

УДК 336.7

Радзівєвська Вікторія Миколаївна,

канд. екон. наук, доц., доцент кафедри фінансові ринки,
ДВНЗ «КНЕУ імені Вадима Гетьмана»
(03680, Україна, Київ, проспект Перемоги, 54/1)
E-mail: 5vitaua@ukr.net

ІНФРАСТРУКТУРНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ З УРАХУВАННЯМ СКЛАДНОСТІ СИСТЕМИ

АНОТАЦІЯ. Розвиток сучасних фондових ринків є пов'язаним з двома основними питаннями: з одного боку — необхідністю розвитку реального сектору економіки; з іншого — готовністю інвестора «розстатися» з грошовими коштами. Ускладнення проблем розвитку, в свою чергу, низходить до питання інфраструктурного забезпечення фондового ринку. В останнє десятиріччя чітко розділилися дві складові такого інфраструктурного забезпечення, а саме виділилися його торговельна та післяторговельна складові. Причому остання є невідривно пов'язаною з темпами інформаціоналізації, технологізації, комп'ютеризації економік країн.

Рівень взаємозалежності самих ринків як у вертикальній, так і у горизонтальній площині стає все тіснішим.

Великий вплив на подальший розвиток фондових ринків країн справила світова фінансова криза 2007—2010 рр.. Для фондових ринків країн, економіки яких стоять на шляху свого розвитку, вплив такого чинника має підвищений ефект, що зростає під впливом додаткових внутрішніх чинників.

При проведенні дослідження важливими є основні характеристики фондового ринку, рівня його інфраструктурного забезпечення для окремої країни та кореляційні зв'язки, що можуть виникати з аналогічними показниками фондових ринків інших країн світу.

Цінність отриманих результатів пов'язана, перш за все, з можливістю подальшого використання комплексного підходу при аналізі сучасного стану фондового ринку окремо взятої країни, його інфраструктури та визначення на основі цього аналізу подальших шляхів розвитку з урахуванням змінності як зовнішніх, так і внутрішніх чинників впливу. В подальших дослідженнях розвиток даного напрямку вбачається в можливості побудови прогнозної моделі складних систем, якими є фондові ринки, з урахуванням існуючих взаємозалежностей зовнішніх чинників і внутрішніх показників рівня розвитку інфраструктурного забезпечення.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: ринок цінних паперів (фондовий ринок), інфраструктурне забезпечення, трансакційні видатки.

Постановка проблеми та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Розвиток сучасних фондових ринків є пов'язаним з двома основними питаннями: з одного боку — необхідністю розвитку реального сектору економіки; з іншого —

готовністю інвестора «розстатися» з грошовими коштами. Ускладнення проблем розвитку, в свою чергу, низходить до питання інфраструктурного забезпечення фондового ринку.

В останнє десятиріччя чітко розділилися дві складові такого інфраструктурного забезпечення, а саме виділилися його торговельна та післяторговельна складові. Причому остання є невідривно пов'язаною з темпами інформаціоналізації, технологізації, комп'ютеризації економік країн.

Великий вплив на подальший розвиток фондових ринків країн справила світова фінансова криза 2007—2010 рр. Для фондових ринків країн, економіки яких стоять на шляху свого розвитку, вплив такого чинника має підвищений ефект, що зростає під впливом додаткових внутрішніх чинників.

Процеси інтернаціоналізації і глобалізації вплинули на підвищення рівня взаємозалежності як по відношенню до економік країн, так і до їх фінансових і фондових ринків.

З усього наведеного випливає необхідність розгляду основних чинників впливу розвитку ринків цінних паперів, включаючи умови їх інфраструктурного забезпечення. Розгляд самих ринків доцільно проводити за основними складовими елементами, з урахуванням принципів їх взаємодії під впливом визначених чинників.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. У нерівномірному розвитку ринків цінних паперів у світі можна визначити кілька етапів, що будуть характеризуватись відмінними показниками динаміки, обсягу, структури фінансових потоків, що були здійснені через механізми цих ринків [1]. Рівень взаємозалежності економік країн світу на початку ХХІ ст. досяг суттєвого рівня. Про це можна судити з співвідношення сумарного обсягу прямих іноземних інвестицій до світового ВВП. З 1870 р. до 1914 рр. спостерігалось зростання з 7 % до 20 %. Потім під впливом кризових наслідків у 1930 році відбулося скорочення до 8 %. У період з 1945 року і до 1980 року співвідношення зросло до 18 % і у 1995 році вже становило 57 %. Судити про «причетність» до цього факту світових фондових ринків можна з показника співвідношення капіталізації світового ринку акцій до світового ВВП. На початок ХХІ сторіччя воно становило 118 % проти 56 % у 1913 році [1, с. 101].

Основні етапи розвитку ринків цінних паперів у світі певним чином співпадають із зазначеними вище показниками співвідно-

шення, що змінювалися періодично. Так, перший етап (1860—1914 рр.) у більшості джерел визначається як період бурхливого росту фондових ринків. Другий етап (1920—1945 рр.) пов'язаний з порушенням встановлених зв'язків у світовому господарському просторі, розпадом самого світового фондового ринку. Третій етап (1945—1972 рр.) характеризується такими домовленостями як Бретон-Вудська угода 1944 р., що визначила розвиток валютно-фінансових відносин у повоєнні роки. І останній, четвертий етап (починаючи з 1973 року), визначається кардинальними змінами на національних фондових ринках, зокрема, і світовому фінансовому просторі, загалом [1, с. 102—114].

Процеси інтернаціоналізації і глобалізації, розпочаті в період 70-х — першої половини 90-х років політикою дерегулювання та лібералізації, сприяли розширенню обсягу операцій на них і вільному руху капіталів між країнами. Лібералізація руху капіталу сприяла оптимізації міжнародного перерозподілу капіталу, зробило держави незалежними від обсягів власних інвестиційних ресурсів [2, с. 39], але і додало зовнішніх чинників впливу на нестабільність самих фондових ринків.

Сучасні фінансові ринки, загалом, і ринки цінних паперів, зокрема, відзначаються процесами модернізації в усіх аспектах їх функціонування — правовому, інституційному та технологічному. Основними глобальними тенденціями їх розвитку в післякризовий період (з 2010 року і до сьогоднішнього дня) лишаються:

- створення глобальних торговельних і розрахунково-клірингових систем для обслуговування світової торгівлі;
- використання новітніх інформаційних і фінансових технологій;
- універсалізація діяльності фінансових установ (як банківських, так і небанківських), унаслідок чого на перший план виходить питання якості, швидкості та мінімального ризику при здійсненні і забезпеченні операцій з цінними паперами;
- зростання ролі інституційних інвесторів;
- комерціалізація центральних ринкових інституцій;
- консолідація корпоративованих інституцій інфраструктури ринків цінних паперів, а також органів державного регулювання [3, с. 496—497].

Фондові ринки можуть бути розглянуті як складні системи, що здатні до самоорганізації з врахуванням як мікро-, так і макроекономічних чинників в умовах глобального фінансового сере-

довища [4]. При виявленні реальних чинників, що впливають на функціонування економічної системи, складні взаємозв'язки між ними потребують математичної обробки. За висловом Рональда Г. Коуза, їх активне застосування може призвести до розуміння принципів функціонування реальної економічної системи [5, с. 351].

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується стаття. При проведенні дослідження важливими є основні характеристики фондового ринку, рівня його інфраструктурного забезпечення для окремої країни та кореляційні зв'язки, що можуть виникати з аналогічними показниками фондових ринків інших країн світу. Важливо враховувати додаткові чинники впливу, що виникають у рамках світового фінансового простору. Так, при оцінці рівня інфраструктурного забезпечення операцій з цінними паперами на світовому рівні необхідно враховувати забезпечуючи складову при проведенні міжнародних розрахунків, рівень відповідних трансакційних видатків.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Розгляд основних анасованих питань потребує виділення кола пов'язаних елементів як самої системи (ринку цінних паперів і його інфраструктури), так і чинників впливу (внутрішніх і зовнішніх).

Забезпечення вільного руху капіталу є можливим за сучасних інтеграційних умов. Розуміння засад процесів глобальної світової інтеграції має дві частини: з точки зору історії цього процесу з врахуванням принципів збереження фінансової стабільності та з позиції опису самої архітектури (ринків, інститутів і інфраструктури) [6].

Рівень взаємозалежності національних фондових ринків як у вертикальній, так і у горизонтальній площині стає все тіснішим. Про це свідчать, наприклад, такі показники. Так, за даними Банка міжнародних розрахунків, рівень кореляції процентних ставок за довгостроковими фінансовими активами ринку США і Німеччини на протязі 1985—1996 років становив 0,61 — 0,81, США та Японії — 0,52 — 0,67 [1, с. 120].

Зв'язок у русі цін цінних паперів визначається інформаційною прозорістю національних фондових ринків, новітніми інформаційними технологіями, суттєвим обсягом транскордонних операцій з цінними паперами, зростаючою роллю інституційних інвес-

торів, відкритістю національних ринків. Сприяли цьому процесу і науково-технічний прогрес, інфраструктурні зміни на національних фондових ринках. Це додало нових можливостей для залучення ширшого кола інвесторів, у тому числі і іноземних, а також висунуло нові вимоги до забезпечення функціонування ринків цінних паперів на національному, так і міжнародному рівні.

Зазначений принцип взаємозалежності має відношення і до того впливу, що справляють самі фондові ринки на формування світової господарської кон'юнктури, валютно-фінансові відносини, розподіл фінансових ресурсів у світі та перспективи світового розвитку загалом.

Розвиток індустрії обслуговування ринків цінних паперів залишається під впливом процесів глобалізації, інформаціоналізації, технологізації та консолідації. Це дуже динамічний процес, ефективність якого безпосередньо залежить від здатності фінансових установ з метою підвищення операційної ефективності досліджувати нові шляхи зниження витрат. З ростом обсягів операцій, складнішого процесу клірингу, інших чинників (включаючи нетипові для фінансових систем додаткові ризики) необхідно звернути більшу увагу на питання оптимізації післяторговельного обслуговування в усьому світі. Особливої уваги в світлі інтеграційних процесів вимагають саме транскордонні трансакційні видатки, що майже в сім разів перевищують трансакційні видатки, що супроводжують проведення операцій на національному рівні [7, с. 552]. Це стосується, перш за все, практики розрахунків у межах Європейського Союзу. Лишається питанням рівень таких видатків для країн пострадянського простору, особливо з точки зору розрахунку саме транскордонних трансакційних видатків. Наприклад, для української практики цей рівень видатків напряду буде залежати від схеми, що використовується для забезпечення руху капіталу.

Інфраструктура фондового ринку є важливим елементом забезпечення його функціонування. Рівень її розвитку демонструє готовність самого ринку ефективно виконувати свої функції в забезпеченні руху фінансових ресурсів і ефективній дії на економіку країни.

Дуже часто в фінансовій літературі при представленні інформації щодо здійснення правочинів з цінними паперами пропонується для врахування дві протилежні сторони — покупець і продавець цінних паперів. Але з урахуванням класичного тлумачення поняття «операція з цінними паперами» виникає розумін-

ня, що це процес, що потребує забезпечуючих елементів в його здійсненні [7]. Такими забезпечуючими елементами є таргівельна та післяторговельна інфраструктури ринку цінних паперів. Питання торговельного обслуговування у порівнянні з післяторговельним вбачається більш очевидним з точки зору його складових, наявних ризиків і видатків. Питання післяторговельного обслуговування є складнішим з точки зору врахування зазначених чинників.

Коли відбувається торгова операція, завжди буде присутній пов'язаний з нею процес розрахунків. Цей процес включає в себе декілька процедур, від метчінгу до інструкцій з розрахунку. Кліринг може бути описаний як процес метчінгу та запису трансакцій, що передує розрахунку по цих трансакціях. Кліринговий дім є організацією, яка має справу з логістикою цього процесу. Функція клірингу є ключовою з точки зору управління ризиками та надійності для біржі. Вона надає механізм для моніторингу торгових операцій та, там де клірингова організація надає клірингову можливість центральному контрагенту, надає гарантію контрагенту, який продає та купує, видаляючи цим самим такий ризик. Основною роллю центрального клірингового контрагента є управління ризиками. Кліринговий дім досягає цієї задачі шляхом використання різних технік для управління ризиками, яким піддаються її члени. Використання маржі як інструмента з управління ризиками вимагає від членів надавати гарантійне забезпечення згідно з вимогою до депозиту, що задумано для захисту клірингового дому від неплатежів, спричинених значними коливаннями у ціні інструмента або інструментів. Таке використання маржі відбувається у поєднанні з вимогами, які пред'являються членам, що дає можливість встановлення неплатежу або компенсаційного фонду.

Центральний депозитарій цінних паперів (CSD) у країні, відомий як внутрішній центральний депозитарій цінних паперів, часто має зв'язки з іншими центральними депозитаріями, з метою отримання спрощеного доступу до можливостей міжнародних розрахунків та зберігання цінних паперів.

Існують також міжнародні центральні депозитарії цінних паперів (ICSDs), та знову ж місцеві та внутрішні Центральні депозитарії можуть мати зв'язки з ICSDs і навпаки. Міжнародні Центральні депозитарії є організаціями, прикладом яких є Євроклір і Клірстрім, які розпочали життя як постачальники послуг з

розрахунку та депозитарних послуг для облігацій, що знаходяться у міжнародній торгівлі. Сьогодні ця роль значно розширилася, і табл. 1 підсумовує різницю між ICSDs і CSDs.

Таблиця 1

РІЗНИЦІ МІЖ ICSDS ТА CSDS

Міжнародні Центральні депозитарії	Центральні депозитарії
Міжнародна клієнтська база Все цінні папери Розрахунки Зберігання Управління забезпеченням Казначейство та інші послуги Кредитування цінних паперів Покриття міжнародної діяльності	Місцева клієнтська база Місцеві цінні папери Розрахунки Деякі додаткові послуги Фондове кредитування Покриття внутрішньої діяльності

Джерело: [8, с. 22]

Сталось багато змін, і не тільки відносно послуг та ролі Центральних депозитаріїв, але й у тому, як саме відбуваються зв'язки та об'єднання. Клірстрім є основним прикладом нового мислення та стратегії. Спочатку він був одним з міжнародних депозитаріїв, потім мав назву Cedel банк, сьогодні Клірстрім пов'язаний з Deutsche Boerse, біржею деривативів Eurex і кліринговими палатами ринків. Ця, так звана вертикальна вежа, об'єднує ринок, кліринг і депозитарій, включаючи широкий спектр послуг із зберігання.

У питанні забезпечення процесів, у тому числі пов'язаних з обслуговуванням ринків цінних паперів, дуже часто забувають про один важливий елемент — персонал. Люди, процеси та системи — операційна команда безумовно потребує певні рівні ресурсів, щоб мати можливість управляти функцією клірингу та розрахунків. Для операційного менеджера ніщо з цього не є чітким і простим питанням. На сьогоднішніх фінансових ринках різноманіття інструментів в обороті та стратегій, що використовуються, означає, що організація повинна структуруватися не стільки на основі певних продуктних ліній, як це часто траплялося у минулому, скільки, скоріше за все, як гнучка, основана на багатьох продуктах одиниця. Серед ключових питань такі:

- знання продукту;
- можливості систем та їх надійність;

- управління даними;
- джерела інформації;
- розповсюдження інформації;
- обізнаність у ризиках;
- управління робочим потоком;
- клієнтські послуги;
- розвиток персоналу;
- розвиток бізнесу;
- управління змінами [8, с. 170—176].

Ці питання розташовані не в порядку їх важливості, їх вплив буде змінюватися залежно від організації. Однак, всі вони чітко будуть важливою задачею для операційного менеджера, та відношення їх до поточних і майбутніх процесів клірингу та розрахунків буде вкрай важливе для успіху бізнесу.

Всі види бізнесу мають потребу в політиці щодо відновлення діяльності після надзвичайних обставин. Операції, пов'язані з бізнесом на фінансових ринках, повинні вміти продовжувати працювати, або наслідки можуть скоротити чи навіть зупинити торгову діяльність. Так як це може бути варіант вибору «остання надія», то повинні бути в наявності адекватні процедури та можливості для забезпечення того, що функції роботи в критичному режимі будуть продовжуватися [8].

Висновки і перспективи подальших досліджень у даному напрямку. Цінність отриманих результатів може бути пов'язана, перш за все, з можливістю подальшого використання комплексного підходу при аналізі сучасного стану фондового ринку окремо взятої країни, його інфраструктури та визначення на основі цього аналізу подальших шляхів розвитку з урахуванням змінності як зовнішніх, так і внутрішніх чинників впливу. В подальших дослідженнях розвиток даного напрямку вбачається у можливості побудови прогнозовної моделі складних систем, якими є фондові ринки, з урахуванням існуючих взаємозалежностей зовнішніх чинників і внутрішніх показників рівня розвитку інфраструктурного забезпечення.

Бібліографічний список

1. Мировая экономика: глобальные тенденции за 100 лет / Под ред. И.С. Королева. — М.: Экономистъ, 2003. — 604 с.
2. *Леонов Д.А., Львовичкін С.В., Хоружий С.Г.* Ринок фінансових послуг: парадигма євроінтеграції: Монографія / За наук. Ред. В.М. Федосова — К.: УІРФР, 2008. — 848 с.

3. Головка А.Т. Ринки фінансових інструментів та їх інфраструктура: Монографія / Головка А.Т., Ляптев С.М., Кабанов В.Г. — К.: Університет економіки та права «КРОК», 2009. — 560 с.

4. Евстигнеев В. Р. Финансовый рынок в переходной экономике: инвестиционные стратегии, структурная организация, перспективы международной интеграции: Монография — М.: Эдиториал УРСС, 2000. — 240 с.

5. Природа фирмы: Пер. с англ. — М.: Дело, 2001. — 360 с.

6. Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure Editor-in-Chief: Gerard Caprio First edition, 2013. — 612 p.

7. Xavier Freixas, Philipp Hartmann, Colin Mayer. Handbook of European Financial Markets and Institutions: OXFORD Iniversity Press, 2012. — 752 p.

8. David Loader Clearing, Settlement and Custody: Elsevier Ltd, 2002. — 234 p.

References

1. Mirovaya ekonomika: globalnyie tendentsii za 100 let [World Economy: Global trends over 100 years] / Pod red. I.S. Koroleva. — М.: Ekonomist', 2003. — 604 s. [In Russian]

2. Leonov D.A., Lovochkin S.V., Khoruzhyi S.H. Rynok finansovykh posluh: paradyhma yevrointehratsii [Market in Financial Services: Paradigm of European integration]: Monohrafiia / Za nauk. Red. V.M. Fedosova — К.: UIRFR, 2008. — 848 s. [In Ukrainian]

3. Holovko A.T. Rynky finansovykh instrumentiv ta yikh infrastruktura [Markets in financial instruments and infrastructure]: Monohrafiia / Holovko A.T., Laptiev S.M., Kabanov V.H. — К.: Universytet ekonomiky ta prava «KROK», 2009. — 560 s. [In Ukrainian]

4. Evstigneev Vladimir Rubenovich Finansovyyi ryinok v perehodnoy ekonomike: investitsionnyie strategii, strukturnaya organizatsiya, perspektivy mezhdunarodnoy integratsii [Financial market in a transition economy: investment strategies, structural organization, the prospects of international integration]: М.: Editorial URSS, 2000. — 240 s. [In Russian]

5. Priroda firmyi [Nfture of the Firm] : Per. s angl. — М.: Delo, 2001. — 360 s. [In Russian]

6. Handbook of Key Global Financial Markets, Institutions, and Infrastructure Editor-in-Chief: Gerard Caprio First edition, 2013.

7. Xavier Freixas, Philipp Hartmann, Colin Mayer Handbook of European Financial Markets and Institutions: OXFORD Iniversity Press, 2012.

8. David Loader Clearing, Settlement and Custody: Elsevier Ltd, 2002.

Стаття надійшла до редакції 21 квітня 2014 р.

УДК 336.7

Радзиевская Виктория Николаевна,

канд. экон. наук, доц., доцент кафедры финансовых рынки,

ГВУЗ «КНЭУ имени Вадима Гетьмана»

(03680, Украина, Киев, проспект Победы, 54/1)

E-mail: 5vitaua@ukr.net

ИНФРАСТРУКТУРНОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ С УЧЁТОМ СЛОЖНОСТИ СИСТЕМЫ

АННОТАЦИЯ. Развитие современных фондовых рынков связано с двумя основными вопросами: с одной стороны — необходимостью развития реального сектора экономики; с другой — готовностью инвестора «растаться» со своими денежными средствами. Усложнение проблем развития, в свою очередь, нисходит к вопросу инфраструктурного обеспечения фондового рынка.

В последнее десятилетие четко разделились две составляющие такого инфраструктурного обеспечения, а именно, выделились его торговая и послеторговая составляющие. Причем последняя неотрывно связана с темпами информатизации, технологизации, компьютеризации экономик стран.

Уровень взаимозависимости самих рынков как в вертикальной, так и в горизонтальной плоскости становится все теснее.

Большое влияние на дальнейшее развитие фондовых рынков стран произвел мировой финансовый кризис 2007-2010 гг. Для фондовых рынков стран, экономики которых стоят на пути своего развития, влияние такого фактора имеет повышенный эффект, который возрастает под влиянием дополнительных внутренних факторов.

При проведении исследования важны основные характеристики фондового рынка, уровня его инфраструктурного обеспечения для отдельной страны и корреляционные связи, которые могут возникать с аналогичными показателями фондовых рынков других стран мира.

Ценность полученных результатов связана, прежде всего, с возможностью дальнейшего использования комплексного подхода при анализе современного состояния фондового рынка отдельно взятой страны, его инфраструктуры и определение на основе этого анализа дальнейших путей развития с учётом изменчивости как внешних, так и внутренних факторов влияния.

В дальнейших исследованиях развитие данного направления видится в возможности построения прогностной модели сложных систем, каковыми являются фондовые рынки, с учетом существующих взаимозависимостей внешних факторов и внутренних показателей уровня развития инфраструктурного обеспечения.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: рынок ценных бумаг (фондовый рынок), инфраструктурное обеспечение, транзакционные издержки.

UDC 336.7

Radziievska Viktoriia Nikolaevna,

Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor,
Associate Professor Department of Financial Markets,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman
(54/1, Prospect Peremogy, Kyiv, 03680, Ukraine)
E-mail: 5vitaua@ukr.net

INFRASTRUCTURE MAINTENANCE OF THE SECURITIES MARKET PERFORMANCE IN TERMS OF THE SYSTEM COMPLEXITY

ABSTRACT. The development of modern stock markets is connected with two main issues: on the one hand — the need to develop the real sector of the economy; on the other hand — the willingness of the investor «to part» with cash. The increasing complexity of problems, in its turn, comes down to the issue of infrastructural maintenance of the stock market.

In the last decade the two components of the infrastructural maintenance, such as trading and post-trading components, have been clearly separated. The latter is inseparably linked with the increasing impact of information and technologies on national economy development.

The level of interdependence of the markets themselves in both the vertical and horizontal plane is getting closer.

The further development of stock markets was greatly influenced by the global financial crisis in 2007-2010. For the stock markets of countries whose economies stand in the way of their development, the influence of this factor has an increased effect that is rising under the influence of other internal factors.

In this study the following are important: basic characteristics of the stock market, the level of its infrastructural maintenance for an individual country and correlations that may arise with those stock markets of other countries.

Value of the obtained results can be connected, first of all, with the possibility of using an integrated approach in the analysis of the current state of the stock market of a given country, its infrastructure and determining based on this analysis the further ways for development taking into account the variability of both external and internal impact factors.

In subsequent studies, the development of this trend is seen in the possibility of building a predictive model of complex systems, which are the stock markets, taking into account existing interdependencies of external factors and internal indicators of the development level of infrastructural maintenance.

KEY WORDS: securities market, infrastructure maintenance, transaction costs.