

УДК 336.7

М. Ю. Ананьєв,  
старший викладач кафедри міжнародних фінансів ДВНЗ "КНЕУ ім. В. Гетьмана"

# ОРГАНІЗАЦІЙНО-РЕГУЛЯТИВНІ ФАКТОРИ РОЗВИТКУ ФОНДОВИХ РИНКІВ

M. Ananiev,  
senior lecturer of International Finance department of "Kyiv National Economic University named after V. Hetman"

## ORGANIZATIONAL AND REGULATORY FACTORS OF STOCK MARKETS DEVELOPMENT

**Стаття спрямована на дослідження та аналіз організаційно-регулятивних факторів розвитку ринку цінних паперів. Вона охоплює думки різних вчених та синтезує їх в окрему групу вищезазначених факторів. У статті зазначено найбільш ключові, на думку автора, організаційно-регулятивні фактори впливу на фондовий ринок.**

**This article aims to study and analyze organizational and regulatory factors of securities market development. It covers various academic opinions of scientists and synthesizes them into a separate group of factors that mentioned above. According to author, the paper indicating the most crucial organizational and regulatory impacts on the stock market development.**

*Ключові слова: ринок цінних паперів, інфраструктурне облаштування, моделі регуляції, правове забезпечення, організаційна фрагментарність.*

*Key words: securities market, infrastructure improvement, regulation models, legal support, organizational fragmentation.*

### ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

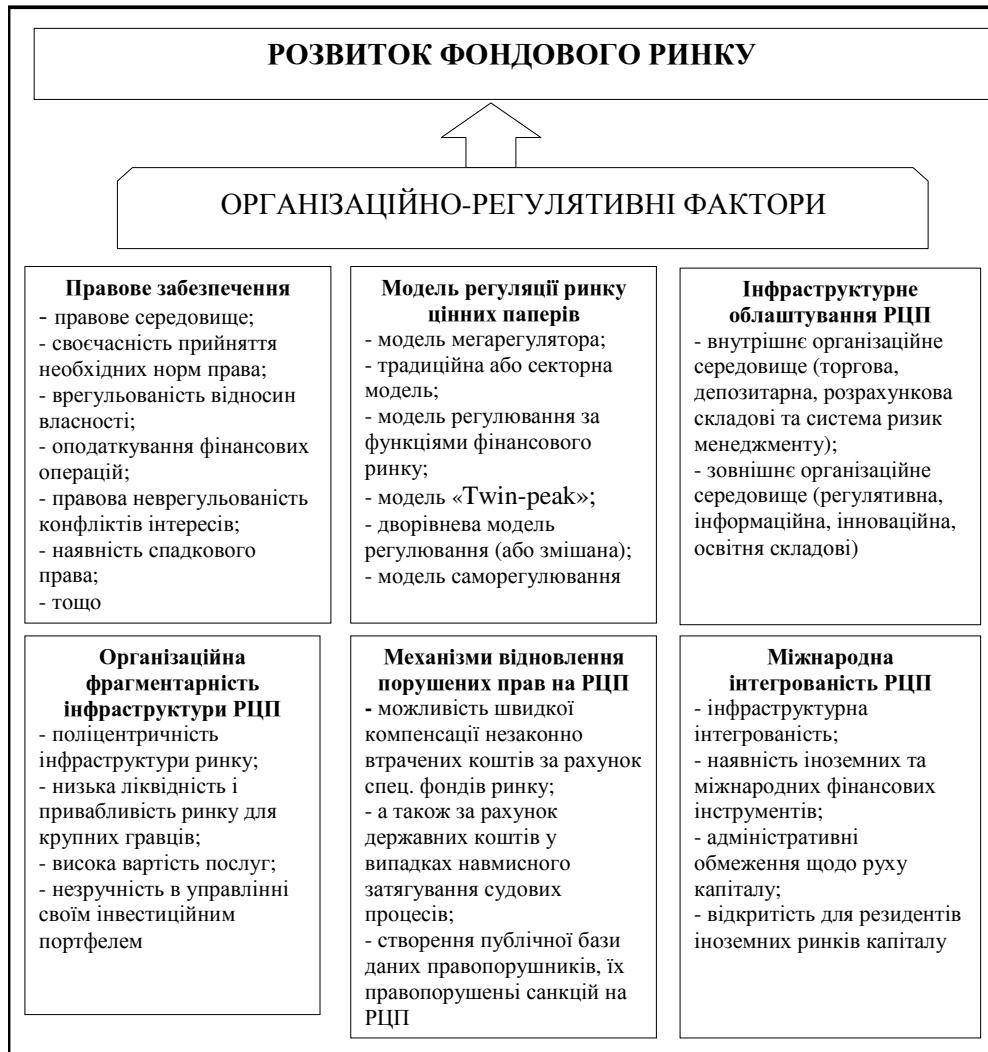
Динамічний розвиток інформаційно-комунікаційних технологій трансформував організаційно-регулятивну архітектуру глобального ринку цінних паперів. Поява світової Інтернет мережі та процеси лібералізації і дерегуляції на ринках, що розвиваються якісно прискорили процеси фінансової глобалізації, що в результаті призвело до більш інтенсивного руху капіталу. Інтенсифікація фінансових потоків між регіонами світу оживила та прискорила розвиток багатьох емергентних економік. Однак в умовах більш вільного та динамічного руху капіталу розвиток світового господарства і окремих країн став більш волатильним і вразливим, розширюючи межі системного ризику. Саме за рахунок ефективної організації елементів інфраструктури ринку цінних паперів (далі — РЦП), забезпеченням його необхідною та своєчасною нормативно-правовою базою, а також адаптованими до потреб ринку регулятивними інститутами, — надають реальному сектору економіки додатковий більш ефективний в порівнянні з банківським кредитом механізм залучення фінансових ресурсів. Лише ринки цінних паперів в умовах динамічного розвитку глобальної економіки, плаваючих валютних курсів та високої мобільності капіталу можуть забезпечити міжнародну стабільність.

### АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Проблематика даного дослідження активно розглядається в наукових дослідженнях як вітчизняних авторів, зокрема: О.М. Мозговий, М.О. Бурмака, Л.Б. Долінський, І.В. Вахрушин, Я.М. Міркін, В.А. Галанова, С.З. Мошенський, А.Ю. Молодкін та інші, а також іноземних: Л. Піатті, С. Ноя, Р. Подперія, М. Тейлор, А. Флемінг, П. Беннет, Л. Вай тощо. Також, багато матеріалу даної тематики можна зустріти в працях міжнародних організацій, зокрема: Світової федерації фондових бірж, Міжнародного банку розрахунків, Міжнародної організації комісій з цінних паперів тощо. Проте дані дослідження концентрують свою увагу на окремих складових висунутого автором питання.

### ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

Метою даної статті є збір, аналіз та узагальнення наукових досліджень з питань організаційно-регулятивних факторів розвитку ринків цінних паперів. Автором було зроблено спробу систематизувати та відобразити загальну картину ключових, на його думку, організаційно-регулятивних чинників, що впливають на розвиток ринку цінних паперів, торкаються прав та гарантій інвесторів, а також фінансового забезпечення реального сектору економіки.



**Рис. 1. Групи організаційно-регулятивних факторів розвитку фондових ринків**

Створено автором.

**ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ**

Організація ринку цінних паперів розглядається як комплекс заходів або дій, спрямованих на одержання оптимальних його параметрів задля найбільшої ефективності його використання. В словнику С.В. Мочерного зазначено, що "організація" — сукупність процесів або дій, що зумовлюють об'єднання елементів, частин у ціле, утворення життєздатної стійкої системи; внутрішня впорядкованість, взаємодія відносно незалежних частин цілого, зумовлена його будовою [1].

З авторської точки зору, весь блок організаційно-регулятивних факторів розвитку фондових ринків можна поділити на такі групи, що схематично відображені на рисунку 1.

Фондовий ринок є одним із найбільш регламентованих та регульованих ринків у світі. Рух капіталів, який відбувається через випуск і обіг різних видів цінних паперів та їх похідних, здійснюється у тісному зв'язку з системою законодавства та відносин власності, що склалися у державі. Сама специфіка ринку, що розкривається через його: масовість, рух великих обсягів капіталу, вимоги в його прозорості, справедливого ціноутворення, ризику, волатильність, захист прав учасників ринку тощо — порушують питання про створення надійної системи управління даним ринком через вве-

дення чисельних норм та правил, а також формування необхідних регулятивних та організаційних інститутів.

Правове забезпечення як фактор впливу на розвиток фондового ринку. Під правовим забезпеченням розуміється процес своєчасного прийняття необхідних для розвитку фондового ринку норм права. Головне їх завдання — це реалізація основних засад ринку цінних паперів, що були визначені в документі IOSCO "Цілі і принципи регулювання ринку цінних паперів": захист інвесторів; забезпечення функціонування справедливого, ефективного та прозорого ринку; зниження системних ризиків [2].

Як зазначає у своїй праці М.О. Бурмака, законодавство, що регулює фондові ринки, істотно відрізняється у різних країнах. Те, що детально регламентується законом у одній країні, носить неформальний характер або забезпечується саморегулюванням у іншій. Наприклад, законодавство про компанії у Німеччині вимагає, щоб до складу незалежної наглядової ради входили тільки зовнішні директори. В США теж саме завдання вирішується за допомогою правил Нью-Йоркської фондової біржі, яка приписує всім компаніям, акції яких котируються на біржі, створювати комітети по аудиту, до складу яких входять зовнішні директори. Тоді як у Великобританії ця мета досягається за допомогою доб-

Англосаксонська	Романо-германська	Релігійна
Основні характеристики		
<ul style="list-style-type: none"> <li>- відсутність рецепції римського права;</li> <li>- суддівський за своєю природою та змістом характер права;</li> <li>- розвиток загального права юристами-практиками;</li> <li>- менш абстрактний характер норм, ніж у романо-германському праві;</li> <li>- виокремлення в англосаксонському праві прецедентного та статутного права;</li> <li>- непоширеність кодифікації.</li> </ul> <p><b>Правові системи, що належать сюди:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- правова система Великої Британії;</li> <li>- правова система США;</li> <li>- правові системи країн Співдружності нації</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- домінування нормативно-правового акта як джерела права;</li> <li>- поділ системи права на публічне та приватне право;</li> <li>- диференціація та кодифікація галузей права;</li> <li>- нормативність права, розгляд норм права як загального правила поведінки, встановленого законодавцем.</li> </ul> <p><b>Правові системи, що належать сюди:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- романська група правових систем (Італія, Франція, Іспанія та ін.);</li> <li>- германська група (Німеччина, Австрія);</li> <li>- скандинавська група (Швеція, Данія, Норвегія, Фінляндія, Ісландія);</li> <li>- латиноамериканська (Аргентина, Бразилія, Чилі, Парагвай, Уругвай та ін.);</li> <li>- східно-європейська (Росія, Білорусь, Україна)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- нерозривний зв'язок з релігією;</li> <li>- персональний характер дії права;</li> <li>- часто не визнається принцип формальної рівності прав людини.</li> </ul> <p><b>Правові системи, що належать сюди:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ісламське право (Саудівська Аравія, Іран, Лівія, Пакистан, Єгипет, Сирія, Мавританія та ін.);</li> <li>- канонічне право (Ватикан);</li> <li>- іудейське право (Ізраїль);</li> <li>- індуське право (Індія, Бірма, Сінгапур, Малайзія).</li> </ul>

Рис. 2. Коротка характеристика правових систем

ровільного кодексу — так званого кодексу Кедбері. Отже, не дивлячись на зазначені відмінності правового забезпечення, ці правові норми направлені на досягнення однакової мети — забезпечити справедливість, ефективність та відкритість фондових ринків [3, с. 243].

З усієї сукупності факторів правового забезпечення, що впливають на розвиток, фондових ринків, автор зосереджує увагу саме на таких як: правове середовище (тобто, яку правову систему використовує країна); своєчасність прийняття необхідних норм права; врегульованість відносин власності; оподаткування фінансових операцій; наявність спадкового права; правова врегульованість конфліктів інтересів тощо.

Світова практика показує, що для розвитку фондового ринку найбільш цікавими є: англосаксонська, романо-германська, релігійна правові системи. Основні характеристики яких представлено на рисунку 2.

Якщо ми проаналізуємо сучасну світову географію розміщення найбільш розвинених ринків цінних паперів, то виявиться, що на першому місці з найбільш сприятливих правових систем для розвитку фондового ринку є англосаксонська, а за нею — романо-германська.

На основі компаративного аналізу вітчизняної та зарубіжної правової бази функціонування ринків цінних паперів виявлено, що країнам англосаксонської правової сім'ї притаманний аналітичний підхід до правового врегулювання суспільних відносин (тобто вони намагаються законодавчо прописати і врегулювати всі наявні суспільні відносини), тоді як представники романо-германської правової сім'ї використовують синтезуючий підхід (тобто намагаються узагальнити всі подібні суспільні відносини, виявити їх ознаки і, таким чином, одним нормативно-правовим приписом врегулювати цілу групу однорідних суспільних відносин).

Своєчасність правового врегулювання суспільних відносин на фінансових ринках є запорукою їх стабільності. Однак, сучасний світовий досвід показує, що нормотворчі органи жодної країни в світі не встигають за розвитком фінансової інженерії (наприклад, несвоєчасне врегулювання питання щодо "непокритої торгівлі на пониження; використання кредитно-дефолтних свопів тощо). Це все створює загрозу для стійкого економічного розвитку і формує потребу у перегляді стратегії нормативного забезпечення ринку та його регулювання. Розвиток інформаційно-комунікаційних систем вимагає від регуляторів та його учасників більш мобіль-

них, оперативних та інтегрованих у ринок систем регуляції задля швидкого одержання, обробки та аналізу інформації і відповідно попередження негативних наслідків та економічних шоків. Для того щоб, вчасно забезпечувати фондовий ринок необхідними правовими нормами, потрібно перейти на такий принцип права як: "дозволено лише те, що прописано законом", тобто, якщо виникає потреба у створенні чогось нового (наприклад, фінансового інструменту), то учасники ринку ставлять до відома регулятор і разом продумують як ці відносини регламентувати. А на сьогодні діє принцип: "дозволено все, що не заборонено законом", тобто це дає можливість учасникам ринку використовувати як існуючі прогалини у чинному законодавстві, так і відсутність відповідних норм. Таким чином, регулятор повинен направляти творчий потенціал ринку у правильне русло та попереджати чинники системного ризику.

Одним із важливих питань для розвитку ринку цінних паперів є правова урегульованість відносин власності, а також, рівень їх охорони, відновлення в результаті порушення та механізми компенсації. Як зазначає Я.М. Міркін, чим вища в країні частка крупних власників в акціонерних капіталах, тим нижчий рівень захисту акціонерів як з точки зору повноти правових норм, так і правозастосування. Крім того, рівень захисту прав акціонерів у країнах романо-германської правової системи буде завжди нижчим, ніж у країнах англо-американської правової сім'ї. Відповідно, слід признати неминучість обмеженості захисту прав акціонерів в країнах, власність в яких зібрана в крупних пакетах акцій. Кодекси корпоративного управління, що створюються в цих країнах, будуть мати обмежений характер. Оскільки потоки грошових ресурсів, що направляються в реальний сектор, будуть формуватися на основі прямих інвестицій (навіть у формі акцій) і боргових ринків. До тих пір, поки власність зібрана в крупні пакети, ринок акцій і портфельні інвестиції будуть мати другорядне значення, носитимуть спекулятивний характер, і тому ніякої ролі у розвитку економіки відігравати не будуть [4, с. 408].

Ще одним важливим регулятивним важелем є оподаткування фінансових операцій. Досі у світі ще нема єдиного консенсусу щодо ведення податку на фінансові операції, так званого "податку Тобіна". Дж. Тобін був послідовником Дж.М. Кейнса та його ідеї в 1936 р. про введення податку на операції спекулянтів з Wall Street, в яких він вбачав причину високої волатильності на рин-

ку. "Податок Тобіна" спочатку був визначений як податок на операції з обміну валюти. Ця ідея Дж.Тобіна була запропонована в 1972 р. майже відразу після краху Бреттон-Вудської валютної системи, коли 15 серпня 1971 р. президент США Р. Ніксон оголосив, що долар більше не буде конвертуватися в золото. Після цього долар став єдиною резервною валютою для країн Бреттон-Вудської системи. В світлі таких подій Дж.Тобін запропонував ввести міжнародний податок на обмінні операції з валютою з метою забезпечення міжнародної валютної стабільності та усунення волатильності. Однак, практика введення "податку Тобіна" уже мала місце в історії в шведській економіці (в 1984 р. було введено податок на операції з акціями в розмірі 0,5% і операцій з інструментами з фіксованим доходом у розмірі 0,002 і 0,003% від обсягу). Імплементация даного податку мала негативні наслідки, по-перше, зменшились обсяги торгів (і відповідно ліквідність); по-друге, державна казна суттєво недоотримала заплановані надходження від даного податку (планувала на рік одержувати 1,5 млрд шведських крон, а в середньому одержувала 50 млн шведських крон); по-третє, капітал країни емігрував до інших економік з кращими податковими умовами. Отже, впровадження даного податку передбачає більше негативних наслідків для економіки, ніж позитивних.

Модель регуляції. Відмінності у правилах та опосередкована взаємодія між різними законами та положеннями щодо правового забезпечення можуть призвести до створення різноманітних моделей регуляції ринку.

Автори К.В. Муравйов, О.В. Субочев, В.В. Токар виділяють два основні види регулювання фондового ринку: внутрішнє (підпорядкування учасників фондового ринку власним нормативним документам: статуту, правилам і стандартам діяльності тощо) і зовнішнє (підпорядкування діяльності учасників фондового ринку нормативним актам держави, інших організацій і міжнародним угодам, громадському регулюванню через механізм громадської думки). Вищезазначені автори виокремлюють наступні моделі регулятивної інфраструктури фондового ринку: централізована (повна концентрація регулятивних повноважень у держави в особі її спеціалізованих органів, зокрема комісії з цінних паперів, підрозділу Міністерства фінансів, Центрального банку тощо); децентралізована (передача регулятивних повноважень саморегульованим організаціям професійних учасників фондового ринку) та змішана (поєднання регулятивних повноважень державних спеціальних органів і саморегульованих організацій) [5, с. 20].

С.З. Мошенський у своїй монографії виокремлює чотири основні моделі спеціального нагляду за діяльністю фінансових установ:

— традиційна або секторна модель (передбачає розподіл повноважень регулятивних органів за секторами фінансового ринку — банківського, страхового, ринку цінних паперів тощо. Такий спосіб, на його думку, спрощує регулювання ринку фінансового ринку, оскільки за кожний сектор ринку відповідає окремий орган, а дублювання функцій зводиться до мінімуму;

— модель мегарегулятора (контроль за будь-якою діяльністю з надання фінансових послуг (банками та небанківськими організаціями) проводить єдиний орган. Функції мегарегулятора охоплюють функції тих регулятивних органів, які увійшли до його складу);

— модель перехресного регулювання (так звана *Twin-peak model*, повноваження з пруденційного нагляду передані одному органу, а повноваження з регулю-

вання комерційних операцій на фінансовому ринку — іншому);

— модель регулювання за функціями фінансового ринку (розширений варіант перехресного регулювання, коли кількість регулятивних органів визначається кількістю функцій фінансового ринку, тобто для нагляду за реалізацією кожної з них створюється окремий орган. Як зазначають Г. Ді Джорджіо, С. Ді Ноя і Л. Піатті, оскільки фінансовий ринок має шість основних функцій (проведення платежів, акумуляція ресурсів і диверсифікація портфеля, забезпечення ефективного управління, акумуляція інформації про ціни, компенсування інформаційної асиметрії), то має бути шість регулятивних органів. Кожен з яких контролює реалізацію однієї з цих функцій [6, с. 8]. Основним недоліком цієї моделі є ризик надмірного подрібнення компетентності кожного з регулятивних органів. С.З. Мошенський стверджує, що секторна модель поступово втрачає популярність, і країни з розвиненими фінансовими ринками від неї відходять, оскільки, така модель властива недостатньо розвиненим ринкам. Основною причиною переходу до мегарегуляторів є зростання лібералізації ринків та їх відкритості, а також створення фінансових конгломератів. Поява нових фінансових інструментів також спричинила ускладнення для регулятивних органів в результаті зростаючої кількості перехресних фінансових продуктів (банки пропонують страхові та пенсійні послуги, а страхові компанії — банківські, банки стають універсальними фінансовими установами тощо) [7, с. 288].

Критики створення мегарегулятора стверджують, що в разі дотримання традиційного підходу й ефективної організації механізмів взаємодії між окремими наглядовими органами немає потреби у його створенні. До того ж, його створення може призвести до посилення бюрократизації регулятивної системи, особливо в економіках, що розвиваються. Також існує побоювання, що створення мегарегулятора над всім фінансовим ринком, може залишити окремі сектори цього ринку (наприклад, ринок цінних паперів, страховий ринок тощо) якісного регулювання та нагляду [8].

Модель саморегулювання передбачає контроль та нагляд за ринком цінних паперів самими учасниками ринку, а саме: фінансовими посередниками (брокери, дилери, компанії з управління активами тощо) через їх об'єднання в саморегульовані організації. Головна ідея такого підходу полягає в тому, що учасники ринку краще знають проблеми та недоліки ринку і приймають необхідні рішення. Більш того, такий вид регулювання ринку цінних паперів здійснюється за рахунок самих учасників ринку і в їх інтересах. Однак проблема такого регулятивного підходу — це можливість монополізації ринку та лобіювання інтересів крупних учасників, що порушує конкурентні принципи. На сьогодні в чистому вигляді дана модель не існує, вона завжди поєднується з державним регулюванням. Класичним прикладом такої моделі регулювання фондового ринку була Великобританія до 1986 р. (до прийняття закону "Про фінансові послуги").

Механізми відновлення порушених прав. Даний чинник стосується питання відповідальності на ринку цінних паперів та його законодавче оформлення. Задля забезпечення привабливості ринку, держава повинна забезпечити надійність приватних інвестицій, а в результаті порушення прав — створити компенсаційні механізми, які б могли реально повернути втрачені кошти. А не

лише притягти до кримінальної чи адміністративної відповідальності правопорушника, оскільки, на фінансових ринках, для потерпілої сторони більш важливим є питання повернення своїх коштів, а не те що буде з правопорушником. Наприклад, у США відповідальність за інсайдерську торгівлю передбачено трьохкратне відшкодування незаконно одержаного прибутку, в Китаї — відшкодування в п'ятикратному розмірі, а також можливе притягнення до кримінальної відповідальності [9, с. 45], в Росії — штраф до 1 млн рубл. та/або позбавлення волі до 6 років (ст. 185.6 Уголовного кодексу РФ от 13.06.1996г. №63-ФЗ), в Україні — штраф у розмірі до 850 тис. грн. або 150% від одержаного прибутку в результаті такої діяльності (ч.12 ст.11 ЗУ "Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні" від 30.10.1996 р. №448/96-ВР), а за кримінальним кодексом України — штраф 12,75 — 85 тис. грн. з можливістю позбавлення права обіймати певні посади до 3-х років (ч.1-2 ст. 232-1 ККУ від 05.04.2001 №2341-III). Таким чином, з даного прикладу видно, що найкращий компенсаційний механізм закладено саме у китайському праві, оскільки передбачено п'ятикратне відшкодування збитку, тоді як в Україні взагалі колізія норм і фактично можна навіть обирати санкції або з ККУ, або із ЗУ "Про державне регулювання РЦП в Україні".

Ще одним важливим питанням є створення компенсаційних механізмів у випадках, коли у правопорушника недостатньо коштів для відшкодування завданих збитків потерпілій стороні. В такій ситуації держава повинна займати активну роль через створення систем:

- відшкодування втрачених коштів потерпілій стороні за рахунок створених спеціальних фондів коштів як внески фінансових посередників ринку відповідно до їх розміру операцій на РЦП;

- створення механізмів швидкого відшкодування незаконних грошових збитків потерпілій стороні за рахунок державних коштів у випадку тривалих судових тяжб, що навмисно затягуються;

- попередження ризиків банкрутства фінансових посередників і контрагентів ринку (встановлення належних вимог до капіталу і усунення дрібних учасників; створення системи онлайн моніторингу фінансового стану проф. учасників РЦП; особливий контроль за системними фінансовими організаціями країни;

- ефективна ліквідація або санація боржника з метою одержання державою в майбутньому затрачених коштів на відновлення порушених прав учасників ринку (яскравим прикладом може слугувати ситуація із спасінням американської страхової компанії AIG від банкрутства. Міністерство фінансів США та Федеральний резервний банк Нью-Йорку затратили в загальному на підтримку цієї компанії 182,3 млрд дол., а повернули через декілька років 205 млрд дол. Тобто держава змогла спасти компанію і ще й одержати прибуток в 22,7 млрд дол.);

- збереження даних про правопорушників та їх правопорушень на даному ринку в державних базах даних з можливістю публічного доступу. А також, внесення їх у "чорні списки", які будуть унеможливлювати займати даними особами відповідні посади, очолювати фінансові компанії та надавати фінансові послуги.

Задача держави повинна полягати в тому, щоб створити такі умови на ринку, щоб у його учасників навіть не виникало бажання зловживати або недобросовісно вести свій бізнес. Відповідальність повинна торкатись не лише юридичних осіб, а й фізичних, якщо буде дове-

дено їх провину у навмисному доведенні компанії до банкрутства або використання її не за призначенням (тобто, не для тих цілей, які прописані в установчих документах організації) тощо.

Інфраструктурне облаштування РЦП. Згідно з документом, опублікованим Комітетом з платіжних і розрахункових систем (BIS) і Міжнародною організацією комісій з цінних паперів (IOSCO) від 16 квітня 2012 року під інфраструктурою фінансових ринків розуміють функціонування: платіжних систем; центральних депозитаріїв цінних паперів; систем розрахунку по цінним паперам; центральних контрагентів (CCP) і торгових репозитаріїв (електронних баз даних про операції на фінансових ринках). Тобто поняття ІФР охоплює кліринг, розрахунки і запис транзакцій на фінансових ринках [10].

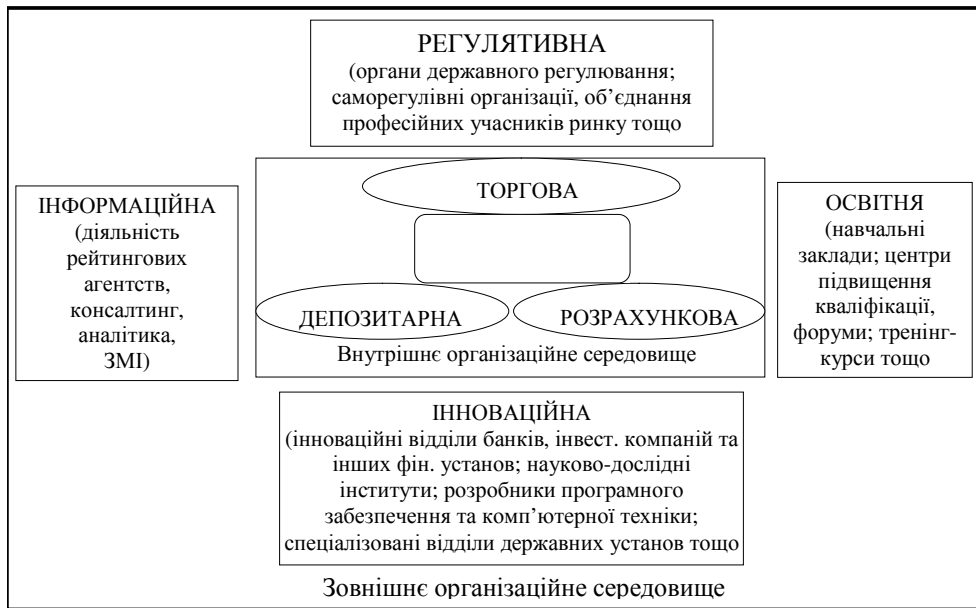
Якщо звернутися до поняття самого слова "інфраструктура", то його тлумачать як — комплекс взаємопов'язаних обслуговуючих структур, що складають і/або забезпечують основу для вирішення проблеми (завдання).

А.А. Мішарев під інфраструктурою РЦП розуміє посередницьку діяльність професійних учасників і розділяє її на два види: операційну та обслуговуючу. Операційна інфраструктура — це ті види професійної діяльності на РЦП, які передбачають укладання угод з цінними паперами, зведення в часі і просторі інтересів інвесторів і емітентів, а більш ширше — покупців і продавців цінних паперів (наприклад, брокерська, дилерська та управлінська діяльності). Обслуговуюча інфраструктура — це такі види діяльності, що передбачають надання різних послуг, які забезпечують умови здійснення угод з цінними паперами і дотримання інтересів та прав їх сторін (сюди відносять: клірингову, депозитарну діяльність, діяльність з ведення реєстру і організацію торгівлі цінними паперами [11, с. 61].

А.Ю. Молодкін у своєму дисертаційному дослідженні характеризує інфраструктуру ринку цінних паперів як самоорганізуючу систему, що включає сукупність обслуговуючих господарюючих суб'єктів в процесі товарообігу цінних паперів, комплексу технологій, які забезпечують функціонування РЦП, і систему страхування ризиків на фондовому ринку. В інфраструктурі РЦП він виокремлює два рівні: внутрішнє організаційне середовище (інститути, що забезпечують процес укладання і виконання угод на основі розмежування функцій і спеціалізації діяльності). Сюди автор відносить такі складові інфраструктури РЦП як: облікова, торгова, розрахунково-клірингова; допоміжне або зовнішнє організаційне середовище (здійснює обслуговування внутрішньої інфраструктури і забезпечує її нормальне функціонування) [12, с. 29].

У даній роботі автор притримується підходу щодо інфраструктури РЦП, запропонованого А.Ю. Молодкіним, але із дещо скорегованими зовнішнім і внутрішнім організаційними середовищами. Тобто на національному рівні інфраструктура РЦП розглядається як дворівнева система, яка складається з: внутрішнього організаційного середовища (торгова, депозитарна, розрахункова складові та система ризик менеджменту); зовнішнього організаційного середовища (регулятивна, інформаційна, інноваційна, освітня). Схематично модель інфраструктури РЦП на національному рівні можна відобразити наступним чином на рисунку 3.

Розвиток інфраструктури йде паралельно з розвитком самого ринку, з ростом об'ємів на ньому. Головні задачі інфраструктури ринку цінних паперів, як зазначає В.М. Скрипниченко, зводяться до двох основних на-



**Рис. 3. Інфраструктура ринку цінних паперів на національному рівні**

Створено автором.

прямків: управління ризиками на ринку цінних паперів; зниження вартості проведення операцій. Роль інфраструктури в управлінні ризиком полягає в тому, щоб відокремити різні види ризику (організаційні, фінансові, адміністративні тощо) один від одного і дозволити перекласти визначені види ризиків на інфраструктуру; визначати відповідального за реалізацію ризику; реалізувати відповідальність учасників за заподіяні ними збитки [13, с. 41].

Організаційна фрагментарність інфраструктури ринку цінних паперів. У даній роботі організаційною фрагментарністю інфраструктури ринку цінних паперів розуміється наявність великої кількості локальних центрів (наприклад, фондових бірж), що розділяють загальний національний ринок цінних паперів на частини, де зосереджується інформація про учасників ринку, попит та пропозицію. Така поліцентричність інфраструктури ринку цінних паперів порушує права інвесторів щодо: одержання найкращої ціни на певний фінансовий інструмент; загальної інформації про ринок та його товар; переплати за послуги посередників кожної із складових ринку; незручності управління своїм інвестиційним портфелем; зниження ліквідності ринку і як наслідок підвищення його маніпулятивності; зниження інвестиційної привабливості ринку для крупних гравців, що можна побачити з розмірів припливу капіталу на ринок; відсутності альтернативного банківському депозиту джерела інвестиції для резидентів певної країни тощо.

Основними проявами фрагментарності на емергентних фінансових ринках є поліцентричність інфраструктури і високий рівень сегментації ринку. Торги проводяться переважно з невеликою кількістю цінних паперів великих емітентів на торгових майданчиках, що знижує ліквідність, збільшує різницю в цінах і затрудняє вибір біржі. Крім того, ускладнюється контроль якості операцій з цінними паперами та здійснення їх моніторингу. Все це призводить до підвищення ризиків і збільшення ймовірності зловживань на таких ринках цінних паперів. Тому, наявність централізованої біржі збільшує консолідацію і ліквідність ринку, оскільки вся інформація зосереджена в одному центрі. Внаслідок цього зростають

обсяги операцій, що підвищує глибину ринку, зменшуючи транзакційні витрати.

На думку А. Фріно, конкуренція бірж і фрагментація ринку навряд чи понижує вартість транзакції, більш того, загрожує ліквідності. Він, стверджує, що фрагментований ринок призводить до пониження торгової активності і відповідно, розширюються бід-аск спреди. Навіть невелике розширення бід-аск спредів нівелює зменшення комісійних через збільшення вартості транзакції. Таким чином, фрагментація торгової інфраструктури призводить до збільшення загальної вартості транзакції і зменшення ліквідності ринку [14, р. 24].

Міжнародна інтегрованість РЦП. Даний організаційно-регулятивний чинник розвитку РЦП характеризується мірою взаємодії та взаємозалежності між інфраструктурою і учасниками вітчизняного фондового ринку з іншими іноземними ринками цінних паперів. Ступінь міжнародності національного РЦП можна визначити за наступними параметрами: наявність на вітчизняних торгових площадках іноземних цінних паперів та їх кількість; налягненість взаємозв'язків національної депозитарної системи з депозитарними системами інших країн та міжнародними депозитарними системами (глобальними кастодіанами, міжнародними центральними депозитаріями); інтеграція вітчизняних фондових бірж з міжнародними операторами фондового ринку; обсяги руху капіталів і палітра напрямів; сприятливі нормативні та адміністративні обмеження щодо руху валюти, цінних паперів, похідних; нормативне забезпечення здійснення операцій з іноземними, міжнародними цінними паперами ("єврооблігації", "євроакції" тощо) як резидентами, так і не резидентами РЦП; доступність для пересічного вітчизняного інвестора іноземних ринків цінних паперів, можливість та надійність прямого володіння акціями іноземних компаній тощо.

### ВИСНОВКИ

У сучасних умовах розвитку глобальної економіки, РЦП є тим ринковим механізмом, за допомогою якого можна "згладжувати" тимчасові кризи ділової активності, силу впливу зовнішніх факторів, впливати на розвиток окремих галузей економіки, а також слугувати

об'єктом диверсифікації та примноження приватних заощаджень. Все це можливо через побудову ефективної, надійної організаційно-регулятивної інфраструктури ринку цінних паперів, своєчасного нормативно-правового забезпечення та створення надійних систем швидкої компенсації незаконно втрачених на даному ринку грошових коштів (технічні збої на біржі, шахрайство фінансових посередників, їх банкрутство, опосередкована взаємодія з клієнтами тощо). Розвиток фондового ринку — це не самоціль, а лише посилення одного із каналів фінансового забезпечення реального сектору економіки, що є більш гнучкішим і ширшим, ніж банківський кредит.

Література:

1. Мочерний С.В. / Економічна енциклопедія: у трьох томах, Т. 2. — К.: Видавничий центр "Академія", 2001. — 848 с.
2. Документи Міжнародної організації комісії з цінних паперів (IOSCO)/Цілі та принципи IOSCO, June 2010. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>
3. Бурмака М.О., Бутенко Д.С., Долінський Л.Б. / Біржовий фондовий ринок України: навч. посібник. — К.: АДС УМК Центр, 2013. — 264 с.
4. Миркин Я.М. / Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.
5. Муравйов К.В. Правове регулювання ринку цінних паперів: навч. посіб. — К.: "Центр учбової літератури", 2012. — 272 с.
6. Di Giorgio G., Di Noia C., Piatti L. Financial market regulation: The case of Italy and a proposal for the Euro area. — The Wharton School, University of Pennsylvania [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-24.html>
7. Мошенський С.З. Фондовий ринок та інституційне інвестування в Україні: вплив на інвестиційну безпеку держави: монографія. — Житомир: ЖДТУ, 2008. — 432 с.
8. Taylor M., Fleming A. Integrated financial supervision: lessons of the Northern European experience / World Bank Policy Research Working Paper №2223. — 1999. — 35 p. [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://wbln0018.worldbank.org/research/workpapers.nsf/bd04ac9da150d30385256815005076ce/5f52ea1e6cf0a3518525682c005bdf1e/\\$FILE/wps2223.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/research/workpapers.nsf/bd04ac9da150d30385256815005076ce/5f52ea1e6cf0a3518525682c005bdf1e/$FILE/wps2223.pdf)
9. Вахрушин И.В. Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы: дис. на соискание у.с. к.э.н. — Москва, 2009.
10. Офіційний сайт Міжнародного Банку Розрахунків, [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/press/p120416.htm>
11. Мишарев А.А. Рынок ценных бумаг. — СПб.: Питер, 2007. — 256 с.
12. Молодкин А.Ю. Формирование инфраструктуры рынка ценных бумаг: дисс. на соискание у.с. к.э.н. — Москва, 2009.
13. Скрипниченко В.М., Мальцев Д.М., Голубев А.А. Фондовые рынки и операции: учебное пособие. — СПб.: СПб НИУ ИТМО, 2014. — 130 с.
14. World Federation of Exchanges/Focus — NO 235 — September 2012/52nd WFE Annual Meeting [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.world-exchanges.org/files/files/focus/pdf/Focus\\_2012\\_09.pdf](http://www.world-exchanges.org/files/files/focus/pdf/Focus_2012_09.pdf)

References:

1. Mochernyj, S.V. (2001), Ekonomichna entsyklopediia: u tr'okh tomakh, T.2. [Economic Encyclopedia: in three volumes, Vol.2], Vydavnychyj tsentr Akademiia, Kyiv, Ukraine.
2. The official site of The International Organization of Securities Commissions (2010), "Objectives and Principles of Securities Regulation", [Online], available at: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf> (Accessed 24 November 2014).
3. Burmaka, M.O. Butenko, D.S. and Dolins'kyj, L.B. (2013), Birzhovij fondovij rynek Ukrainy: navch.posibnyk [Stock exchange market of Ukraine: tutorial], ADS UMK Tsent, Kyiv, Ukraine.
4. Myrkyn, Y.M. (2002), Rynek tsennykh bumah Rossyy: vozdejstvye fundamental'nykh faktorov, prohnaz y polytyka razvytyia [Russia's Stock market: the impact of fundamental factors, forecast and development policy], Al'pyna Pablysher, Moscow, Russia.
5. Muravjov, K.V. (2012), Pravove rehuliuвання rynku tsinnykh paperiv: navch.posib [Legal Regulation of securities market: tutorial], Tsent uchbovoi literatury, Kyiv, Ukraine.
6. Di Giorgio, G. Di Noia, C. and Piatti, L. (2000), "Financial market regulation: The case of Italy and a proposal for the Euro area", The Wharton School University of Pennsylvania, [Online], available at: <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-24.html> (Accessed 24 November 2014).
7. Moshens'kyj, S.Z. (2008), Fondovij rynek ta instytutsijne investuvannia v Ukraini: vplyv na investytsijnu bezpeku derzhavy: monohrafiia [Stock market and institutional investment in Ukraine: the impact on investment security state: monograph.], Zhytomyr, Ukraine.
8. Taylor, M. and Fleming, A. (1999), "Integrated financial supervision: lessons of the Northern European experience", World Bank Policy Research Working Paper №2223, [Online], available at: [http://wbln0018.worldbank.org/research/workpapers.nsf/bd04ac9da150d30385256815005076ce/5f52ea1e6cf0a3518525682c005bdf1e/\\$FILE/wps2223.pdf](http://wbln0018.worldbank.org/research/workpapers.nsf/bd04ac9da150d30385256815005076ce/5f52ea1e6cf0a3518525682c005bdf1e/$FILE/wps2223.pdf) (Accessed 24 November 2014).
9. Vakhrushyn, Y.V. (2009), Rynek tsennykh bumah KNR: sostoianye, razvytye, perspektyvy [Securities Market of China: state-of-market, development and prospects], Abstract of Ph.D. dissertation, Moscow, Russia.
10. The official site of the Bank for International Settlements (2014), [Online], available at: <http://www.bis.org/press/p120416.htm> (Accessed 24 November 2014).
11. Mysharev, A.A. (2007), Rynek tsennykh bumah [Securities market], St. Petersburg, Russia.
12. Molodkyn, A.Y. (2009), Formyrovanye ynfrastrukturny rynga tsennykh bumah [Formation of the securities market infrastructure], Abstract of Ph.D. dissertation, Moscow, Russia.
13. Skrypnychenko, V.M. Mal'tsev, D.M. and Holubev, A.A. (2014), Fondovye rynky y operatsyy: uchebnoe posobyie [Stock markets and operations: tutorial], NYU YTMO, St. Petersburg, Russia.
14. The official site of World Federation of Exchanges (2012), "52nd WFE Annual Meeting", Focus, vol. 235, [Online], available at: [http://www.world-exchanges.org/files/files/focus/pdf/Focus\\_2012\\_09.pdf](http://www.world-exchanges.org/files/files/focus/pdf/Focus_2012_09.pdf) (Accessed 24 November 2014).

Стаття надійшла до редакції 24.11.2014 р.