

УДК 336.761

Ф. А. Зінченко,  
асистент кафедри міжнародних фінансів,  
Київський національний економічний університет ім. Вадима Гетьмана

# ТРАНСФОРМАЦІЯ АРХІТЕКТУРИ ОРГАНІЗОВАНИХ ФОНДОВИХ РИНКІВ РОЗВИНУТИХ КРАЇН СВІТУ

*Дана стаття присвячена дослідженню трансформаційних процесів, що відбуваються на організованому сегменті фондових ринків розвинутих країн світу. Визначаються головні фактори та чинники консолідації провідних біржових холдингів світу на прикладі торговельних майданчиків США та Європейського Союзу. З'ясовуються основні проблеми, з якими стикаються зазначені елементи інфраструктури ринку цінних паперів, та шляхи їх подолання.*

*The article considers stock exchanges of the US and EU mature markets, deep transformation processes which the former have been undergoing for the last years. Consolidation trends among leading world trading systems are analyzed. The article summarizes all competitive threads for traditional stock exchanges in rapidly changing markets and the way exchanges dealing with them.*

## ВСТУП

Інтенсифікація міжнародного руху капіталу під впливом фінансової глобалізації має чітко виражений вплив на фондові біржі. Більше того, останні як місця високої концентрації попиту та пропозиції на фіктивний капітал знаходяться в епіцентрі сучасної світової фінансової архітектури.

Цінні папери являють собою один з можливих напрямів вкладання фінансових ресурсів, на рівні з банківськими депозитами, дорогоцінними металами та нерухомістю. Таким чином, фондові біржі вступають в своєрідну конкуренцію з іншими фінансово-кредитними інституціями за фокусування фінансових потоків у свій бік. Окрім цього, розвиток новітніх технологій, їх поширення та популяризація сформували ще одну групу конкурентів для традиційних фондових бірж — позабіржові торговельні системи, представлені електронними комунікаційними мережами та альтернативними торговими системами.

З іншого боку, посилення міжнародної мобільності фіктивного капіталу через лібералізацію національних законодавств, уніфікацію та стандартизацію нормативно-правового регулювання призводить до загострення конкуренції між фондовими біржами різних країн за збільшення ліквідності й привабливості їх торгових майданчиків.

Посилення конкурентного тиску та революційний розвиток ІТ-технологій, у поєднанні із законодавчими ініціативами кардинально змінили біржовий ландшафт країн світу. Найяскравіше ці тенденції проявляються в рамках розвинутих фондових ринків США та ЄС.

## ОБ'ЄКТИ ТА МЕТОДИ ДОСЛІДЖЕННЯ

Серед вітчизняних науковців розвиток організованого фондового ринку та біржової індустрії в цілому досліджували А.Берлач, Т.Кушнір, О.Мозговий та інші. В західній науці провідними вченими в галузі організованих ринків є Г.Столь, Б.Стейл, Я. Домовіц.

## ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Мета статті — проаналізувати процес становлення організованого сегмента фондового ринку США та Європейського Союзу. Виокремити сучасні тенденції розвитку біржових операторів в умовах глобалізації, з'ясувати шляхи подолання традиційними біржами загроз, які виникають у швидкозмінному турбулентному ринковому середовищі.

## РЕЗУЛЬТАТИ ТА ЇХ ОБГОВОРЕННЯ

За обсягами фондового ринку та його організованого сегмента зокрема беззаперечним лідером американського регіону, як і усього світу, є США. Величезний масштаб національної економіки та традиційна орієнтація господарюючих суб'єктів цієї країни на ринкову, а не банківську модель фінансування, утримують ринок цінних паперів США далеко по переду решти країн світу. Саме широта та глибина американського ринку уможливує існування на ньому біля десятка відокремлених фондових майданчиків.

Упродовж більшої частини ХХ ст. біржовий ринок США був розділений між декількома регіональними майданчиками та NYSE, з чітко вираженим домінуючим положенням останньої. Інформаційна ізоляваність та віддаленість бірж призводила до того, що угоди з тими самими акціями на різних ринках укладались за досить відмінними цінами, що значно ускладнювало інвестиційну діяльність.

Як наслідок у 70-х роках ХХ ст. з метою підвищення ефективності функціонування ринку цінних паперів було імплементовано ряд урядових ініціатив. З метою зменшення фрагментації ринків серед різних майданчиків Комісією з цінних паперів та бірж (SEC) було впроваджено так звану Систему національного ринку (NMS). Через механізми єдиної системи котирувань, інформаційної стрічки укладених угод та систему міжринкової торгівлі були встановлені зв'язки між головним фондо-

вим майданчиком NYSE, регіональними біржами та великими маркет-мейкерами. Головна ідея створення NMS полягала в наданні інвесторам можливості виконувати свої замовлення на кращому, з позиції ціни, майданчику країни. Однак через величезні обсяги ліквідності накопичені на NYSE за довгі роки її домінування, переважна більшість угод з акціями великих корпорацій продовжувала укладатись на майданчику нью-йоркської біржі.

Ситуація кардинально змінилась з розвитком нових комп'ютерних технологій та появою позабіржових торговельних систем, що обслуговували інвесторів швидше й ефективніше.

Як наслідок, у 2005 р. SEC було ініційовано, а у 2007 р. остаточно впроваджено пакет нормативних актів під загальною назвою Regulation NMS, які являють собою зміни до Закону "Про біржі" від 1934 р. Метою їх впровадження є модернізація й посилення якості системи національного ринку акцій. Головна ідея, що покладена в основу нових правил, полягає в досягненні чесного й ефективного ціноутворення на ринках через посилення конкуренції між окремими майданчиками та окремими замовленнями інвесторів.

Основні зміни функціонування Системи національного ринку було запроваджено за декількома напрямками:

- правило захисту замовлень (Order Protection Rule);
- правило допуску до ринку (Access Rule);
- правило мінімальної зміни котирувань (Sub-Penny Rule);
- правила системи розповсюдження ринкових даних (Market Data Rules).

Ключовим у зазначених правилах було те, що вони зміщують акцент від традиційного майданчика NYSE з "ручною" обробкою замовлень до автоматичних комп'ютеризованих систем. Так, згідно з правилами захисту замовлень кожний торговельний центр зобов'язаний забезпечити виконання ордерів за ціною не гіршою, ніж "захищені" котирування інших торговельних центрів. Захищеним вважається замовлення з найкращою ціною по конкретному цінному паперу серед усіх майданчиків, до якого забезпечено миттєвий доступ, що може бути виконана автоматично. Найбільш повною мірою даним вимогам відповідали вже досить активно діючі комп'ютеризовані мережі, лідерами за обсягами торгівлі серед яких були: електронна біржа Archipelago та Instinet ECN (торгова система INET).

Як наслідок, на початок 2006р. частка NYSE в загальному обсязі торгівлі акціями власного котирувального списку скоротилась до 73,25% вперше за 29 років [1].

З метою забезпечення себе від подальшої втрати ринку менеджментом двох найбільших бірж США було прийнято рішення про купівлю зазначених вище електронних майданчиків. Так, NYSE, після майже 212-річного існування у формі закритого взаємного товариства, пройшла процес корпоратизації та придбала Archipelago Exchange, утворивши при цьому холдингову групу NYSE Group, а NASDAQ поглинув Instinet, з метою

імплементції її комп'ютеризованої торгової системи INET.

Однак, гіперстрімкий розвиток ІТ-технологій значно скоротив початкові витрати для входження на р. нових учасників. Як наслідок, починаючи з 2006 р., через появу та посилення ролі нових електронних майданчиків, структура ринку біржових послуг США зазнала радикальних змін, перетворившись з дуополістичної на висококонкурентну.

На початок 2011 р. NYSE та NASDAQ остаточно втратили домінуюче становище. Так, у грудні 2010 року сукупна частка в загальній кількості угод з акціями біржового списку NYSE, що були укладені на майданчиках холдингу NYSE Euronext (власне NYSE, NYSE Arca та NYSE Amex), становила 35%. При цьому частка самої NYSE становила біля 20% [2].

У той же час на американських торговельних платформах оператора NASDAQ OMX (Nasdaq Stock Market, NASDAQ OMX BX та NASDAQ OMX PHLX) було укладено лише 29,4% угод з паперами власного лістингу [3].

З-поміж нових гравців, особливо успішними стали дві електронні комунікаційні мережі: BATS Trading та Direct Edge ECN. На початок 2011 р. частка кожної із зазначених систем в загальній кількості укладених угод на ринку акція США становила приблизно 10% [4].

Підтверджена на практиці висока конкурентноздатність нових електронних майданчиків базується на таких факторах:

1) використання передових телекомунікаційних та комп'ютерних технологій. Створенні з самого початку як електронні, нові системи торгівлі не вимагають великих коштів на утримання майданчиків для фізичної присутності трейдерів, на відміну від NYSE;

2) наявність в складі засновників великих брокерських та інвестиційних компаній. Саме клієнтська база та розміри власних портфелів цінних паперів забезпечують наповнення системи початковою ліквідністю, що приваблює нових трейдерів. Так, система Direct Edge була спочатку заснована великою брокерською компанією Knight Capital Group<sup>1</sup>;

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

4) запровадження замовлень інноваційного типу, для задоволення потреб трейдерів, що переслідують різноманітні ринкові стратегії. Найяскравішим прикладом тут буде запровадження системою Direct Edge, вперше на ринку акцій, так званих "флеш" або миттєвих замовлень. Потрапивши на ринок, подібні ордери, якщо вони знаходяться поза межами кращих цін на ринку, демонструються на долю секунди деяким учасникам системи (за певну плату) перед тим, як бути розкритими перед усіма учасниками. Популярність подібних замовлень на майданчику Direct Edge призвела до того, що подібну практику почали використовувати Nasdaq Stock Market та BATS Trading. Однак у другій половині 2009р., після занепокоєння громадськості, що "флеш"-замов-

<sup>1</sup> Станом на початок 2011р. власниками холдингу Direct Edge були: International Securities Exchange — 31,5% %.; Citadel Investment Group, Goldman Sachs, Knight Capital по 19,9%; консорціум в складі — JP Morgan Chase & Co, Deutsche Bank AG, Bank of America Corp., Nomura Holdings та Sun Trading — 8,8%.

лення використовуються в певних ринкових махінаціях високочастотних трейдерів, Nasdaq та BATS Trading добровільно відмовились від використання миттєвих ордерів.

На початку діяльності BATS Trading та Direct Edge мали юридичний статут електронних комунікаційних мереж, які є різновидами альтернативних систем торгівлі<sup>2</sup>. Однак з часом у міру розширення власної долі ринку BATS Trading та Direct Edge подали до Комісії з цінних паперів та бірж заявки на отримання ліцензії й статусу зареєстрованих національних фондових бірж. BATS Trading отримало ліцензію біржі в 2008р. та почала оперувати під назвою BATS Exchange. Холдинг Direct Edge отримав дві ліцензії для майданчиків: EDGA Exchange та EDGX Exchange у 2010 р.

Серед переваг, що надає ліцензія фондової біржі, виділяють наступні:

- а) маркетингові:
  - бренд біржі має значно вищий статус як учасника фінансового ринку;
- б) регулятивні:
  - отримання статуту СРО;
  - спрощення контактів з закордонними регуляторами, у випадку виходу на ринки інших країн;
- в) економічні:
  - розповсюдження власних котирувань та збільшення доходів від продажу інформаційних продуктів (інформації про торги);
  - можливість розширення інструментів, що торгуються на майданчику, через запровадження торгівлі опціонами.

На початок 2011 р. в США було зареєстровано 13 "національних фондових біржі". Три біржі спеціалізуються на торгівлі виключно похідними цінними паперами (опціонами), а одинадцять — на торгівлі й акціями, й опціонами. Однак останні, за винятком двох регіональних бірж (Чиказької та Національної), входять до складу великих біржових холдингів (табл. 1).

Кожна із зазначених торговельних систем з організаційно-правової точки зору являє собою відокремлений майданчик, що діє відповідно до власної ліцензії, свого правління, правил торгівлі та тарифів.

Біржові холдинги намагаються отримати декілька ліцензій на провадження біржової діяльності з метою отримати більшу гнучкість для задоволення потреб широкого кола потенційних трейдерів з різноманітними стратегіями. Насамперед це досягається впровадженням диференційованих тарифних планів на різних майданчиках. Так, сьогодні трейдери можуть обрати або майданчик з невеликими тарифами та високим ступенем ймовірності виконання замовлення, або обрати вищій відшкодування за поповнення ліквідності в обмін на нижчий рівень виконання замовлень.

Таким чином, в наслідок динамічного розвитку новітніх комп'ютерних технологій та урядових ініціатив Комісії з цінних паперів та фондового ринку (SEC) у США вдалося поєднати між собою відокремлені майданчики для торгівлі акціями, значно покращивши їх транспарентність.

**Табл. 1. Майданчики для торгівлі акціями, що входять до складу біржових холдингів в США, на початок 2011 р.**

NYSE Euronext	NASDAQ OMX	Холдинг Direct Edge	Холдинг BATS
- NYSE Amex	- NASDAQ OMX BX	- біржа EDGA	- біржа BATS
- NYSE Arca	- Nasdaq Stock Market	- біржа EDGX	- Y-Exchange
- NYSE	- NASDAQ OMX PHLX		(BYX)

Відкривши шлях для розвитку нових швидкісних систем торгівлі, SEC позбавив наймогутнішу в минулому біржу країни NYSE переваг, накопичених за довгі роки домінування. Опинившись у новому гіперконкурентному середовищі, NYSE була змушена радикальним чином змінювати власний біржовий механізм, інтегрувавши в себе конкурентів — електронну біржу Archipelago та одну з найвідоміших бірж країни — Американську фондову біржу.

Багаторічний конкурент Нью-йоркської фондової біржі — NASDAQ, з метою збереження ринкової частки, поглинув регіональні біржі Бостона та Філадельфії, імплементувавши в свій механізм торговельні системи електронних комунікаційних мереж.

Очевидним позитивним результатом конкурентної боротьби між організаціями торгівлі стало радикальне зменшення вартості їх послуг. Якщо у 1970 р. комісія за купівлю акцій інституційними інвесторами на NYSE була на рівні 0,262 дол. США за акцію, у 2001 р. вона становила вже — 0,05 дол. США, а на початок 2011 р. впала до рівня 0,0021 дол. США за акцію [5; 6].

У той ж час, якщо за організаційно-правовою формою найвідоміші американські біржі консолідуються в холдинги, то торговельні платформи, що знаходяться в їх управлінні, залишаються відокремленими. Більше того, новостворені біржі також намагаються оперувати декількома майданчиками. Ситуація ще більше ускладнюється тим, що на ринку діють біля 40 інших альтернативних систем для торгівлі акціями.

Розглянемо сучасні організаційно-консолідаційні тенденції бірж Європейського регіону. Розвиток біржової індустрії в країнах Європи нерозривно пов'язаний з процесами фінансово-економічної інтеграції на континенті. Повністю інтегрований, єдиний ринок фінансових послуг вже довгий час є однією з головних цілей ЄС. Ефективно діючий єдиний ринок передбачає можливість для фінансових установ з різних країн-членів надавати однаково якісні послуги в усіх регіонах ЄС, утворюючи таким чином конкурентне середовище, що є каталізатором для розвитку всієї економіки Союзу. Як наслідок, інвестори отримують більш глибокий, ліквідний ринок та більше можливостей для диверсифікації й прибутків, а емітенти легший та дешевший доступ до фінансових ресурсів.

Суб'єктивним чинником прискореного зближення ринків цінних паперів країн Європи були законодавчі ініціативи наднаціональних європейських структур. Основним нормативним інструментом регулювання спільного ринку цінних паперів є директиви, що приймаються Європейським парламентом та Радою ЄС. Першою директивою, що торкалась функціонування європейських фондових бірж, хоча безпосередньо була спрямована на інвестиційні фірми, була Директива Ради (93/22/ЄС) "Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів" від

<sup>2</sup> Аббревіатура BATS походить від англ. "Better Alternative Trading System" — краща альтернативна система торгівлі.

10.05.1993 р. (далі — Директива про інвестиційні послуги)<sup>3</sup>.

Дана Директива вводила поняття організованого ринку, під яке підпадали всі біржі ЄЕС, та єдиного паспорту для них та всіх учасників торгів. Це юридично дозволяло біржам відкривати термінали віддаленого доступу для торгів поза межами країни своєї реєстрації<sup>4</sup>. Окрім цього, Директива про інвестиційні послуги встановлювала вимоги до організованих ринків щодо оприлюднення інформації про торги.

У той же час норми зазначеної Директиви допускали існування, так званого "правила концентрації". Згідно цього держави-члени мали право встановлювати заборону обігу цінних паперів, що пройшли лістинг на національних фондових біржах, на майданчиках інших країн<sup>5</sup>. При цьому заборона стосувалась інвестиційних фірм, що є резидентами даної країни.

Таким чином, протягом 90-х років європейські фондові біржі (за винятком ЛФБ) продовжували оперувати у більшу міру як національні ринки, членами яких були в основному місцеві торговці (не враховуючи ТНБ), а до котирувальних списків входили переважно акції емітентів-резидентів.

У той же час з боку інвестиційної спільноти зростала потреба в міжнародній торгівлі цінними паперами в межах ЄС, що підсилювалось впровадженням євро та популяризацією ринку акцій як джерела фінансування. Збільшуючи обсяги торгівлі, інвестори чинили тиск на біржі щодо зменшення тарифів та збільшення ліквідності. Окрім цього, трейдери були зацікавлені в утриманні доступу до торгів на іноземних майданчиках на пряму, не через місцевих брокерів [1].

Внаслідок дії зазначених факторів біржі, щоб не втратити конкурентну боротьби між собою, а також з новими альтернативними торговельними системами, почали об'єднуватись в холдинги або альянси.

Першим найяскравішим прецедентом створення пан-європейського біржового об'єднання стала Euronext, яка була створена шляхом об'єднання у вересні 2000 р. фондових бірж Амстердама, Парижа й Брюсселя. Незабаром після офіційного початку діяльності Euronext, яка була створена у формі холдингової компанії з місцем базування в Нідерландах, до її складу увійшла й біржа Португалії (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto). З самого початку діяльності члени Euronext, незалежно від того, членами якої із чотирьох бірж вони були, мали рівні права й швидкість доступу до торгів, які проводились на платформі розробленої на базі французької торговельної системи NSC.

Досягши певного успіху в розбудові єдиного ринку цінних паперів, наприкінці 1990-х років стало зрозуміло, що подальшій інтеграції заважають ряд перешкод загально-ринкового та регулятивного характеру.

До негативних наслідків дії Директиви про інвестиційні послуги та інших тогочасних актів було віднесено:

- 1) застосування країнами-учасниками різних критеріїв розподілу професійних та роздрібних інвесторів.
- 2) розбіжності у визначенні місця надання послуги та регулятора країни, який відповідальний за державний нагляд.
- 3) "правило концентрації".

<sup>3</sup> Investment Services Directive Council Directive 93/22 O.J. (L 141), 27 (EEC).

<sup>4</sup> ст. 15, п. 4, ст. 14, п. 1

<sup>5</sup> ст. 14, п. 3—4

4) відсутність чіткого єдиного визначення поняття "ринкової маніпуляції"

5) різні вимоги до складу та частоти розкриття інформації емітентами, що пройшли лістинг [7].

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

В рамках реалізації Плану було прийнято ряд нових Директив та впроваджувальних заходів, на яких базується вся сучасна регулятивна система фондового ринку ЄС.

Найбільший вплив на біржовий ландшафт Європи справило прийняття Директиви про ринки фінансових інструментів (далі — Директива), яка була проголосована Європейським парламентом і Радою 21.04.2004 р. та введена в дію 01.11.2007 р. За якістю й кількістю змін, які відбулись через прийняття Директиви, її порівнюють з розглянутим вище пакетом законодавчих змін Regulation NMS в США.

Головна мета Директиви — встановлення режиму комплексного регулювання, який би забезпечив інтеграцію фінансової системи ЄС, підвищив транспарентність, доступність та ефективність функціонування ринків та захист інвесторів.

Директивою впроваджено такі три ключові для розвитку фондового ринку аспекти:

- класифікація торговельних майданчиків з урахуванням сучасних тенденцій біржової індустрії;
- регламентація розкриття до та після торговельної інформації;
- запровадження принципу "найкращого виконання" замовлень клієнтів.

Поряд з традиційними біржами, які називаються "регульованими ринками" (regulated markets), вперше на законодавчому рівні закріплюється поняття електронних позабіржових систем, або "багатосторонніх торговельних засобів — БТЗ" (multilateral trading facilities — MTF), та системних інтерналайзерів (systematic internalisers). Останні являють собою внутрішньо брокерські системи, які на організованій та системній основі зводять заявки клієнтів поза регульованими ринками та БТЗ.

Відносно норм розкриття інформації, Директива зобов'язує всіх учасників ринку дотримуватись принципу розголошення після-торговельних даних. Щодо публічного розкриття ціни та розміру заявок, то передбачено певні винятки, які дозволяють не розкривати перед-торгівельну інформацію, що створює підґрунтя для розвитку так званих майданчиків "темної ліквідності" ("dark pools").

Скасувавши "правило концентрації" та регламентувавши діяльність позабіржових торговельних систем на пан-європейському рівні, Директива мінімізувала бар'єри для входження на ринок нових торговельних майданчиків.

Так, на кінець червня 2010 р. в Європі торгівлю акціями організували 49 відкритих майданчиків та 32 "темних пули" ліквідності [8].

Засновниками більшості нових БТЗ, найбільш успішними серед яких були: Chi-X Europe, Turquoise, BATS Europe, виступили консорціумами великих банків. Останні прагнули отримати альтернативу європейським біржам, клієнтами-користувачами яких вони є<sup>6</sup>.

Оператори традиційних регульованих ринків, щоб не втратити, сегмент ринку пан-європейських блакитних фішок, запровадили власні БТЗ, як з відкритою, так й прихованою книгою заявок, задля задоволення потреб інституційних інвесторів. Біржовий холдинг NYSE Euronext заснував "приховану систему" Smartpool та БТЗ NYSE Arca Europe. Група компаній Німецької біржі та Берлінська біржа запустили електронні платформи Xetra International та Equiduct, відповідно.

Оскільки переважна більшість торговельних систем оперують в єдиному сегменті акцій великих компаній, то всі вони прямо конкурують одна з одною, значно посилюючи центробіжні стимули консолідації.

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

БТЗ за своєю суттю є низькорентабельними підприємствами, дохід яких чітко залежить від кількості угод, які вони обслуговують. Внаслідок світової фінансової кризи 2008—2009 рр. обсяг торгів на ринку акцій суттєво скоротився, що безпосередньо вплинуло на якість фінансових показників всіх європейських електронних платформ. Так, у 2009 р. Chi-X Europe отримало збиток в розмірі 5,8 млн фунтів, що на 53% більше, ніж у 2008 р. У свою чергу збиток Bats Europe, другого за обсягами операцій БТЗ в Європі, у 2008—2009 рр. відповідно склав 10,6 млн та 6,2 млн фунтів [9]. Загальноєвропейський майданчик біржової групи Nasdaq OMX — NEURO взагалі було закрито в травні 2010 року, після 18 місяців роботи, оскільки не було досягнуто необхідного рівня ліквідності.

В результаті, на початку 2011 р. торговельні позабіржові системи Chi-X Europe та Bats Europe, які є лідерами пан-європейської торгівлі акціями, оголосили про злиття. Отже можна констатувати, що поряд з інтеграційними процесами серед традиційних регульованих ринків у Європі починається тенденція об'єднань нових багатосторонніх торговельних майданчиків.

## ВИСНОВКИ

Розглянувши сучасні тенденції розвитку фондових бірж розвинутих країн світу, можна констатувати вели-

чезний масштаб змін якісного й кількісного характеру даного сегмента фондового ринку. Подолавши розрізненість торговельних центрів та закритість торговельної інформації, запровадивши найпередовіші технології торгівлі, розвинуті фондові ринки стикнулися з фрагментацією нового рівня. Перед інвесторами постає проблема вибору: з якими торговельними системами працювати; з якими працювати напряму, а з якими через брокерів; послугами яких взагалі не користуватися. Тобто виникає задача навігації в просторі багаточисельних майданчиків, що вимагає досить глибокої аналітики, а відповідно й капіталовкладень.

Зі свого боку трейдери, хоч і отримують величезні можливості для проведення активних арбітражних операцій, повинні понести значні втрати на організацію доступу до десятків торговельних систем, на імплементацію технології маршрутизації заявок між біржами та на скорочення часу виконання даних заявок.

У той же час, на відміну від США, де консолідована система збору й розповсюдження ринкової інформації відпрацьовувалась декілька десятиріч, в Європі подібний досвід відсутній. Окрім цього, європейські торговельні майданчики не зобов'язані враховувати котирування інших систем, й відповідно не повинні перенаправляти замовлення на інші ринки, де має місце миттєва ліквідність.

Це призвело до утворення в Європі значно більш складної ринкової архітектури, ніж у США, що в свою чергу, вимагає від брокерів та інвесторів активнішого використання інтелектуальних систем пошуку ліквідності та маршрутизації замовлень.

## Література:

- Gkantinis, S. Regulation and Innovation: Comparing the U.S. and European Stock Trading Markets [Електронний ресурс]. — 2006, — с.13 — Режим доступу: <http://lsr.nellco.org/harvard/students/papers/13>.
  - NYSE Euronext Announces Trading Volumes for December 2010 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nyse.com/>. — Заголовок з екрану.
  - Market Share Statistics — December 2010. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nasdaqtrader.com/>. — Заголовок з екрану.
  - Офіційний сайт компанії Direct Edge. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.directedge.com/>.
  - Stoll, H. Market Microstructure / H. Stoll // Financial Markets Research Center, Working paper. — 2002. — Nr.01—16.
  - New York Stock Exchange Price List 2011. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.nyse.com/>. — Заголовок з екрану.
  - Malcolm K., Tilden, M., Wilsdon, T. International, Evaluation of the economic impacts of the Financial Services Action Plan / K. Malcolm // Prepared For: European Commission Internal Market and Services DG, London, — 03.2009.
  - Gomber P., Pierron A. MiFID — Spirit and Reality of a European Financial Markets Directive / P. Gomber, A. Pierron // Goethe University Frankfurt, Celent. — 2010 р.
  - Cave, T., MTFs could face 'further consolidation' from trading slump, / T. Cave. — 19.08.2010 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.efinancialnews.com/story/2010-08-19/mtfs-face-uncertain-future/>. Заголовок з екрану.
- Стаття надійшла до редакції 10.06.2011 р.*

<sup>6</sup> Власниками Chi-X Europe є такі фінансово-банківські установи як ABN AMRO Clearing, BNP Paribas, Citadel, Citigroup, Credit Suisse, GETCO Europe Ltd, Goldman Sachs, Instinet Holdings, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Optiver, Societe Generale та UBS.

— БТЗ Turquoise було засновано консорціум банків: UBS, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Credit Suisse, BNP Paribas, Societe Generale, Deutsche Bank, Merrill Lynch та Citigroup.

— БТЗ Burgundy було засновано у 2009 р. об'єднанням найбільших банківських установ Скандинавії: Avanza Bank, Carnegie Investment Bank, Danske Bank, DnB NOR, Evli Bank, HQ, Neonet, Nordea, Nordnet, SEB, Svenska Handelsbanken, Swedbank, Alandsbanken, Ohman.