Іншим важливим аспектом дивідендної політики є забезпечення дієвого контролю за процесом фактичної сплати дивідендів до державного бюджету. Зокрема, як свідчить практика, одним з характерних порушень чинного законодавства у сфері дивідендної політики є ухилення від сплати дивідендів на підставі відсутності проведення загальних зборів акціонерів. Саме тому доцільним є розповсюдження контролю за реалізацією дивідендної політики з фактичного моменту отримання господарським товариством чистого прибутку за підсумками звітного року.

Для цього доцільно зобов'язати податкові органи при отриманні фінансової звітності за відповідний рік від господарських організацій, у статутному капіталі яких є державна частка, інформувати відповідні органи управління про фактичну наявність чистого прибутку.

На підстав цього відповідні органи управління, а також Міністерство економрозвитку повинні завести відповідний реєстр господарських організацій, у статутному капіталі яких є державна частка, та які отримали чистий прибуток як основу для відстеження подальшого процесу сплати дивідендів. Що стосується ведення зазначеного вище реєстру господарських організацій, у статутному капіталі яких є державна частка та які отримали чистий прибуток як основу для відстеження подальшого процесу сплати дивідендів, то підставою для включення до нього у відповідному році є як отримання чистого прибутку за підсумками попереднього року, так і заборгованість із виплати дивідендів за попередній рік. Це дозволило б мати протягом усього року вичерпну інформацію щодо нарахування та сплати господарськими організаціями дивідендів у відповідному році, наявності заборгованості, а також здійснювати належний контроль за цим процесом в розрізі платників.

Висновки

Для вдосконалення формування та реалізації дивідендної політики держави доцільно вжити таких заходів:

– внести зміни в Закон України «Про акціонерні товариства», зміст яких полягає в тому, що для АТ, де держава має корпоративні права, рішення про виплату дивідендів регламентується з урахуванням вимог п. 5 статті 11 Закону України «Про управління об'єктами державної власності»;

– запровадити (після нормалізації загальнополітичної ситуації в країні) більш диференційований підхід щодо визначення розміру сплачуваних господарськими організаціями дивідендів з урахуванням їх фінансового стану (залежно від особливостей їх груп та розміру пакету акцій);

– запровадити контроль за виплатою дивідендів з фактичного моменту отримання господарським товариством чистого прибутку за підсумками звітного року, для чого необхідно зобов'язати податкові органи при отриманні фінансової звітності за відповідний рік від господарських організацій, у статутному капіталі яких є державна частка, повідомляти відповідні органи управління про фактичну наявність чистого прибутку;

– запровадити ведення щорічного реєстру господарських організацій, у статутному капіталі яких є державна частка та які отримали чистий прибуток, як основу для відстеження подальшого процесу сплати дивідендів, а підставою для включення до нього у відповідному році є як отримання чистого прибутку за підсумками попереднього року, так і заборгованість із виплати дивідендів за попередній рік.

Таким чином, впровадження в практику державного управління запропонованих рекомендацій дозволить удосконалити формування та реалізацію дивідендної політики держави, а також здійснювати дієвий контроль за процесом нарахування і перерахування господарськими організаціями дивідендів на державну частку, що сприятиме захисту майнових інтересів держави та урахуванню інтересів відповідних суб'єктів господарювання.

Список використаних джерел

1. Прасолов І.М. Дивідендна політика підприємств державного сектору: проблеми та шляхи їх вирішення / І.М. Прасолов // Ринок цінних паперів України. – №1–2. – 2010. – С. 17–21.

2. Василенко Ю. Для Феміди інтереси держави – другорядні? [Електрон. ресурс] // Режим доступу: http://uamedia.visti.net/content/dlya-femidi-interesi-derzhavi-drugoryadni

3. Наказ Міністерства фінансів України «Про бюджетну класифікацію» (від 14.01.2011 №11). – [Електрон. ресурс] // Режим доступу: www.rada.gov.ua

4. Леонов Д. Діалектика дивідендної політики в умовах зростання невизначеності сучасної економіки / Д. Леонов, І. Прасолов // Економіка України. – 2012. – №7. – С. 45–54.

5. Внутренние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы // Институт экономики переходного периода. – М.: 2007. – 176 с.

6. http://www.rosim.ru/about/reports/performance/108048

УДК: 336.764

О.В. ЛЮБКІНА,
к.е.н., доцент, докторант кафедри фінансів, Київський національний університет ім. Тараса Шевченка

«Непрозорі» фінансові ринки: види, причини формування та вплив на цінову ефективність і захищеність інвесторів

У статті піднімається проблема забезпечення ефективності фінансових ринків в умовах зростання їх фрагментованості, зокрема в результаті неоднорідної транспарентності систем торгівлі. Аналізується структура, динаміка обсягів «непрозорих» ринків, наслідки їх функціонування для фінансової системи.

Ключові слова: *фінансові ринки, системи торгівлі, постторгівельна транспарентність, предторгівельна транспарентність, «темні пули», біржова торгівля, ОТС–ринок, фрагментованість систем фондової торгівлі, блок–торгівля.*

© О.В. ЛЮБКІНА, 2014

Е.В. ЛЮБКИНА,
к.э.н., доцент, докторант кафедры финансов, Киевский национальный университет им. Тараса Шевченко

«Непрозрачные» финансовые рынки: виды, причины формирования и влияние на ценовую эффективность и защищенность инвесторов

В статье поднимается проблема обеспечения эффективности финансовых рынков в условиях усиления их фрагментированности, в том числе в результате неоднородной транспарентности торговых систем. Анализируется структура, динамика объемов «непрозрачных» рынков, последствия их функционирования для финансовой системы.

Ключевые слова: *финансовые рынки, системы торговли, постторговая транспарентность, предторговая транспарентность, «темные пулы», биржевая торговля, ОТС–рынок, фрагментированность систем фондовой торговли, блок–торговля.*

O. LIUBKINA,
PhD, docent, doctorant of department of Finance, Taras Shevchenko National University of Kyiv

The «opaque» financial markets: types, reasons of formation and their impact on the price efficiency and the investor protection

The article devoted to the issue of ensuring of the efficiency of financial markets in the circumstances of increasing of their fragmentation, that also due to inhomogeneous transparency of trading systems. The author examined of the structure, the volume dynamics of the «opaque» markets, and their impact on the performance of the financial system.

Keywords: *financial markets, trading venue, pre–trade transparency, post–trade transparency, «dark pool», exchange trading , over the counter market, fragmentation of trading venues, block trade.*

Постановка проблеми. Сучасний фінансовий капітал неможливо уявити поза межами інформаційного простору як в операційному сенсі – переважна більшість фінансових операцій здійснюється в межах комунікаційних мереж, фінансовий капітал майже втратив матеріальну форму, так і з точки зору фундаментальних факторів його функціонування. Інформаційний простір у якому функціонує фінансовий капітал визначає його вартісні параметри, напрям його руху як у галузевому так і у територіальному сенсі. Інформаційна асиметрія, що характеризує невідповідність інформації, якою володіють фінансові суб'єкти та реальної інформації, породжує відхилення ринкової вартості від справедливої вартості фінансових активів.

Основним завданням процедур транспарентності на риках фінансових активів є надання доступу до інформації про поточні умови ринку. Забезпечення прозорості торгових операцій на фінансовому ринку має ключове значення: (1) з токи зору конкуренції – усуває цінові викривлення, що породжуються фрагментованістю фінансового ринку; (2) з точки зору захисту інвесторів – створює умови для виконання заявок на умовах best execution і за справедливою ціною. В останні 5–6 років усе більшого поширення набувають системи торгівлі, до яких висуваються нижчі вимоги щодо розкриття інформації – «непрозорі» ринки. Подібні торгові системи були розраховані переважно на інституційних інвесторів, і метою їх створення було уникнення тиску на ринкові ціни в результаті укладання великих за обсягом угод. Наразі обсяги цієї торгівлі в окремих країнах співставні з обсягами торгівлі на найбільших національних біржах, що створює потенційну загрозу для ринкової ефективності, приводить до нерівності конкурентних умов і порушення цілісності інформаційного середовища фінансового ринку, стає причиною порушення прав індивідуальних учасників фінансового ринку.

Аналіз досліджень та публікацій з проблеми. Інформаційна складова сучасного фінансового ринку досліджувалася Д. Акерлофом, Г. Беккером, Т. Ваге, Л. Зингалесом, К. Ерроу, Д. Канеманом, Ч. Киндльбергером, К. Кобаяши, Х. Лилендом, Д. Пайлом, Р. Раджаном, Г. Саймоном, Дж. Синки, Дж. Стігліцем, Ю. Фамою та іншими. Проте динамічні зміни в торгівельній інфраструктурі фінансових ринків, що породжують інформаційну асиметрією, вимагають подальших досліджень даної проблеми з врахуванням нових умов і у практичному аспекті.

Мета статті полягає у визначенні місця ринків з обмеженою транспарентністю в системі сучасного фінансового ринку, виявленні їхнього впливу на ефективність ціноутворення. В статті оцінюються необхідні заходи в галузі регулювання фінансових ринків для забезпечення захисту прав дрібних інвесторів.

Виклад основного матеріалу. Одним із трендів розвитку фінансових ринків у XXI ст. став розвиток способів комунікації між продавцями і покупцями фінансових активів (trading venue). Послуги з організації торгівлі фінансовими активами надаються значною кількістю інститутів, що відносяться до організованих майданчиків, і великою кількістю посередницьких систем, що не підпадають під категорію організованих ринків.

Сучасні фінансові ринки – сукупність відносно «мілких» ринків, пов'язаних між собою каналами з високою пропускною здатністю, по яким переміщується капітал і інформація. Проте система інформаційного обміну не завжди досконала, що створює проблему фрагментованості ринку, коли торгівля одним інструментом відбувається одночасно на декількох майданчиках, відносно ізольованих один від одного як з точки зору режимів торгівлі, так і з точки зору поширення інформації про ціни.

Важливою передумовою цінової ефективності фінансових ринків в умовах фрагментованості є ступінь їх інформаційної «прозорості». Першою чергою це стосується так званої торгівельної транспарентності, що характеризує строки та повноту поширення даних про ціни і обсяги укладених угод.

Розрізняють предторгівельну транспарентність (pre–trade transparency), що передбачає зобов'язання оприлюднювати у режимі реального часу інформацію про ціни і обсяги поданих до початку торгів заявок. Це дає всім учасникам торгівлі мож–

ливість визначитись щодо очікуваної ціни, її тренду та частково усуває негативний ефект фрагментованості вторинного фондового ринку. Постторгівельна транспарентність (post–trade transparency) передбачає зобов'язання торгової системи оприлюднювати звіт про обсяги та ціни укладених угод. Така інформація дозволяє незалежним торговцям і брокерам порівнювати підсумки торгів на різних торгових майданчиках, а клієнтам – визначити наскільки брокер дотримався принципу «кращого виконання» заявки (англ. best execution).

Постторгівельна транспарентність є звичайною практикою майже для всіх торгових систем з офіційним статусом, а в окремих випадках і для двосторонньої торгівлі. Так, Директивою про ринки фінансових інструментів (MiFID) [1] встановлено навіть вимоги до інвестиційних фірм, що ведуть операції з цінними паперами за межами регульованих ринків, оприлюднювати інформацію про обсяги і ціну, час укладання угод «настільки близько до реального часу, наскільки це можливо на розумній комерційній основі». В США з 1993 року для національних, а з 2008 року і для іноземних цінних паперів встановлена вимога щодо повідомлення про результати угод укладених на OTC–ринку через автоматизовану систему підтвердження транзакцій OTC Reporting Facility (ORF) протягом 90 секунд з моменту її укладання [2].

Предторгівельна транспарентність застосовується не на всіх торгових майданчиках, а тільки на так званих регульованих ринках (фондові біржі, окремі багатосторонні системи торгівлі). В результаті різниця у вимогах, що висуваються до транспарентності торгівлі, надає окремим торговим системам (брокерські кросингові системи, торгові платформи деривативів тощо) певних переваг. Спроба використати конкурентну переваги приводить до поступового переміщення торгівлі фінансовими активами на нерегульовані ринки.

Найбільш вираженою дана тенденція є на ринках деривативів, де близько 90% угод укладаються поза біржею (off–exchange venues) (див. табл.). Проблемою, що ускладнює моніторинг ринку деривативів, виступає відсутність системи обов'язкової реєстрації угод та надання звітів про угоди – переважно це стосується індивідуальних двосторонніх угод.

Проте якщо така структура ринку похідних інструментів формувалась протягом декількох десятиліть і на сьогодні досягається певний прогрес у підвищенні прозорості та забезпеченості OTC–деривативів, то на традиційних ринках – особливо це стосується ринку акцій, спостерігається протилежна тенденція. «Темна торгівля» має тенденцію до зростання. В США «темні ринки» займають 15% в торгівлі акціями (див. рис.). Близькі показники мають «непрозорі» ринки і у світовій торгівлі фінансовими активами. За оцінками брокерської компанії Rosenblatt Securitiesl Inc., у режимі відмови від предторівельної транспарентності укладається понад 10% угод, що укладаються на регульованих ринках, а якщо додати обсяги OTC–торгівлі, то близько 45% ринку є «темним» (див. рис.).

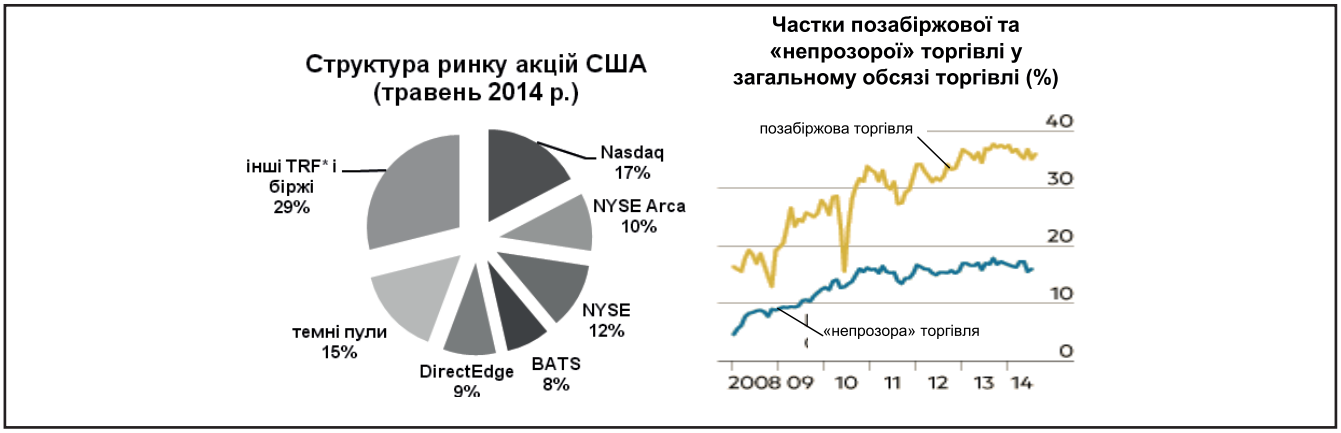
Зростання обсягів електронної торгівлі, яка пропонує можливості швидкого укладання з низькими витратами, і в подальшому може сприяти розширенню «темних ринків» та використанню «темних ордерів». Але перенесення значного обсягу торгівлі на «темні ринки» знижує дієвість системи регулювання ринків, якість механізму визначення ціни загалом на фінансових ринках.

Таким чином, наразі саме предторгівельна транспарентність є ключовою для процесу формування ціни і виступає основним критерієм для класифікації торгівельного майданчику. Розрізняють так звані світлі ринки (Lit market), на яких застосовується процедура предторгівельної транспарентності, і «темні пули ліквідності», «чорні пули» (Dark pool), або «непрозорі ринки» (Opaque market), торгівельні системи, в яких перед початком торгів не відображаються ціни і обсяги заявок в системі.

Структура ринку похідних інструментів станом на 2009 рік

	OTC			Біржовий сегмент
	OTC–угоди без забезпечення	OTC–угоди із забезпеченням	OTC–угоди через ЦК	Торгівля на регульованому ринку через ЦК
Торгівля	Двохстороння і багатостороння (близько 90%)			Багатостороння (близько 10%)
Реєстрація/ звітування	Відсутня або обмежена (близько 60%)/ Торгова звітність (4%)		Регульовані ринки (близько 30%)	

Складено на основі даних [3].



Кількісні показники «непрозорих» ринків [4, 5]

Подібні торгівельні системи, своєю чергою, представлені двома типами:

а) системи, які кросують ордери і до яких не застосовують вимоги предторгівельної транспарентності. Dark pools, як правило, знаходяться у власності великих інвестиційних банків (Deutsche Bank, Goldman Sachs, Credit Suisse, Barclays, UBS) або великих брокерських фірм (Liquidnet, ITG). Загалом нараховується близько 40 діючих Dark pools у США і 19 в об'єднаній Європі [4]. Це системи електронних торгів, які використовуються брокерами–дилерами, інвестиційними фондами, банками для укладання великих за обсягами угод. Учасники не розкривають котировки для всіх учасників ринку, а сповіщають обмежену аудиторію про намір купити – продати певний інструмент за фіксованою ціною, або за ціною, що буде встановлена;

б) торгові майданчики, що вдаються до процедури офіційної відмови від торгівельної транспарентності (pre–trade transparency waiver) (наприклад, багатосторонні системи торгівлі (MTFs). В окремих випадках існує потреба здійснювати організовану торгівлю цінними паперами без дотримання принципів транспарентності – блок–торгівлю. Блок–торгівля (block trade) застосовується до угод по великому пакету цінних паперів (в США це понад 10 тис. акцій, або пакет облігацій вартістю понад $200 тис.). Така угода представляє собою дозволену, неконкурентну угоду, що укладається на снові приватних перемовин і з пакетом цінних паперів, що значно перевищує встановлену порогову кількість. Така торгівля відокремлена від голосової торгівлі чи електронної торгівлі і передбачає перемови з обмеженим колом потенційних покупців. Про результати проведеної угоди відразу сповіщають біржу, яка оприлюднює інформацію.

Метою введення таких «виокремлених» торгів є захист ринку від значної зміни цін внаслідок різкого збільшення пропозиції певного цінного паперу. Такі угоди стають цінним джерелом інформації для оцінки вартості при операціях злиття і поглинання, адже дають вартість в умовах так званого «чистого ринку» (clear the market), коли на ринку достатня пропозиція акцій, та нівелюють вплив цін окремих невеликих угод.

Безпосередньо до «темних пулів» біржі відносяться неоднозначно. З одного боку, визнають їх доцільність для торгівлі між інституційними учасників ринку, які ведуть укладають угоди з великими пакетами акцій, і часто самі виступають ініціаторами створення таких майданчиків. Наприклад SmartPool – торговельна система утворена NYSE Euronext у партнерстві з HSBC, J.P. Morgan and BNP Paribas, та призначена для укладання угод між інституційними клієнтами без відображення інформації про ціни та обсяги заявок. З іншого боку, існування значного за обсягами «темного» ринку ставить під сумнів інформаційну повноту самого біржового ринку та ефективність організованих ринків у визначенні цін.

Актуалізується і другий аспект впливу поширення «непрозорих» ринків – проблема захисту прав інвесторів. Прикладом тієї уваги, що надається регуляторами діяльності «непрозорих» ринків і певною мірою, неоднозначності проблеми, є позов Комісії з цінних паперів і фондових бірж США до інвестиційного банку Barclays у червні цього року щодо недоброякісної ділової практики та введення в оману клієнтів стосовно рівня захисту при укладанні угод в BarclaysLX – «непрозорій» торговій системі, утвореній банком. Ключовим моментом тут виступає поєднання двох «інновацій» торгівлі фінансовими активами – Dark pools і високочастотної торгівлі (high frequency trading (HFT).

HFT передбачає здійснення значної кількості транзакцій за короткий проміжок часу з метою отримання прибутку від над короткострокових коливань курсів при невисоких ризиках. Ведення такої торгівлі безпосередньо пов'язана з можливістю максимально скоротити час між поданням заявки і її отриманням на ринку (латентність торгівлі) за рахунок спрощення систем доступу до торгівлі. Зміст проблеми полягає в тому, що надання окремим учасникам торгівлі каналів швидкісного інформаційного обміну (direct data feeds) ставить у нерівні умови інших учасників. У звинуваченнях конкретно Barclays мова йшла про факти навмисного затримання обробки заявок інших клієнтів, щоб надати можливості для арбітражу HFT–трейдерам, та свідоме введення в оману інвесторів і розповсюдження неправдивої інформації про захищеність торгової системи в рекламних буклетах BarclaysLX. В результаті акції Barclays і ще десяток банків і інвестиційних компаній, що володіли «непрозорими» майданчиками втратили $13 млрд. своєї ринкової капіталізації.

Отже, результатом недостатньої транспарентності торгівлі на фінансових ринках виступає недостатній захист прав інвесторів. Є декілька драйверів цієї проблеми:

– постачальники навіть одного типу послуг можуть підпадати під різні режими регулювання, тому інвестор, як споживач послуги, користуючись одними й тими послугами різних типів постачальників може мати різний ступінь захисту, часто навіть не здогадуючись про це. Така необізнаність може дати можливість високочастотним торговцям отримувати прибутки за рахунок інших клієнтів;

– звичайна ділова практика передбачає чітке виконання інструкцій клієнта фінансовим посередником на умовах, що є найбільш вигідними. Водночас якість інвестиційної консультації на стадії надання послуги не контролюється. Від інвестиційних консультантів не вимагається чіткого пояснення підстав наданих рекомендацій. Складність сучасних систем маршрутизації ордерів дає можливість брокеру діяти згідно з власними економічними інтересами, а не інтересами клієнта. Наприклад, брокери можуть надавати перевагу угодам в dark pools із нижчими витратами на виконання повідомляючи клієнта про це лише після торгів;

– посередники часто застосовують систему стимулів для залучення клієнтів та підвищення їх активності і мають привести до підвищення якості обслуговування клієнтів. Проте причини та наслідки застосування цих стимулів не завжди повністю зрозумілі клієнтам. Водночас це може породжувати проблему морального вибору для самого інвестора та впливати на його поради клієнту;

– якість виконання заявок клієнта, дотримання практики «найкращого виконання» (best execution) важко оцінити. Проте вимоги до постторгівельної транспарентності передбачають оприлюднення ціни та обсягу лише укладених угод. А такі параметри, як час на виконання угоди, ціни за угодами, що були відмінені до виконання, залишаються недоступними, хоча вони також є важливою інформацією, що дозволила б посереднику виконати доручення клієнта краще. Особливо

на ринках зі значними обсягами HFT–торгівлі: близько 90% заявок високочастотних трейдерів відміняються.

Таким чином, що стосується захисту прав інвестора, відсутність дій на рівні національних регуляторів може призвести до зростання прецедентів, коли недостатність інформації стає причиною конфлікту інтересів учасників ринку та приводить до прямих збитків. Така ситуація, звичайно, небажана з точки впливу на довіру до фінансових ринків і посередників і може приводити до негативних соціально–економічних наслідків та накопичення системних ризиків.

Даючи оцінку «непрозорим» ринкам, не вірно загострювати увагу тільки на негативних наслідках їх функціонування. Як зазначалося, у такий спосіб фондові ринки можна захистити від цінових коливань унаслідок нестандартних за обсягом угод. Великі за обсягами заявки надходять у «непрозору» базу даних (англ. dark order book) та не впливають на ціни відкритого ринку. З іншого боку, слід враховувати, що на відміну від акцій ринки інших інструментів переважно є дилерськими і демонструють значно нижчу активність вторинної торгівлі. За цих умов обмеження транспарентності дають переваги дилерам, які ризикують власним капіталом виконуючи зобов'язання щодо «підтримки ринку» певного інструменту.

Висновки

На фоні масштабних операцій злиття і поглинання в останні десять років у сегменті організованої фондової торгівлі, урізноманітнення альтернативних торгових майданчиків створює хитку рівновагу між фрагментованістю і концентрованістю ринку. Для фінансових ринків дилема «фрагментованість – концентрація» має декілька аспектів впливу: на конкуренцію, транспарентність, захист прав інвесторів, і врешті – на ступінь ризиків для учасників ринку і ефективність фінансового ринку.

Важливість проблеми забезпечення адекватної транспарентності фінансових ринків усвідомлюється як на рівні національних регуляторів, так і на рівні інтегрованих органів регулювання та нагляду за фінансовими ринками. Проте не слід недооцінювати можливості саморегулювання. За визнанням самих професійних учасників ринків фінансові інститути мають немало власних можливостей для запобігання так званого «забруднення басейну» через встановлення чітких правил торгівлі та контролю за їх дотриманням.

Стосовно напрямів діяльності національних регуляторів, тут спостерігаються різні підходи: від вирішення проблеми у широкому контексті (США, ЄС) до вирішення конкретних проблем, пов'язаних із «непрозорими» ринками (Гонконг, Канада, Австралія).

Прикладом першого виступають заходи європейського і американського регуляторів, які зосереджені на причинах конфлікту інтересів та ускладненні структури фінансових ринків протягом останніх двадцяти років. За рішенням Комісії з цінних паперів і бірж США з 2014 року розпочато оприлюднення інформації про торгівлю в альтернативних торгівельних системах, окремі «темні пули» з власної ініціативи також почали оприлюднювати інформацію про ціни. Проте, враховуючи обсяги торгів на позабіржовому ринку, такої інформації все одно недостатньо. Крім того, навіть на ринках, що застосовують процедуру предторгівельної транспарентності, виникають проблеми: вартості інформації, співставності формату звітів, що дозволяє порівнювати та консолідувати інформацію.

Країни, що більшою мірою зосередилися на нюансах «темної» торгівлі, пропонують дозволити доступ до таких ринків інституційним інвесторам, а для роздрібних ввести заборону (Гонконг), дозволити направляти ордери для виконання в «непрозорих» системах тільки у разі, якщо вони пропонують ціну кращу ніж регульовані ринки (Канада, Австралія). Водночас виникають питання методики оцінки такої кращої ціни. Результатом введення подібних обмежень у Канаді стало перетікання торгівельного потоку до біржового обороту – обсяги торгівлі на «темних» ринках впали вдвічі.

Дискусійним є введення прямих обмежень на торгівлю у «темних» пулах, які плануються в ЄС (не більше 4% операцій у межах одної системи і не більше 8% місячної торгівлі в регіоні) [6].

Технічні та інституційні інновації у галузі торгівлі фінансовими активами пропонують засоби для підвищення прибутковості фінансової діяльності, проте зміни, пов'язані з ними, приводять до застарівання чинних інституційних і ринкових правил. Нові способи ведення фінансових операцій здатні суттєво змінити співвідношення ринкових і неринкових механізмів та умови конкуренції на фінансових риках.

Ураховуючи ті специфічні завдання, які виконують «непрозорі» ринки в системі фінансових ринків, та ризики, що пов'язані з їх діяльністю, ключовим питанням є обґрунтування доцільності відмови від предторгівельної транспарентності у кожному конкретному випадку в контексті збереження ефективності цінового механізму фінансового ринку.

Список використаних джерел

1. Markets in Financial Instruments Directive – MiFID. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/isd/mifid/index_en.htm

2. Сайт Комісії з цінних паперів і бірж США. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: http://www.sec.gov/divisions/marketreg/mrotc.shtml

3. The Global Derivatives Market. A Blueprint for Market Safety and Integrity. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: http://www.deutsche–boerse.com

4. Rosenblatt Securitiesl Rosenblatt's Monthly Dark Liquidity Tracker. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: http://rblt.com/lettherebelight_details.aspx?id=483

5. NYSE daily share volume in NYSE listed issues. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: https://www.nyse.com/data/transactions–statistics–data–library

6. Bullock N. Financial regulators probe dark pools. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: http://www.ft.com/intl/cms