issues of definition,

structuring and development]. *Visnyk Nacional'noho banku Ukrainy* [Bulletin of the National Bank of Ukraine], 7, 14–17 [in Ukrainian].

7. Ivanyč'ka, O. M. et al. (2012). Finansovyj sektor Ukrainy v sy'stemi zabezpechennya innovacijnoho ekonomichnoho zrostantannya [Financial sector of Ukraine in the system of providing innovative economic growth]. In T. I. Yefy'menko (Ed.). *Finansova sy'stema nacional'noyi ekonomiky: problemy rozvytku ta upravlinnya zminamy* [The financial system of the national economy: problems of development and change management]. (Vol. 1, pp. 317–418). Ky'yiv: DNU "Akademiya finansovoho upravlinnya" [in Ukrainian].

8. Ivanyč'ka, O. M. (2005). *Derzhavne rehulyuvannya rozvytku finansovoyi infrastruktury* [State regulation of financial infrastructure development]. Ky'yiv: Vy'davnytstvo NADU [in Ukrainian].

9. Kovalenko, Yu. M. (2013). *Instytucionalizatsiya finansovoho sektoru ekonomiky* [Institutionalization of the financial sector of the economy]. Irpin: Nacional'nyj universytet Derzhavnogo podatkovoyi sluzhby Ukrainy [in Ukrainian].

10. Korobka, R. V. (2013). *Rozvytok infrastruktury fondovoho rynku yak skladovoyi finansovoyi sy'stemy Ukrainy* [Development of the stock market infrastructure as part of the financial system of Ukraine]. (Master's thesis). Sumy [in Ukrainian].

11. Naumenkova, S. V., Mishhenko, S. V. (2009). *Rozvytok finansovoho sektoru Ukrainy v umovakh formuvannya novoyi finansovoyi arkhitektury* [Development of the financial sector of Ukraine in the conditions of the formation of a new financial architecture]. Ky'yiv: Universytet bankivskoyi spravy NBU; CND NBU [in Ukrainian].

12. Rekunenko, I. I. (2013). *Infrastruktura finansovoho rynku Ukrainy: suchasny stan ta perspektyvy rozvytku* [Infrastructure of the financial market of Ukraine: the current state and prospects of development]. Sumy: UABS NBU [in Ukrainian].

13. Kant, I. (2000). *Krytyka chystoho rozumu* [Critique of Pure Reason]. Ky'yiv: Yunivers [in Ukrainian].

14. Macuk, Z. A. (2017). Infrastrukturne zabezpechennya rynku cinnikh papieriv: orhanizatsiynyj aspekt [Infrastructure security of the securities market: the organizational aspect]. In *Ekonomichnyj rozvytok i spadshchyna Semen Kuznetsya* [Economic development and heritage of Semen Kuznets] (pp. 140–143). Kharkiv [in Ukrainian].

15. Oparin, V. M. (Ed.). (2013). *Innovatsiyi u finansovij sferi* [Innovations in the financial sector]. Ky'yiv: KNEU [in Ukrainian].

16. Mochernyj, S. V. (Ed.). (2002). *Ekonomichna encyklopediya* [Economic encyclopedia]. (Vol. 3). Ky'yiv: Akademiya [in Ukrainian].

17. Shah, A., Thomas, S. (2001). *Securities Markets Infrastructure for Small Countries: Mimeo*. World Bank. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/2361053_Securities_Market_Infrastructure_for_Small_Countries.

18. Soros, G. (1994). *The Alchemy of Finance*. New York: Wiley. Retrieved from <http://www.books.mec.biz/tmp/pics/Q2CHGQTHLK4XKEC4NF3FHRFO1Z37T4.pdf>.

19. Matsuk, Z. (2015). Insider information in the stock market: Speculative effect. *Economic Annals-XXI*, 7-8 (1), 90–93.

20. U.S. Securities Exchange Commission. (n. d.). *Securities Exchange Act of 1934, Section 10 (B): Position Limits and Position Accountability for Security-Based Swaps and Large Trader Reporting*. Retrieved from <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

21. Kolesnikov, V. I. (Ed.). (1998). *Cenny'e bumagi* [Securities]. Moscow: Finansy i statistika [in Russian].

22. Inshakov, O. V. (2001). *Faktyr' i funkci chelovecheskogo by'tiya: obretenie novoj mery'* [Factors and functions of human existence: the acquisition of a new measure]. Volgograd: Izdatel'stvo VolGU [in Russian].

23. North, D. (1997). *Instituty, institucional'ny'e izmenenie i funkcionirovanie e'konomiki* [Institutions, institutional change and economic performance]. Moscow: FE'K "Nachala" [in Russian].

24. National Securities and Stock Market Commission of Ukraine. (n. d.). *Richny'j zvit NKCPFR za 2016 rik* [Annual Report 2016]. Retrieved from <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtechniy-zvt-nktspr-za-2016-rk/> [in Ukrainian].

25. Antonov, S., Shy'shkov, S. (2014, August 29). Finansova infrastruktura: problemy nedorozvy'tku [Financial infrastructure: problems of underdevelopment]. *Dzerkalo ty'zhnya* [Mirror of the week], 30. Retrieved from <https://gazeta.dt.ua/finances/finansova-infrastruktura-problemi-nedorozvitku-.html> [in Ukrainian].

26. Brus, S. I. (2014). Ry'nok rejty'nhovy'kh posluh v Ukrayini: realiyi ta vektory rozvy'tku [Market rating services in Ukraine: realities and development vectors]. *Visny'k Instytutu ekonomiky' ta prohnozuvannya* [Bulletin of Institute for Economic Forecasting], pp. 85–87 [in Ukrainian].