

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ДВНЗ «КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»

Кваліфікаційна наукова
праця на правах рукопису

АНАНЬЄВ МИКОЛА ЮРІЙОВИЧ

УДК: 336.761

ДИСЕРТАЦІЯ

ГЛОБАЛЬНІ ДЕТЕРМІНАНТИ РОЗВИТКУ РИНКІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство
і міжнародні економічні відносини

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело
Ананьєв М.Ю. _____

Науковий керівник: Мозговий Олег Миколайович, доктор економічних наук,
професор, заслужений економіст України

Київ - 2018

АНОТАЦІЯ

Ананьєв М.Ю. Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів. – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини. ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». – Київ, 2018.

Зміст анотації. Дисертацію присвячено комплексному дослідженню глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів, їх ідентифікації, оцінці, виявлення новітніх викликів та обґрунтуванню умов і заходів щодо побудови збалансованої моделі світового ринку цінних паперів.

У межах постіндустріальної парадигми еволюційного розвитку обґрунтовано глобальні детермінанти трансформації ринку цінних паперів на основі авторського концептуального підходу, що включає: ідентифікацію їх критеріїв, виокремлення моделей ринкової корпоративної поведінки, історичну періодизацію розвитку відносин і механізмів у сфері цінних паперів. Ідентифіковано глобальні детермінанти його розвитку, зокрема: діджиталізація та віртуалізація, інструментальна диверсифікація, всеохоплююча інституціоналізація, регуляторна уніфікація, кризовість та турбулентність. Проведено комплексне наукове дослідження глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів на основі систем факторів: фундаментальних, інформаційно-технологічних та організаційно-регуляторних; показано, що кожна із зазначених систем охоплює відповідну множину чинників: раціональні очікування учасників ринку, соціальні норми, форма держави, інформаційно-комунікаційні технології, модель регуляції ринку, інфраструктурне облаштування ринку, повнота законодавства та міра інтегрованості в глобальний фінансовий простір. При дослідженні сучасних викликів глобального ринку цінних паперів, запропоновано напрямки їх нейтралізації, зокрема:

інституційних інструментів та регуляторних важелів. Перший передбачає перехід до наднаціонального регулювання глобального ринку цінних паперів через створення Інклюзивної моделі глобальної регулювання фінансового ринку, а також створення збалансованої моделі світового ринку цінних паперів. Другий – включає набір складових світової фінансової політики, що зосереджені в реалізації: ефективної монетарної політики, диференційованих відсоткових ставок, ефективному управлінню державними цінним паперами, активної і пасивної моделі відсоткових ставок, розмежування операцій з клієнтськими коштами і власними, обліку та особливому контролю за системно важливими фінансовими організаціями.

В дослідженні здійснено періодизацію розвитку ринків цінних паперів в світовій економіці. Виділено 6 етапів його розвитку: античний ринок цінних паперів (до V ст. н.е.); середньовічний ринок цінних паперів (період з XI по XV ст.); зародження базових інструментів (XVI – XVIII ст.); інтернаціоналізаційний (XIX ст. – початок XX ст.); державно-регулятивний (середина XX ст.) та глобалізаційний (кінець XX ст. – початок XXI ст.); виокремлено критерії та їх характерні риси етапів еволюції світового ринку цінних паперів. Дана періодизація є комплексною та повною, що охоплює всю історію розвитку ринків цінних паперів, що згадуються в джерелах роботи на противагу існуючим, що досліджують історію фрагментарно.

Досліджено роль інструментів монетарної політики в розвитку ринків цінних паперів. На підставі успішної світової практики (США, ЄС, Японія), здійснено спробу розмежувати інструменти центрального банку від його завдань в реалізації грошової політики. Встановлено, що обмінний курс, інфляція, відсоткові ставки – це інструменти монетарної політики, і ніяк не можуть виступати в ролі її завдань/цілей, що має місце на сьогодні в законодавстві України; пропонується змінити існуючі завдання монетарної політики центрального банку на наступні: рівень/темпи економічного зростання; зайнятість/рівень безробіття; вартість кредитних грошей; альтернативність залучення коштів на вигідних умовах; продуктивність праці; купівельна спроможність громадянина; забезпечення стабільності фінансової системи і попередження системних ризиків на фінансових ринках; забезпечення суспільної довіри до фінансової системи країни.

Удосконалено методику оцінки впливу інструментів монетарної політики (грошової емісії, кредитної відсоткової ставки) на масштаби капіталізації лістингових компаній засобами економетричного моделювання з попередньо проведеним групуванням обраної вибірки із 47 країн методом кластеризації, враховуючи різні рівні розвитку ринків акцій за такими параметрами – вартість лістингових компаній, обсяг торгів лістинговими акціями, кількість лістингових компаній; це дало змогу розвинути існуючі підходи щодо вдосконалення монетарної політики центральних банків країн з метою розвитку ринку акцій, покращення інвестиційного клімату та залучення іноземних інвестицій.

В роботі проведено дослідження новітніх викликів фінансового глобалізму за характером впливу на світовий ринок цінних паперів з угрупованням їх на: організаційні (виклики, що стосуються питань побудови глобальної архітектури ринку цінних паперів, вирішення проблем його фрагментації та координації дій); регулятивні (виклики, пов'язані зі створенням глобальної системи регулювання та моніторингу; попередження ризиків та їх усунення; захист прав споживачів міжнародних фінансових послуг; механізми відновлення їх порушених прав; забезпечення прозорості ринку в глобальному масштабі); технологічні (виклики, пов'язані із сучасними фінансовими інноваціями та технологією торгівлі, технічними збоями як програмного забезпечення так і обладнання, кібербезпекою); інформаційні (виклики, що виникають в результаті інформаційної асиметрії, питань захисту інформації у віртуальному просторі); економічні (виклики, що характеризуються глобальними дисбалансами у економічних відносинах між країнами, глобальними економічними шоками, різним рівнем розвитку країн світу); культурологічні (виклики, що включають конфлікти різних систем цінностей, їх неузгодженість та протиріччя); правові (виклики, пов'язанні зі зростаючою потребою глобальних учасників в нормах загального міжнародного права, які були б легітимними та діючими); судові (виклики щодо ефективності захисту своїх прав та власності в глобальному розрізі; неможливість одержання об'єктивних судових рішень в умовах конфліктів між країнами та їх конкуренції; виникає необхідність в створенні міжнародних універсальних судових інстанцій).

Надані пропозиції щодо налаштування інфраструктурних та регулятивних параметрів вітчизняної фінансової системи задля успішної її інтеграції в глобальний фінансовий простір; запропоновано інформаційно-інтегровану модель регулювання фінансового ринку України, що складається з чотирьох рівнів: регулятивний; інфраструктурний; рівень споживачів інфраструктурних послуг; рівень споживачів фінансових послуг; пропонується створення мегарегулятора на фінансовому ринку на базі НБУ із зміною його місії (цілей), компетенцій та організаційної структури; для координації діяльності на фінансовому ринку з іншими органами влади, пропонується створити – Національну фінансову раду; для підвищення конкурентоспроможності інфраструктури вітчизняного ринку цінних паперів, збільшення його ліквідності, зручності в управлінні своїм інвестиційним портфелем, зменшення вартості трансакцій, запропоновано утворення холдингової компанії в формі публічного акціонерного товариства, власника інфраструктурних об'єктів: Центральної біржі, Розрахункового центру та Центрального депозитарію; в авторській моделі вітчизняної інфраструктури ринку цінних паперів запропонована можливість прямого доступу на фондову біржу фізичним та юридичним особам задля зменшення вартості трансакцій та ризиків; запропоновано створення на фінансовому ринку України – фондів гарантування незаконно втрачених грошових коштів споживачів фінансових послуг;

Наводяться підходи щодо поєднання державного і приватного регулювання фінансового ринку через створення впливової саморегульованої організації; пропонується надати їй повноваження з сертифікації відповідних учасників фінансового ринку, розробки етики ведення бізнесу в фінансовій сфері та механізмів контролю і впливу на порушників норм та правил поведінки на ринку: ініціювання розслідування, збір доказової бази в межах своєї компетенції, накладення штрафів, позбавлення членства, внесення до публічного «чорного списку».

Здійснено дослідження сутності та структури загального процесу глобалізації, виокремлено: економічну, політичну, соціальну, екологічну, правову, військову та інші складові; встановлено, що базисом для загальної глобалізації є розвиток форм та засобів комунікацій; розглянуто вплив глобалізації на

трансформацію національних ринків цінних паперів через: лібералізацію, дерегуляцію, інституціоналізацію, інтернаціоналізацію інструментів, учасників, інститутів та переходу до наднаціонального регулювання, моніторингу, нейтралізації загроз ринку.

В роботі дістав подальшого розвитку понятійний апарат стосовно ринку цінних паперів як комплексної системи суспільних відносин з приводу випуску, обігу та обліку фінансових інструментів, розрахунків за ними, регулювання правовідносин учасників ринку та його функціональної архітекtonіки, яка, з одного боку, відображає масштаб ринку цінних паперів через обсяги торгів за видами цінних паперів, ступінь інтегрованості національних ринків цінних паперів до світового, а з другого – трансверсальність зв'язків з їх оптимізацією щодо реалізації функцій та індикації ринкових трансформацій.

У дисертації проведене комплексне дослідження глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів та їх аналіз на основі систем факторів: фундаментальних, інформаційно-технологічних та організаційно-регуляторних. Проаналізовано визначальні фактори впливу, а також аргументовано пропозиції щодо побудови збалансованої моделі світового ринку цінних паперів. Інформаційна епоха підштовхує до зміни наукової парадигми ринку цінних паперів, що існувала в ХХ-му столітті. Руйнуються традиційні уявлення щодо національного підходу в організації ринку цінних паперів в сторону утворення глобальних інститутів та систем взаємодії, регулювання та санкцій.

Практичне значення одержаних результатів можуть бути використані в діяльності органів виконавчої влади щодо стратегічних цілей і пріоритетів фінансової політики України в умовах глобалізації. Одержані результати підтверджується довідками: Комітету Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської діяльності при розробці законів та їх проектів щодо: розширення спектру державних цінних паперів, відновлення довіри до банківської системи України, механізмів захисту учасників ринку цінних паперів, консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг, стимулювання участі громадян у інвестиційній діяльності та недержавному пенсійному

забезпеченні, лібералізації валютних операцій (довідка від 13.12.2017 р.); Апарату Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку при розробці нормативно-правових актів щодо побудови сучасної регулятивної, торгової та розрахунково-клірингової інфраструктур ринку цінних паперів України в контексті Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 р. (довідка від № 07/25224 від 10.11.2017 р.); ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (довідка від 20.11.2017 р.) про використання теоретичних напрацювань і висновків дисертаційного дослідження в навчальному процесі у ході викладання дисциплін «Фондовий ринок», «Торгівля цінними паперами», «Міжнародні фінанси» та «Фінанси міжнародних корпорацій» студентам.

Ключові слова: глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів, теорії ринку цінних паперів, системи факторів, наднаціональне регулювання, неотеричні виклики, збалансована модель, монетарна політика, фрагментарність ринку.

ANNOTATION

Ananiev M.U. Global determinants of securities markets' development. - Manuscript.

A thesis for Academic Degree of Candidate of Economic Science in specialty 08.00.02 – World Economy and International Economic Relations. – SHEE “Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman”. – Kyiv, 2018.

Content. The dissertation is devoted to the study of the essence, evaluation, identification, mechanisms of influence of global determinants on the development of securities markets.

The dissertation is devoted to the study of the world securities market global determinants on the basis of the author's conceptual approach, which includes: identification of criteria, selection of models of market corporate behavior, periodization of the genesis of relations and mechanisms in the field of securities. The global determinants of the development of securities markets are characterized by a

comprehensive determinative impact that is objective. Among them are digitalization and virtualization, instrumental diversification, comprehensive institutionalization, regulatory unification, crisisness and turbulence. Complex scientific research of securities markets' global determinants was conducted through the systems of factors: fundamental, informational and technological, organizational and regulatory. It has been shown that each of these systems covers the relevant set of determinants: rational expectations of market participants, social norms, state form, information and communication technologies, market regulation model, infrastructure development of the market, completeness of legislation and degree of integration into the global financial space. In researching the modern challenges of the global securities market, the directions of their neutralization are proposed, in particular: institutional and instrumental. Institutional provides the transition to supranational regulation of the global securities market through the creation of an Inclusive model of global regulation of the financial market, as well as the creation of The balanced model of the global securities market. Instrumental - includes a set of global financial policy constituents focused on implementing: effective monetary policy, differentiated interest rates, effective government securities management, active and passive model of interest rates, delineation of client and own operations, accounting and specific control over systemically important financial organizations.

The researches carried out periodization of development of securities markets in the world economy. Highlighted 6 stages of its development: the ancient market of securities (until the 5th century AD); medieval securities market (period from XI to XV century); formation of basic instruments (XVI - XVIII century); Internationalization of securities markets (XIX - first half of the XX century); Strengthening of the state control and regulation (middle of the XX century); globalization of securities markets (end of the XX – the beginning of the XXI century); This periodization is comprehensive and complete, covering the entire history of the development of securities markets in contrast to the existing fragmentary history studying.

Explored the role of the instruments of monetary policy in the development of the securities market. Taking into account the successful world practice (US, EU, Japan), an attempt was made to delimit the instruments of the central bank from its tasks in the

implementation of monetary policy. It is established that the exchange rate, inflation, interest rates are monetary policy instruments, and cannot in any way act as the tasks or goals (as we have in legislation of Ukraine. It is proposed to change the existing tasks of the central bank's monetary policy to the following: level / rates of economic growth; employment / unemployment rate; the cost of credit money; alternative attraction of funds on favorable terms; productivity; the purchasing power of a citizens; ensuring the stability of the financial system and preventing systemic risks in financial markets; providing public confidence in the financial system of the country.

In the work, the research of neoteric challenges of financial globalism was conducted on the nature of the impact on the world securities market, with grouping them into: organizational (challenges related to the construction of a global securities market architecture, addressing the problems of global market fragmentation and coordination of actions); regulatory (challenges associated with the creation of a global system for regulation and monitoring of the market, risk prevention and elimination, protection of the rights of consumers of international financial services, mechanisms for the restoration of their violated rights, ensuring market transparency globally, etc.); technological (challenges associated with modern financial innovations and trade technology, technical failures of both software and equipment, cyber security, etc.); information (challenges arising from unequal access to information (information asymmetry), information protection issues in the virtual space, etc.); economic (challenges characterized by global imbalances in economic relations between countries, global economic shocks, different levels of development of countries of the world, etc.); culturological (challenges involving conflicts of different value systems, their inconsistency and contradictions); legal (challenges associated with the growing need of global actors in global norms of law that would be legitimate and valid); judicial (challenges for the effective protection of their rights and property in a global context, the impossibility of obtaining objective judgments in the conditions of conflict between countries and their competition, the need for the creation of universal judicial authorities).

The methodology for assessing the impact of monetary policy instruments (monetary issue, credit interest rate) on the scale of listing companies' capitalization by

means of econometric modeling has been improved with the pre-selected grouping of the selected sample from 47 countries by the clusterization method, taking into account the different levels of stock market development by such parameters as the value of listing companies, the volume trades in listing shares, number of listing companies. This provided an opportunity to develop existing approaches to improve the monetary policy of central banks of countries in order to develop the stock market, improve the investment climate and attract foreign investment.

Provided suggestions on the adjustments of the infrastructure and regulatory parameters of the domestic financial system for its successful integration into the global financial space. The information-integrated model of regulation of the financial market of Ukraine is proposed, which consists of four levels: regulatory; Infrastructure; level of consumers of infrastructure services; level of consumers of financial services. It is proposed to create a mega-regulator in the financial market of Ukraine on the base of the National Bank of Ukraine with a change in its mission (goals), competencies and organizational structure. To coordinate activities in the financial market with other authorities, it is proposed to create a National Financial Council. To increase the competitiveness of the domestic securities market infrastructure, its liquidity, for the convenience of managing your investment portfolio and to reduce the value of transactions - to create a holding company in the form of a public joint stock company, owner of the infrastructure objects: the Central Exchange, the Clearing Center and the Central Depository; the author's model of the domestic securities market infrastructure offers the possibility of direct access to the stock exchange for individuals and legal entities in order to reduce transaction costs and risks. Proposed to create funds for guaranteeing illegally loss of money of financial services consumers.

The approaches to combining public and private regulation of the financial market through the creation of an influential self-regulatory organization are presented. It is proposed to give it the authority to certify the relevant participants in the financial market, the elaboration of the ethics of doing business in the financial sphere, and the mechanisms for monitoring and influencing violators of norms and rules of conduct in the market:

initiating an investigation, collecting evidence base within its competence, imposing fines, depriving membership, listing to the public "black list".

Analyzed the essence and structure of the general process of globalization and singled out the: economic, political, social, ecological, legal, military and other its components. It was found that the basis for globalization is the development of forms and means of communication. Considered the impact of globalization on the transformation of national securities markets, namely, liberalization, deregulation, institutionalization, internationalization of instruments, participants, institutions and the transition to supranational regulation, monitoring, neutralization of market threats.

Improved the conceptual apparatus concerning the securities market as an integrated system of social relations on the issue, circulation and accounting of financial instruments, settlement of them, regulation of legal relations of market participants and its functional architectonic, which, on the one hand, reflects the scale of the securities market through the volume of trades by the types of securities, the degree of integration of national securities markets to the world, and, on the other hand, the transversality of connections with their optimization on the implementation of functions and indicating the market transformations.

Conducted the complex research and analysis of securities markets' global determinants through a prism of system of factors: fundamental, informational, technological, organizational and regulatory. Analyzed the most important influence factors, and was substantiated the suggestions on the construction of a balanced model of the world securities market . The information age pushes for a change in the scientific paradigm of the securities market that existed in the twentieth century. The traditional ideas about the national approach in the securities market organization to the formation of global institutions and systems of interaction, regulation and sanctions are being destroyed.

The practical value of the obtained results can be used in the activity of executive authorities regarding the strategic goals and priorities of Ukraine's financial policy in the conditions of globalization. The obtained results are confirmed by the certificates of: the Verkhovna Rada Committee of Ukraine on issues of financial policy and banking in

developing laws and their projects on: expanding the range of government securities, restoring confidence to the banking system of Ukraine, mechanisms for protecting securities market participants, consolidating functions in state regulation of markets financial services, stimulation of citizens' participation in investment activity and non-state pension provision, liberalization of foreign exchange operations (certificate from December 13, 2017); The National Securities And Stock Market Commission Of Ukraine in drafting legal acts on the construction of modern regulatory, trading and clearing infrastructures of the Ukrainian securities market in the context of the Integrated Program for the Development of the Financial Sector of Ukraine until 2020 (Certificate No. 07/25224 of November 10, 2017); The Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman on the use of theoretical developments and conclusions of the dissertation research in the educational process during the teaching of the disciplines for students such as: "Stock market", "Securities trading ", "International finance" and "Finance of international corporations" (Certificate dated from November 20, 2017).

Key words: : global determinants, models of market corporate behavior, factors, supranational regulation, neoteric challenges, balanced model, monetary policy instruments.

Список публікацій здобувача

У наукових фахових виданнях:

1. Ананьєв М.Ю. Фінансовий компонент економічної глобалізації/ М.Ю. Ананьєв // Вісник Київського національного університету технологій та дизайну. – 2011. – №5 (61). – С.144-149 (0,6 д.а.).

2. Ананьєв М.Ю. Етапи еволюції фондових ринків / М.Ю. Ананьєв // Ринок цінних паперів України. – 2011. – №9-10. – С.43-49 (0,6 д.а.).

3. Ананьєв М.Ю. Глобалізація і економічний розвиток / М.Ю. Ананьєв // Формування ринкової економіки: збірник наукових праць. – К.: КНЕУ, 2011. – Ч. 2. – Вип. 26. — С.3-14 (0,6 д.а.).

4. Ананьєв М.Ю. Фундаментальні фактори розвитку фондових ринків / М.Ю. Ананьєв // Інвестиції: практика та досвід. – 2012. – №17. – С.35-40 (0,7 д.а.).

5. Ананьєв М.Ю. Сучасні моделі побудови обліково-розрахункової інфраструктури ринку цінних паперів / М.Ю. Ананьєв // Економіка та держава. – 2013. – №3. – С.64-68 (0,8 д.а.).

6. Ананьєв М.Ю. Параметри глобального біржового ринку цінних паперів / М.Ю. Ананьєв // Ринок цінних паперів України. – 2013. – № 7-8. – С. 71-80 (0,8 д.а.).

У зарубіжному виданні та науковому фаховому виданні України, що зареєстроване у міжнародних наукометричних базах:

7. Ananiev N. U. Identification of securities markets' determinants / N. U. Ananiev // PROGRESS: International scientific journal (Tbilisi, Georgia). – 2017. – № 5-6. – P.63-66 (0,4 д.а.)

8. Ананьєв М.Ю. Монетарна політика та її вплив на розвиток ринку цінних паперів / М.Ю. Ананьєв // Інвестиції: практика та досвід (Index Copernicus, SIS, Google Академія). – 2017. – № 11. – С.75 – 82 (0,9 д.а.).

В інших виданнях:

9. Ананьєв М.Ю. Проблеми та потенціал фондового ринку України / М.Ю. Ананьєв // Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання: зб. матеріалів IV міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 27-28 травня, 2010). – К., 2010. – С.4-6. (0,1 д.а.).

10. Ананьєв М.Ю. Роль та важливість створення національної фондової площадки як основного елемента інвестиційного механізму країни / М.Ю. Ананьєв // Глобальні світоцивілізаційні процеси та економічна політика європейських країн, що розвиваються: зб. тез доповідей міжнар. наук.-практ. конф. (м. Тернопіль, 17-18 червня, 2010). – Тернопіль, 2010. – С.59-61. (0,2 д.а.).

11. Ананьєв М.Ю. Глобальні фактори впливу на поведінку фондового ринку в умовах сучасної техніко-технологічної революції / М.Ю. Ананьєв // Актуальні проблеми і перспективи розвитку обліку, аналізу, фінансів та аудиту: матеріали

всеукраїнської наук.-практ. конф. (м. Сімферополь, 15 жовтня, 2010). – Сімферополь, 2010. – С.99-101. (0,2 д.а.).

12. Ананьєв М.Ю. Інформаційно-технологічні фактори глобалізації фондових ринків / М.Ю. Ананьєв // Модернізація стратегій економічного розвитку в умовах глобальної нестабільності: зб. матеріалів міжнар. наук.-практ. конф. (м. Київ, 22-23 листопада, 2012). – К., 2012. – С.170-172. (0,1 д.а.).

13. Ананьєв М.Ю. Організаційно-регулятивні фактори розвитку фондових ринків/ М.Ю. Ананьєв // Інвестиції: практика та досвід. – 2014. – №24. – С.65-71. (0,9 д.а.).

14. Ананьєв М.Ю. Особливості фінансування діяльності державних регуляторів на ринках цінних паперів: світовий досвід та Україна / М.Ю. Ананьєв // Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Одеса, 25-26 вересня, 2015). – Одеса, 2015. – С.22-25. (0,2 д.а.).

15. Ананьєв М.Ю. Ключові фактори впливу на розвиток ринку акцій на основі аналізу світової практики / М.Ю. Ананьєв // Теорія і практика сучасної економіки: матеріали XVI міжнар. наук.-практ. конф. (м. Черкаси, 19 листопада, 2015). – Черкаси, 2015. – С.61-63. (0,2 д.а.).

16. Ананьєв М.Ю. Інформаційно-інтегрована модель регуляції фінансового ринку України / М.Ю. Ананьєв // Стабільність національної економіки: проблеми та шляхи забезпечення: матеріали міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпро, 22-23 вересня, 2017). – Дніпро, 2017. – С.5-9. (0,2 д.а.).

17. Ananiev N. U. Historical drivers of the securities markets' evolution / N. U. Ananiev // Actual Problems Of Social Sciences: materials of XXVIII International scientific conference (Tbilisi, October 12, 2017). – Georgia, 2017. – P.62-63. (0,2 д.а.).

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ	16
ВСТУП	17
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ РОЗВИТКУ РИНКІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	26
1.1. Концептуальні засади дослідження економічної природи ринків цінних паперів	26
1.2. Генезис ринків цінних паперів.....	50
1.3. Ідентифікація глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів.....	70
Висновки до розділу 1	83
РОЗДІЛ 2. РЕКОНФІГУРАЦІЯ ДЕТЕРМІНАНТ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ	87
2.1. Система фундаментальних факторів розвитку ринків цінних паперів.....	87
2.2. Вплив ІТ-середовища на розвиток ринків цінних паперів.....	111
2.3. Організаційно-регуляторні фактори розвитку ринків цінних паперів.....	129
Висновки до розділу 2	152
РОЗДІЛ 3. ЗБАЛАНСОВАНА МОДЕЛЬ СВІТОВОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	156
3.1. Новітні виклики світового ринку цінних паперів.....	156
3.2. Система моніторингу та регулювання світового ринку цінних паперів.....	170
3.3. Нейтралізація загроз світового ринку цінних паперів.....	190
Висновки до розділу 3	217
ВИСНОВКИ	220
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	223
ДОДАТКИ	244

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

РЦП	Ринок цінних паперів
НКЦПФР	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України
Держкомстат	Державна служба статистики України
ПІ	Прямі іноземні інвестиції
ІКТ	Інформаційно-комунікативні технології
АТ	Акціонерне товариство
CSD	Центральний депозитарій
ICSD	Міжнародний центральний депозитарій
BIS	Банк міжнародних розрахунків
ЄС	Європейський Союз
КУА	Компанія з управління активами
ЄЦБ	Європейський центральний банк
СРО	Саморегулювальна організація
МВФ	Міжнародний валютний фонд
НБУ	Національний банк України
IOSCO	Міжнародна організація комісій з цінних паперів
НФР	Національна фінансова рада
БМР	Банк міжнародний розрахунків
ФІНТЕХ	Фінансові технології
РГФР	Рада глобального фінансового ринку

ВСТУП

Актуальність теми. На початку третього тисячоліття прискорився процес фінансової глобалізації внаслідок дерегуляції та лібералізації національних ринків капіталу. Інтенсифікація транскордонних фінансових потоків оживила розвиток емерджентних економік, посилила взаємопроникнення фінансових систем країн з подальшим їх ускладненням, уніфікацією та розширенням такого складника як ринок цінних паперів. Проте в умовах більш вільного та динамічного руху капіталу розвиток світового господарства й окремих країн став більш мінливим і вразливим, розширюючи межі системного ризику. Така тенденція породжує та акумулює новітні загрози, дисбаланси, асиметрії неконтрольованого світового ринку цінних паперів, що потребує вироблення відповідних збалансованих моделей його функціонування. Глобалізація формує новий ландшафт гетерогенного світового ринку цінних паперів, викристалізуючи глобальні детермінанти його розвитку. Таким чином, виникає необхідність у їх комплексному науковому дослідженні для розроблення сучасних механізмів нейтралізації загроз світового ринку цінних паперів та збалансування його турбулентного розвитку.

Фундаментальні дослідження особливостей функціонування національного та світового фінансового ринку висвітлено у наукових працях таких відомих вітчизняних і зарубіжних вчених: В. Андерсона, О. Білоруса, М. Бордо, Ф. Бродуеля, С. Брус, М. Бурмаки, Д. Бутенка, Ж. Веги, Дж. Вільямсона, В. Галанова, В. Геєця, Р. Голдсміса, М. Гапонюка, Р. Еренберга, Р. Камерона, Д. Канемана, Д. Лук'яненка, З. Луцишин, К. Макконелла, Е. Мацкайлова, М. Мельничука, Я. Міркіна, Р. Міші, С. Мошенського, Т. Орехової, П. Піатті, О. Плотнікова, Б. Рубцова, Л. Руденко-Сударевої, Р. Сілла, Б. Сміса, Н. Стукало, А. Тейлора, В. Феценка, М. Фрідмана, В. Шевчука, Н. Шелудько, С. Якубовського та багатьох інших.

Прикладні аспекти факторів розвитку ринків цінних паперів знайшли відображення в численних дослідженнях зарубіжних та українських науковців, зокрема, А. Абдул-Хаді, А. Басова, О. Буклемишева, М. Вілкінса, Л. Долінського, А.

Карпушкина, В. Корнєєва, І. Кумешера, І. Лаврушина, М. Малхала, О. Мозгового, Т. Писаревської, Р. Подпієри, А. Поручника, Б. Райзберга, Є. Савельєва, В. Скрипниченка, О. Сохацької, Т. Фролової, Е. Ченселора та інших.

Визнаючи вагомий внесок науковців у розвиток економічних досліджень з окресленої проблематики, можна констатувати, що глобальні детермінанти розвитку ринку цінних паперів як іманентна ознака функціонування світової економіки й підґрунтя просторових асиметрій розвитку світового ринку цінних паперів залишаються малодослідженим напрямом сучасної економічної науки. Саме за рахунок ефективної організації елементів інфраструктури фінансового ринку, якісної нормативно-правової бази, сучасної моделі регулювання та соціальної організації суспільства можна досягти гнучкості в економіці та мобілізації й розподілі капіталу, здешевлення грошових ресурсів та їх доступності. Без налаштування параметрів вітчизняної фінансової системи та її консолідації вигоди від інтеграції в глобальне фінансове середовище будуть мінімальними.

Комплексне дослідження глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів через систему факторів – фундаментальних, інформаційно-технологічних та організаційно-регуляторних – дасть змогу виробити найбільш сприятливу модель побудови вітчизняного ринку цінних паперів в умовах глобалізації.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана в рамках міжкафедральних науково-дослідних тем: «Ресурси і моделі глобального економічного розвитку» (номер державної реєстрації 0106U004357) – особисто автором досліджено етапи еволюції ринку цінних паперів (підрозділ «Розвиток фінансових систем в умовах глобалізації»); «Стратегії національного розвитку в парадигмі глобальної економічної політики» (номер державної реєстрації 0111U007630) – особисто автором наведено обґрунтування глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів (підрозділ «Фінансові ринки в умовах глобальної нестабільності»); «Глобальна економічна інтеграція: стратегічні мотивації, формати, національні інтереси» (номер державної реєстрації 0116U001387), у якій автором особисто розроблено пропозиції інфраструктурних та регулятивних налаштувань параметрів вітчизняної фінансової системи в її інтеграції

в глобальний фінансовий простір у підрозділі «Дисбаланси та асиметричні ефекти нерівноважного розвитку геофінансового простору».

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є комплексне дослідження глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів, їх ідентифікація, оцінка, виявлення новітніх викликів та обґрунтування умов і заходів щодо побудови збалансованої моделі світового ринку цінних паперів.

Зважаючи на мету дослідження, у роботі поставлено та виконано такі завдання:

- охарактеризувати економічну сутність та сучасну природу ринку цінних паперів;
- дослідити генезу методології та світову практику розвитку ринку цінних паперів;
- ідентифікувати та дослідити глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів та їх системну взаємодію;
- оцінити вплив ІТ-середовища на розвиток інструментів та організаційних моделей ринку цінних паперів;
- розкрити геоекономічні, функціональні, інституційні дисбаланси і асиметрії світового ринку цінних паперів;
- визначити концептуальні підходи та регуляторні механізми нейтралізації загроз фінансового глобалізму;
- здійснити економетричне моделювання впливу грошово-кредитних факторів на капіталізацію лістингових компаній;
- обґрунтувати збалансовану модель світового ринку цінних паперів.

Об'єктом дослідження є процеси формування та розвитку світового ринку цінних паперів.

Предметом дослідження є механізми впливу глобальних детермінант на масштаби і структурну динаміку ринків цінних паперів.

Методи дослідження. Для досягнення мети і виконання завдань дисертаційної роботи на основі системного підходу були використані такі методи наукового дослідження: діалектичного пізнання, історизму та аналогії (у пп.1.1, 1.2 в

дослідженні теорій та еволюції ринків цінних паперів); наукової абстракції, індукції, дедукції (у п. 1.3 для ідентифікації глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів); структурно-функціональний і компаративний (у пп.2.1, 2.2, 2.3 для критеріального аналізу розвитку ринку цінних паперів); аналізу та синтезу (у пп. 3.1, 3.2, 3.3 для розкриття концептуальних засад побудови збалансованої моделі ринку цінних паперів у глобалізаційному середовищі).

Інформаційною базою дослідження стали праці зарубіжних та вітчизняних науковців, експертів, державних службовців: монографічні дослідження, наукові публікації, аналітичні матеріали та рекомендації, фахові періодичні видання, довідкова література; дані статистичних джерел офіційних організацій; офіційні публікації міжнародних організацій (Світового банку, Міжнародного валютного фонду, Міжнародного банку розрахунків, Міжнародної федерації бірж тощо); закони та підзаконні нормативно-правові документи України, законодавча та нормативно-правова бази ЄС, США, КНР та Японії; результати наукових досліджень провідних вищих навчальних закладів України та світу, ресурси Інтернет.

Наукова новизна одержаних результатів дисертаційної роботи полягає в обґрунтуванні глобальних детермінант функціонування світового ринку цінних паперів та розробці пропозицій щодо нейтралізації його новітніх загроз, а також побудові збалансованої моделі світового ринку цінних паперів.

Нові наукові положення, одержані особисто автором, що виносяться на захист, полягають у:

вперше:

– у межах постіндустріальної парадигми еволюційного розвитку обґрунтовано глобальні детермінанти трансформації ринку цінних паперів (діджиталізація та віртуалізація, інструментальна диверсифікація, всеохоплююча інституціоналізація, регуляторна уніфікація, кризовість та турбулентність) на основі авторського концептуального підходу, що включає: по-перше, ідентифікацію їх критеріїв – фундаментальних (раціональні очікування учасників ринку, державно-правові та соціальні норми), інформаційно-технологічних (інформаційно-комунікаційна

інноваційність, діяльність рейтингових агентств, мас-медійне представництво, кібербезпека), організаційно-регуляторних (модель регулювання, інфраструктурне забезпечення, міжнародна інтегрованість); по-друге, виокремлення моделей ринкової корпоративної поведінки – раціональної, що ґрунтується на розрахункових очікуваннях ринкової кон'юнктури; психологічної, яка пов'язана із внутрішніми переконаннями й цінностями інвесторів та комбінованої; по-третє, історичну періодизацію розвитку відносин і механізмів у сфері цінних паперів – античний (до V ст.), середньовічний (XI–XV ст.), зародження базових інструментів (XVI – XVIII ст.), інтернаціоналізаційний (XIX ст. – початок XX ст.), державно-регуляторний (середина XX ст.) та глобалізаційний (кінець XX ст. – початок XXI ст.) етапи;

удосконалено:

– методику оцінки впливу інструментів монетарної політики (грошової емісії, кредитної відсоткової ставки) на масштаби капіталізації лістингових компаній засобами економетричного моделювання з попередньо проведеним групуванням обраної вибірки із 47 країн методом кластеризації, враховуючи різні рівні розвитку ринків акцій за такими параметрами – вартість лістингових компаній, обсяг торгів лістинговими акціями, кількість лістингових компаній; це дало змогу розвинути існуючі підходи щодо вдосконалення монетарної політики центральних банків країн з метою розвитку ринку акцій, покращення інвестиційного клімату та залучення іноземних інвестицій;

– визначення та систематизацію новітніх викликів фінансового глобалізму: організаційних, що стосуються побудови глобальної архітектури ринку цінних паперів, його структурної фрагментації, координації дій національних агентів; регуляторних, пов'язаних зі створенням глобальної системи регулювання та моніторингу, попередженням ризиків та їх усуненням, захистом прав споживачів міжнародних фінансових послуг, забезпеченням прозорості ринку; технологічних, що генеруються сучасними фінансовими інноваціями та технологіями торгівлі, технічними збоями програмного забезпечення та обладнання, кібербезпекою; інформаційних, що виникають у результаті інформаційної асиметрії; економічних,

що характеризуються глобальними міжкраїновими дисбалансами та економічними шоками; культурологічних, що включають конфлікти різних систем цінностей, їх неузгодженості та суперечності; правових, пов'язаних зі зростаючою потребою учасників у легітимних та дієвих нормах загального міжнародного права; судових, що стосуються дієвості захисту прав інвесторів у глобальному розрізі, неможливості одержання об'єктивних судових рішень в умовах конфліктів між країнами та їх конкуренції, необхідності створення міжнародних універсальних судових інстанцій;

дістало подальшого розвитку:

– обґрунтування механізмів нейтралізації загроз дисбалансів та асиметрій світового ринку цінних паперів з виокремленням інституційних інструментів (делегування державних функцій з регулювання ринків цінних паперів на наднаціональний рівень, заснування Ради глобального фінансового ринку з наділенням її функціональними повноваженнями щодо розроблення єдиних стандартів ліцензування, пруденційного нагляду, формування глобальних стабілізаційних фондів для нейтралізації світових фінансових криз, а також забезпечення агентів національних ринків цінних паперів можливістю прямого доступу на фондові біржі та прямі рахунки в центральних депозитаріях) та регуляторних важелів (управління інструментами монетарної політики для регулювання рівня безробіття та темпів економічного зростання, використання державних цінних паперів для розвитку іпотечного ринку та реального сектору економіки, перехід від пасивної до активної моделі відсоткових ставок, розмежування операцій з клієнтськими та власними коштами, облік та особливий контроль за системно важливими фінансовими організаціями);

– заходи модернізації структури вітчизняної фінансової системи щодо її кардинальної інфраструктурної та регулятивної реформи в процесі інтеграції в глобальний фінансовий простір, зокрема, запропоновано: інформаційно-інтегровану чотирьохрівневу модель (регулятивний, інфраструктурний, споживчий стосовно інфраструктурних та фінансових послуг) регулювання фінансового ринку України; створення мегарегулятора фінансового ринку на базі НБУ (зі зміною його місії/цілей, компетенцій та організаційної структури), Національної фінансової ради

(для координації діяльності на фінансовому ринку з іншими органами влади), Холдингової компанії (у формі публічного акціонерного товариства, власника інфраструктурних об'єктів: Центральної біржі, Розрахункового центру та Центрального депозитарію – для підвищення конкурентоспроможності інфраструктури вітчизняного ринку цінних паперів, збільшення його ліквідності, зручності в управлінні своїм інвестиційним портфелем, зменшення вартості транзакцій, інтеграції з розвиненими ринками цінних паперів, Фонду гарантування втрачених коштів споживачами фінансових послуг); надано рекомендації щодо шляхів прямого доступу інвесторів на фондову біржу;

– понятійний апарат стосовно ринку цінних паперів як комплексної системи суспільних відносин з приводу випуску, обігу та обліку фінансових інструментів, розрахунків за ними, регулювання правовідносин учасників ринку та його функціональної архітекtonіки, яка, з одного боку, відображає масштаб ринку цінних паперів через обсяги торгів за видами цінних паперів, ступінь інтегрованості національних ринків цінних паперів до світового, а з другого – трансверсальність зв'язків з їх оптимізацією щодо реалізації функцій та індикації ринкових трансформацій.

Практичне значення одержаних результатів. Теоретичні узагальнення, висновки та рекомендації, представлені автором у цій дисертаційній роботі, можуть бути використані в діяльності органів виконавчої влади щодо визначення стратегічних цілей і пріоритетів фінансової політики України в умовах глобалізації.

Практичне значення одержаних результатів підтверджується довідками: Комітету Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської діяльності при розробленні законів та їх проектів щодо розширення спектру державних цінних паперів, відновлення довіри до банківської системи України, механізмів захисту учасників ринку цінних паперів, консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг, стимулювання участі громадян в інвестиційній діяльності та недержавному пенсійному забезпеченні, лібералізації валютних операцій (довідка від 13.12.2017 р.); Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку у розробленні нормативно-правових актів щодо побудови

сучасної регулятивної, торгової та розрахунково-клірингової інфраструктур ринку цінних паперів України в контексті Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 р. (довідка № 07/25224 від 10.11.2017 р.). Основні положення дисертації використано у навчальному процесі ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» під час викладання курсів «Фондовий ринок», «Торгівля цінними паперами», «Міжнародні фінанси» та «Фінанси міжнародних корпорацій» (довідка від 20.11.2017 р.).

Особистий внесок здобувача. Всі наукові результати, викладені в дисертаційному дослідженні, які виносяться на захист, одержані автором особисто.

Апробація результатів дисертації. Основні положення, теоретичні узагальнення і практичні рекомендації, представлені в дисертації, доповідались та обговорювались на восьми науково-практичних конференціях: IV міжнародній науково-практичній конференції «Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання» (м. Київ, 27-28 травня 2010 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Глобальні світоцивілізаційні процеси та економічна політика європейських країн, що розвиваються» (м. Тернопіль, 17-18 червня 2010 р.); всеукраїнській науково-практичній конференції «Актуальні проблеми і перспективи розвитку обліку, аналізу, фінансів та аудиту» (м. Сімферополь, 15 жовтня 2010 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Модернізація стратегій економічного розвитку в умовах глобальної нестабільності» (м. Київ, 22-23 листопада 2012 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики» (м. Одеса, 25-26 вересня 2015 р.); XVI міжнародній науково-практичній конференції «Теорія і практика сучасної економіки» (м. Черкаси, 19 листопада 2015 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Стабільність національної економіки: проблеми та шляхи забезпечення» (м. Дніпро, 22-23 вересня 2017 р.); міжнародній науково-практичній конференції «Actual Problems Of Social Sciences» (Tbilisi, Georgia, October 12, 2017 р.).

Публікації. Основні положення і наукові результати дослідження опубліковано дисертантом самостійно у 17 наукових працях, з них: 6 – у наукових

фахових виданнях України; 1 – у зарубіжному виданні; 1 – у науковому фаховому виданні України, що зареєстроване в міжнародних наукометричних базах; 9 – в інших виданнях. Загальний обсяг опублікованих робіт, що належать особисто дисертантові, становить 7,7 д.а.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертаційної роботи становить 208 сторінок. Дисертація містить 22 таблиці на 12 сторінках, 40 рисунків на 22 сторінках та 22 додатки, які розміщено на 31 сторінці. Список використаних джерел налічує 257 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ РОЗВИТКУ РИНКІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Концептуальні засади дослідження економічної природи ринків цінних паперів

Історія ринків цінних паперів – це одночасно історія і ринків, і інституцій, що забезпечували їх функціонування. В значній мірі рушійною силою розвитку світового ринку цінних паперів були не грошові потреби урядів та бізнесу, оскільки їх фінансові потреби можливо було задовольнити й іншими способами, а бажання інвесторів мати такий актив, що міг би легко ділитися, був мобільним, ліквідним, гнучким в часі та просторі, а також був прибутковим як за рахунок доходу, так і приросту капіталу. Цінні папери стали таким активом і ринки цінних паперів почали активно розвиватися впродовж багатьох століть, незважаючи на постійні фінансові потрясіння та спроби урядів стримати чи навіть зруйнувати такі ринки. Цінні папери почали відігравати певні функції грошей (як засіб обігу, нагромадження, платежу), що й зробило світовий ринок цінних паперів невід’ємною складовою економіки. Сучасний ринок цінних паперів є поєднанням елементів англосаксонських традицій та континентальної Європи, а також продуктом глобалізаційних процесів, що охопили світ на кінець другої половини ХХ ст.

На думку Б. Б. Рубцова, у сучасній економічній літературі існують два трактування терміну «фондовий ринок». Деякі автори розглядають його як синонім поняття «ринок цінних паперів», інші – як ринок класичних довгострокових біржових цінних паперів: акцій і облігацій. Тому, виходячи з цього «ринок цінних паперів» – ширше поняття, ніж «фондовий ринок». Термін «фондовий ринок» походить від французького *fonds* або англійського *funds*, одне із значень якого – «грошовий капітал». У ХVІІІ ст. в англійській мові слово *stocks* використовувалося

саме в цьому значенні. Звідси, очевидно, і поняття *stock exchange* (тобто біржа грошового капіталу), яка в Англії з'явилася в 1773 р. (*London Stock Exchange*) і як звично перекладається «фондова біржа». Під грошовим капіталом (*fonds, funds, stocks*) в XVIII-XIX ст. розумівся довгостроковий капітал, втілений в облігаціях і акціях. Окрім цих цінних паперів широке розповсюдження мали, як зазначав ще К.Маркс [1, с.509] «торгові папери» (або так звані комерційні ЦП) – векселі, якими на той час вже на біржі не торгували (векселями торгували на біржах на початкових етапах розвитку біржової справи, до XIX ст. подібної практики вже не існувало). Таким чином, не всі цінні папери розглядалися як фондові цінності. Можливо не випадково в англійському перекладі назв деяких бірж зустрічається не *Stock Exchange*, а *Securities Exchange*, тобто біржа цінних паперів (наприклад, *Osaka Securities Exchange* (株式会社大阪証券取引所)). Іншими словами, цілком обґрунтований підхід до фондового ринку як до частини ринку цінних паперів на якому обертаються довгострокові цінні папери, перш за все акції і облігації. В XIX ст. облігації і акції забезпечували накопичення капіталу, векселі обслуговували торговий обіг, а якщо використовувати схеми виробництва К.Маркса, то перші – обслуговували обіг основного капіталу, а другі – оборотного. В сучасних умовах межі між довгостроковими і короткостроковими інструментами стираються. Наприклад, облігації із прикріпленим до них опціоном на продаж – наближають цей інструмент до короткострокового. Разом з цим такі короткострокові фінансові інструменти як комерційні цінні папери, що випускаються на постійній основі, фактично можуть розглядатися як довгострокові і обслуговувати обіг основного капіталу. Якщо у минулому на фондових біржах дійсно торгували майже виключно акціями і облігаціями, то в даний час коло торгових інструментів надзвичайно розширене і включає також інструменти грошового ринку (короткострокові державні боргові зобов'язання, рідше – комерційні папери) і похідні фінансові інструменти (англійський термін *derivatives*) [2, с. 20].

Існує велика кількість підходів щодо визначення сутності поняття «ринок цінних паперів», тому розглянемо деякі з них у табл.1.1.

Таблиця 1.1

**Наукові та нормативні підходи щодо сутності поняття
«ринок цінних паперів»**

№	Нормативний акт/ Автор	Визначення
1	2	3
1	Рональд Міші (Ranald Michie, Oxford University Press)	Сучасний ринок цінних паперів – амальгама різних елементів з усього світу, що включають ознаки англосаксонської традиції та континентальної Європи, та є продуктом сил глобалізації, що трансформували світову економіку в другій половині 20-го століття [3, с.340].
2	NASDAQ	Біржовий та позабіржовий ринок, на якому торгують цінними паперами [4]
3	Закон «Про торгівлю цінними паперами», США (SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934, Sec. 11A, p.104	Ринок цінних паперів є важливим національним активом, який повинен бути збережений і зміцнений.
4	Людвіг фон Мізес (Австрія)	Фондовий ринок має вирішальне значення для існування капіталізму та приватної власності. Його наявність означає, що існує функціонуючий ринок обміну приватними титулами на засоби виробництва. Справжня приватна власність капіталу не може існувати без фондового ринку. Не може бути справжнього соціалізму, якщо існує такий ринок [5].
5	Махіпал Сінгх	Фондовий ринок часто вважається основним показником економічної міцності та розвитку країни [6].
6	Артур О'Саліван, Стівен Шефрін (O'Sullivan, Arthur; Sheffrin, Steven)	Ринок цінних паперів є складовою частиною більш широкого фінансового ринку, де купуються та продаються цінні папери між суб'єктами економіки на основі попиту та пропозиції. Ринки цінних паперів включають ринки акцій, облігацій та деривативів, де відбувається ринкове ціноутворення та зустріч професійних та непрофесійних учасників ринку [7].
7	Кембриджський словник (Cambridge Dictionary)	Ринок цінних паперів (фондовий ринок) – це фінансовий ринок, де облігації, акції та інші фінансові інструменти випускаються та торгуються [8].
	Словник фінансових термінів (Dictionary of Financial Terms – TheStreet)	Просте визначення цінного паперу – це будь-яке підтвердження права власності або боргу, яке має цінність та може бути продане. Сьогодні свідоцтво про право власності є електронним файлом на комп'ютері, тоді як раніше – це був письмовий папір. Для держателя, цінний папір відображає інвестицію як власника, кредитора чи право власності за яким особа сподівається отримати прибуток. Прикладами є акції, облігації та опціони [9].
8	ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок»	Це сукупність учасників фондового ринку та правовідносин між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів і похідних (деривативів) [10]
9	Постанова КМУ «Про концепцію функціонування і розвитку фондового ринку»	Це багатофункціональна система, яка сприяє акумулюванню капіталу для інвестицій у виробничу і соціальну сфери, структурній перебудові економіки, позитивній динаміці соціальної структури суспільства, підвищенню достатку громадян за рахунок володіння і вільного розпорядження цінними паперами, підготовленості населення до ринкових відносин [11]
10	Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку	Фондовий ринок (ринок цінних паперів) – частина ринку капіталів, де здійснюються емісія, купівля і продаж цінних паперів. Фондовий ринок є абстрактним поняттям, що служить для позначення сукупності дій і механізмів, що роблять можливими торгівлю цінними паперами. Його не слід плутати з поняттям фондова біржа – організацію, яка надає можливість для здійснення торгових операцій і зведення разом покупців і продавців цінних паперів [12].

Продовження табл.1.1

1	2	3
11	О.М. Мозговий, В.М. Суторміна	Ринок цінних паперів ширший за фондовий ринок, оскільки він містить в собі не тільки довгострокові та середньострокові цінні папери (інструменти фондового ринку), але й короткострокові цінні папери (інструменти грошового ринку). Також, вони ототожнюють ринок капіталу з фондовим ринком [13, с. 10; 6, с. 430]. Аргументи на користь такого підходу полягають у тому, що якщо раніше фондовий ринок означав ринок переважно довгострокових цінних паперів, то за сучасних умов межа між довгостроковими і короткостроковими цінними паперами поступово зникає.
12	Ю.Г. Козак, Ю.М. Пахомов, Н.С. Логвінова та інші	Фондовий ринок – це механізм для укладення угод між тими, хто пропонує цінні папери, і тими, хто пропонує гроші. В операції купівлі-продажу на фондовому ринку продавцем вважається той, хто продає цінні папери, а покупцем – власник грошей [14, с.178]
13	О.А. Костюченко	Це частина ринку позичкових капіталів, де здійснюється емісія, купівля-продаж цінних паперів та їх перепродаж. Через ринок цінних паперів (банки, спеціальні кредитно-фінансові установи, фондову біржу) акумулюються кошти підприємств, банків, держави і населення, які спрямовуються на виробниче і невиробниче вкладення капіталів [15, с.254]
14	В.І Оспішев	Ринок цінних паперів – це частина ринку капіталів, на якому об'єктом фінансових операцій є цінні папери. На ньому відбувається емісія, купівля-продаж цінних паперів, формується ціна на них, урівноважується попит і пропозиція. Через ринок цінних паперів акумулюються грошові нагромадження підприємств, держави, банків, небанківських фінансових установ, заощадження приватних осіб, і спрямовуються на виробниче та невиробниче вкладення капіталів [16, с.390].
15	Т.В. Майорова	Ринок цінних паперів – це складний механізм, за допомогою якого встановлюється відповідні правові та економічні взаємовідносини між підприємцями, корпораціями та іншими структурами, яким необхідні фінансові кошти для свого розвитку, та організаціями й громадянами, які їх можуть позичити (надати) на певних умовах [17, с. 103]
16	О.Г. Шевченко, Т.В. Майорова, О.М. Юркевич, С.В. Урванцева	Ринок цінних паперів включає частину грошового ринку, а саме обіг цінних паперів із терміном дії до одного року (банківські акцепти, депозитні сертифікати, короткострокові облигації), та частину ринку капіталів, на якому обертаються довгострокові цінні папери з терміном понад один рік (акції, довгострокові облигації). Інструменти ринку цінних паперів мають можливість вільного обігу, що відрізняє його від кредитного ринку. Ринок цінних паперів є складовою всього фінансового ринку. Частина цього ринку із грошового сегмента обслуговує поточний оборотний капітал, а частина цінних паперів із сегмента ринку капіталів набуває форми інвестицій і є джерелом основного промислового капіталу. Ринок цінних паперів включає частину товарного ринку, на якому здійснюється обіг цінних паперів, що призначені для прискорення розрахунків (складські свідоцтва, коносаменти) та ринок цінних паперів другого порядку (ринок деривативів). Зазначені автори стверджують, що поняття «фондовий ринок» та «ринок цінних паперів» не є синонімами. Під фондовим ринком вони розуміють – ринок, що формує економічні відносини, пов'язані формуванням фондів грошових ресурсів, які опосередковані капітальними цінними паперами. Поняття «ринок цінних паперів» відбиває економічні відносини, опосередковані будь-якими цінними паперами [18, с.260,261].
17	Р.І. Тиркало, І.С. Кравчук	Ринок цінних паперів – механізм, який сприяє укладенню угод між суб'єктами економічних відносин при посередництві цінних паперів. Він включає певні сектори фінансового ринку, ринок деривативів, а також частину товарного ринку, на яких здійснюється обіг цінних паперів [19, с.8].

Продовження табл.1.1

1	2	3
18	Лютий І.О., Грищенко Т.В., Любкіна О.В., Мошенський С.З., Білик О.П., Рак Р.В., Буй Т.Г., Нічосова Т.В., Прімерова О.К.	Ототожують поняття «ринку цінних паперів» та «фондовий ринок». На їх думку, фондовий ринок, як сегмент фінансового, функціонує на тих же принципових засадах – економічна свобода суб'єктів, ціноутворення на основі попиту і пропозиції, загальне системне призначення у забезпеченні ефективного руху грошових коштів від зберігачів до споживачів; але специфіка товару накладає певні особливості на його механізм і задає певні відмінності порівняно з іншими складовими фінансового ринку. При дослідженні значення і функціонування фондового ринку, більшу увагу потрібно приділяти саме питанню не «що», а «як» [20, с.51].
19	Л.М. Алексеєнко, В.М. Олексієнко	Ринок цінних паперів – частина ринку позикових капіталів, де здійснюють емісію та купівлю-продаж цінних паперів; сегмент фінансового ринку, на якому купують і продають усі види фондових інструментів, зокрема цінні папери часткові (пайові) і боргові, первинні і похідні, коротко- і довгострокові; сукупність суспільних відносин, що виникають та існують щодо цінних паперів (включаючи державне, інституційно-правове та інше регулювання) [21, с.551]
20	М.О. Бурмака	Ринок цінних паперів, з одного боку, є реально існуючим ринком капіталу (з усіма його функціонально відокремленими формами: промисловою, торговою, позичковою), а з іншого – ринком грошей та інших матеріальних цінностей, за допомогою якого забезпечується доступ до «фондових цінностей» від одного суб'єкта підприємницької діяльності до іншого [22, с.104].
21	В.В. Венгер	Ринок цінних паперів охоплює частину кредитного ринку і повністю ринок інструментів власності. Цей ринок інтегрує операції щодо боргових інструментів, інструментів власності, а також їх похідних, що виражається через випуск спеціальних документів (цінних паперів), які мають власну вартість і можуть продаватися, купуватися та погашатися. Інвестуючи свої вільні кошти у цінні папери, фізичні і юридичні особи перетворюють їх на капітал, а підприємницькі структури мають можливість отримати додаткові фінансові ресурси для розширення своєї господарської діяльності [23, с.297]
22	В.В. Василюва, О.Р. Васильченко	Ринок цінних паперів охоплює досить широку сукупність суспільних відносин, які виникають і існують щодо цінних паперів, включаючи державне та інституційно-правове їх регулювання [24, с.11]
23	Г.М. Остапович	Ринок цінних паперів можна визначити як сукупність цивільно-правових, господарських та фінансових правовідносин, що опосередковують рух капіталу у формі цінних паперів [25, с.22].
24	Я.М. Міркін	Ринок цінних паперів – це ринок, на якому здійснюється перерозподіл грошових ресурсів між постачальниками (інвесторами) і споживачами (емітентами) на основі обігу цінних паперів в якості товару [26, с.10].
25	С.О. Віхров	Ринок цінних паперів як явище суспільного буття за своєю сутністю і змістом є економічним, господарським явищем. Наукова категорія «ринку цінних паперів» – економічна за змістом, і у цій своїй якості відображає економічні відносини, що виникають під впливом попиту і пропозиції на позичковий капітал, котрий знайшов своє вираження у формі цінних паперів. Він припускає, що вищезазначена економічна категорія за своєю правовою формою є в цілому господарсько-правовою категорією. Відповідно і відносини, що складаються на вказаному ринку, є переважно мірою господарськими. Інакше кажучи, на ринку цінних паперів складаються відносини між суб'єктами господарювання, а також між цими суб'єктами та суб'єктами організаційно-господарських повноважень. Господарсько-виробничі та організаційно-господарські відносини розуміються в тому значенні як це визначено у ст.3 ГКУ. Поряд з господарськими відносинами на ринку цінних паперів він виокремлює й інші, зокрема, фінансові (відносини з розміщення облігацій місцевих позик, державних облігацій, казначейських зобов'язань України) та цивільні (відносини за участю індивідуальних інвесторів – фізичних осіб, які не зареєстровані як підприємці).

Продовження табл.1.1

1	2	3
	С.О. Віхров	Однак, на його думку, це не змінює в цілому господарсько-правий характер категорії «ринок цінних паперів» і не усуває можливість та доцільність застосування господарсько-правового підходу до правового регулювання відносин, що складаються на цьому ринку, а також і до теоретичного правового аналізу цих відносин [27, с.183; 185].

Джерело: розроблено автором

З табл.1.1, можна зробити висновок, що серед вітчизняних та зарубіжних авторів відсутня єдність думок щодо трактування поняття «ринок цінних паперів». Разом з тим сутність ринку цінних паперів можна розкрити через такі твердження, а саме ринок цінних паперів – це:

- частина фінансового ринку (поряд з банківським та валютним ринком);
- частина ринку позикових капіталів (наприклад, використання боргових цінних паперів створює альтернативу кредитній формі руху позикового капіталу);
- сукупність цивільно-правових, господарських та фінансових правочинів, що опосередковують рух капіталу у формі цінних паперів;
- сукупність суспільних правовідносин між учасниками ринку з приводу емісії, розміщення, зберігання, обігу та обліку прав за цінними паперами (включаючи похідні цінні папери);
- ринок, що об'єднує частину ринку грошей та ринку капіталів (тобто, цінні папери можуть бути короткостроковими, середньостроковими та довгостроковими) тощо.

На нашу думку, ринок цінних паперів – це комплексна система суспільних відносин з приводу випуску, обігу та обліку фінансових інструментів, розрахунків за ними, регулювання правовідносин учасників ринку та його функціональної архітекtonіки, яка, з одного боку, відображає масштаб ринку цінних паперів через обсяги торгів за видами цінних паперів, ступінь інтегрованості національних ринків цінних паперів до світового, а з другого – трансверсальність зв'язків з їх оптимізацією щодо реалізації функцій та індикації ринкових трансформацій.

Оскільки ринок цінних паперів є частиною фінансового ринку, то доцільним буде розглянути його місце в структурі фінансового ринку. За критерієм тривалості

обігу фінансових ресурсів, найбільш поширеною думкою серед вітчизняних дослідників: О. М. Мозгового, О. Г. Шевченка, Т. В. Майорової, В. І. Оспіщева, В. М. Федосова, С. І. Юрія, М. О. Бурмаки та інших – є те, що фінансовий ринок поділяється на ринок грошей та ринок капіталів, а ринок цінних паперів інтегрує в собі частину ринку грошей та ринку капіталів (рис. 1.1).

На думку А.І. Щетиніна, грошовий ринок складається із: облікового ринку (де короткострокові грошові кошти перерозподіляються між кредитними інститутами); міжбанківського ринку (наприклад, короткострокові міжбанківські депозити); валютного ринку. Це ринок короткострокових операцій з терміном обігу фінансових інструментів від одного дня до одного року [28, с.109].



Рис. 1.1. Структура фінансового ринку за критерієм тривалості обігу фінансових ресурсів

Джерело: створено автором на підставі [13, с.11]

Ринок капіталів – це сегмент фінансового ринку на якому продаються та купуються довгострокові кредитні ресурси, а також цінні папери із тривалістю обігу понад рік.

Якщо розглядати структуру фінансового ринку за видами активів, В.В. Венгер виділяє такі його складові:

- кредитний ринок (ринок банківських позик, позикового капіталу, на якому об'єктом купівлі-продажу є вільні кредитні ресурси, обіг яких здійснюється на умовах повернення, строковості, платності та забезпеченості);

- ринок цінних паперів (на якому об'єктом купівлі-продажу виступають усі види цінних паперів);

- валютний ринок (об'єктом – іноземна валюта і фінансові інструменти, що обслуговують операції з нею);
- страховий ринок (об'єктом купівлі-продажу виступає страховий захист у формі різноманітних страхових продуктів);
- ринок золота та інших дорогоцінних металів (об'єктом – дорогоцінні метали);
- ринок фінансових послуг (фінансові послуги можуть мати ознаки кредитних операцій, операцій оренди та страхування, проте всі вони спрямовані на мобілізацію й переміщення фондів фінансових ресурсів із вільного обігу в сфері інвестиційного прикладання) [23, с. 289].

Банк міжнародних розрахунків виділяє ринок банківських кредитів, валютний та ринок цінних паперів (включаючи до нього ринок похідних цінних паперів). Однак, такий поділ є умовним, оскільки, важко провести чітку межу між цими складовими фінансового ринку.

Б. Б. Рубцов здійснює розподіл фінансового ринку за такими критеріями як: товар, учасники, фінансові інструменти. Будь-який ринок перш за все відрізняється товаром, що на ньому присутній (наприклад, товаром на фінансовому ринку – є фінансові інструменти). З цієї точки зору межі фінансових ринків достатньо чіткі. Але, ринок – це не лише товари, що обертаються на ньому, а його учасники. Тут вже важче провести межі. В основному, склад учасників фінансового ринку однаковий, зокрема кредитори, позичальники і професійні посередники, що часто працюють з усіма інструментами фінансового ринку. Тим не менш, діяльність посередників пов'язана з тими чи іншими інструментами фінансового ринку в різній мірі, що дає можливість віднести їх до учасників різних сегментів фінансового ринку. Деякі інститути фінансового ринку, наприклад фондові біржі, депозитарні установи діють виключно на ринку цінних паперів. Існують суттєві відмінності в механізмах діяльності в різних складових фінансового ринку, що також підтверджує правомірність їх поділу на три частини. Найбільш крупним за кількістю і різноманітністю інструментів є ринок цінних паперів. За економічним сенсом (роль у мобілізації капіталу, кількості зайнятих) ринок цінних паперів співрозмірний із

ринком банківських кредитів, однак це залежить від особливостей фінансової системи певної країни [2, с. 30].

Досліджуючи чинники розвитку ринків цінних паперів, важливо розуміти, яке саме його призначення для економіки певної країни, тобто, які повинен він виконувати функції. Найбільш розповсюджене розуміння поняття «функції» – це зовнішній прояв об'єкту в даній системі відносин [29]. При цьому виокремлюються як функції економічної категорії (кредиту, грошей тощо), так і функції інститутів, через які здійснюється рух позичкової вартості (наприклад, банків,) [30, с.188]. Єдиного переліку функцій ринку цінних паперів не існує, однак, більшість авторів підкреслює саме перерозподільну функцію як головну. Це можна відстежити з аналізу наведених нижче визначень:

– «Головна функція фондового ринку полягає в мобілізації грошових ресурсів вкладників для цілей організації і розширення виробництва. Друга функція – інформаційна. Вона складається з того, що ситуація на ринку цінних паперів повідомляє інвесторам інформацію про економічну кон'юнктуру в країні і дає їм орієнтири для вкладання своїх капіталів» [31, с.395];

– «Головна функція фінансового ринку (ринку позикового капіталу) полягає в трансформації бездіяльних грошових засобів в позичковий капітал» [32, с.436];

– «Провідною функцією ринку цінних паперів є перерозподільча функція, що виражається в акумуляції тимчасово вільних грошових ресурсів і перерозподілу їх на цілі інвестування в розвиток економіки. Другою найважливішою функцією ринку цінних паперів є вираження, перерозподіл та підтвердження в господарському обігу прав власності на вартість, що знаходиться в різних уречевлених формах» [33, с.51];

А.В. Карпушкина виділяє такі функції РЦП: акумуляція збережень на інвестиційні потреби; участь в організації і здійснення контролю над підприємством, банками тощо; перерозподіл інвестицій і перелив капіталу; перерозподіл доходів; інформування учасників економічної діяльності про стан кон'юнктури економіки в цілому і її окремих ланок; макроекономічного регулювання на галузевому, регіональному, державному і міжнародному рівні; експорту-імпорту капіталу» [34];

Узагальнюючи вищезазначенні функції ринку цінних паперів, схематично відобразимо головні з них на рис.1.2.

На думку Р. А. Гнатюк, поява перших ринків цінних паперів збіглася із зародженням нової економічної парадигми, а саме меркантилізму. Проте представники меркантилізму досить неоднозначно ставились до появи перших цінних паперів. Їм було складно погодитись з думкою про те, що такі квазігроші мають внутрішню вартість [35, с.402].

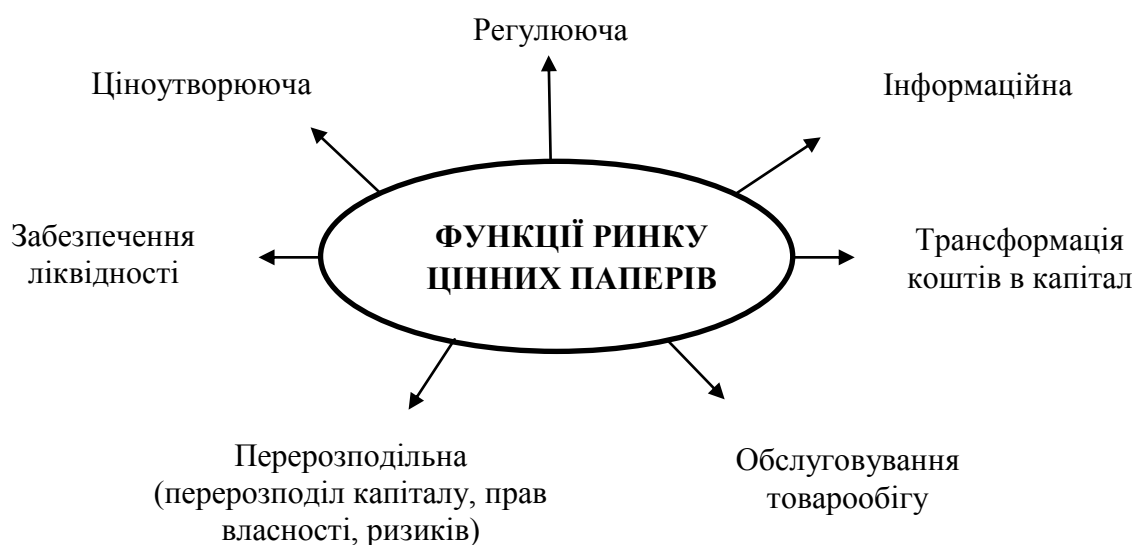


Рис.1.2. Функції ринку цінних паперів

Джерело: створено автором

Значно вплинули на розвиток сучасної наукової парадигми ринку цінних паперів історичні економічні вчення, еволюцію яких відображено на рис. 1.3. Дослідженню ролі і місця цінних паперів в економічному житті держави приділяв К. Маркс. Він, зокрема, дослідив наслідки, від яких потерпала економіка Англії після кризи 1847 р. У третьому томі «Капіталу» він називає цінні папери не інакше як «фіктивним капіталом», що містить у собі елементи «оманливої соціальної вартості» [36, с.212]. Це положення він обґрунтовує тим, що зменшення чи збільшення курсової вартості цінних паперів жодним чином не позначається на величині реального капіталу підприємства, яке ці папери репрезентують, проте воно сильно впливає на його платоспроможність. Незважаючи на свою критику фіктивного капіталу, Маркс відзначає позитивні наслідки для економіки, спричинені

існуванням ринку цінних паперів, а саме – значне розширення масштабів виробництва та появу компаній, існування яких було б неможливим для окремо взятого капіталу. На думку Н.К. Родіонової та І.С. Кондрашової, у «Капіталі» Маркса міститься низка важливих теоретичних положень, що стосуються ринку цінних паперів: цінні папери – фіктивний капітал (є формою капіталу та не мають реальної вартості); цінні папери мають ринкову вартість завдяки своїй юридичній основі, а відтак надають право на володіння реальним капіталом; ринкова ціна капіталу та його реальний стан – взаємопов'язані між собою (зміна у фізичному капіталі тягне за собою зміну ринкової вартості); курсова вартість залежить не тільки від фактичного капіталу, але й від оцінювання його потенційними інвесторами; таким чином, цінні папери стають товаром, а отже, з'являється ринок, на якому ним торгують; введено поняття капіталізації ринку цінних паперів [37, с.203].

Глибокий аналіз ролі ринку цінних паперів в економічній системі здійснив Джон Мейнард Кейнс у праці «Загальна теорія зайнятості, процента та грошей». На його думку, ринок не може самостійно досягати стану рівноваги, а тому держава має активно втручатись в усі сфери економічного життя, зокрема і в ринок цінних паперів, використовуючи відповідні інструменти макроекономічної політики. Кейнс виділяв низку переваг та недоліків акціонерної форми власності.

Головні її переваги полягають у тому, що вона дає змогу реалізовувати масштабні виробничі проекти та відокремити управлінські функції від власності на капітал, що підвищує ефективність діяльності акціонерних товариств. Він зазначав, що вища вартість акцій певної компанії порівнювана з можливістю взяти в банку кредит під нижчі відсотки [38]. Серед недоліків цієї форми власності Кейнс називав такі: розрив між реальним станом акціонерного товариства і вартістю його акцій та наявність на ринку цінних паперів великої кількості необізнаних інвесторів, що спотворюють ринкове ціноутворення [39, с.259-260]. Він також зазначав, що переважна більшість професійних учасників цього ринку не зацікавлена у визначенні реальної вартості об'єктів інвестування, а що їх цікавить, – як ринок оцінить їх акції. Їм важливо отримувати цю інформацію швидше за інших, щоб мати

змогу своєчасно купити чи продати певні цінні папери. Кейнс доходить висновку про те, що різка зміна курсу акцій може бути спричинена зміною настроїв гравців на ринку, а не зміною величини капіталу емітента [40, с.160-162]. У цьому криється, на його думку, головна причина розбіжності між ринковою та реальною вартістю. Внаслідок таких розмірковувань Кейнс вводить у фінансову теорію поняття «спекуляція», що означає намагання учасників ринку цінних паперів отримувати прибуток від коливань курсів цінних паперів. Отже, на думку Кейнса, фондові біржі не завжди виконують функцію збільшення позикових можливостей та підвищення обсягів інвестицій у реальну економіку. Варто наголосити, що в теорії Кейнса важливим інструментом взаємодії між реальним та фінансовим секторами національної економіки є грошово-кредитна політика. Як бачимо, Кейнс і його наступники заклали основи макроекономічного аналізу ринку цінних паперів та дослідили його взаємозв'язок з реальним сектором, а також обґрунтували необхідність державного регулювання цього ринку. Необхідність його регулювання зумовлена спекулятивними процесами, які можуть спричинити серйозні диспропорції на ринку цінних паперів у разі їх ігнорування [35, с.404].

Помітний внесок у розвиток теорії ринку цінних паперів зробили інституціоналісти. Особливістю інституціоналізму як окремої економічної течії є те, що він досліджує вплив позаекономічних чинників на економічні процеси у ринковій економіці. З погляду інституціоналізму, ринок цінних паперів – це певний інститут, тобто він є не тільки місцем торгівлі цінними паперами, але й набором відповідних правил поведінки його учасників, він не є автономним і закритим; на нього впливають зовнішні, позаекономічні, чинники. Систему наукових поглядів на роль і місце ринку цінних паперів у національній економіці доповнюють ідеї монетаристів. Монетаризм – це впливова економічна течія, що виникла у 60-х роках ХХ ст. на основі теоретичних напрацювань М. Фрідмана. Представники цієї течії вважають, що причини багатьох проблем, що виникають у національній економіці, потрібно шукати насамперед у монетарній сфері. На їхню думку, гроші відіграють набагато вагомішу роль у сучасній ринковій економіці, ніж вважають представники багатьох економічних шкіл. Заслуга монетаристів полягає, зокрема, в тому, що вони

першими почали використовувати економетричні моделі для аналізу взаємозв'язків між сферою виробництва та сферою грошово-кредитного обігу. Монетаристи вважають, що державне регулювання економіки потрібно здійснювати переважно з використанням інструментів грошово-кредитної політики. При цьому перевагу треба надавати операціям на відкритому ринку, за допомогою яких уряд, продаючи чи купуючи державні облігації на ринку цінних паперів, може змінювати пропозицію грошей в економіці. Отже, монетаризм обґрунтовує виняткову важливість ринку цінних паперів як однієї з ключових підсистем національної економіки [41, с. 512,581].

Як з'ясовано, упродовж останніх кількох століть теоретичні знання економістів про ринок цінних паперів еволюціонували від примітивних уявлень про нього, в основі яких було дослідження обігу векселів, до усвідомлення надзвичайно важливого його місця в системі механізмів акумуляції та перерозподілу фінансових ресурсів у сучасній економіці. Дослідження ринку цінних паперів різними течіями економічної науки – це яскравий приклад колективного творення нових наукових понять та постійного уточнення їхнього змісту у зв'язку зі змінами, що відбуваються в економіці та певних її частинах. Сьогодні ринок цінних паперів перестав бути доповненням до товарних ринків. Він функціонує незалежно від них і став глобальним інструментом залучення інвестицій [35, с. 405].

Логіку еволюції економічної думки та особливості кожного історичного періоду відображено на рис.1.3

На якому під поняттям світогляду розглядається система найзагальніших знань, цінностей, переконань, практичних настанов, які регулюють ставлення людини до світу [42, с. 10]. Кожен із зазначених періодів історії розвитку економічної думки створив підґрунтя для розвитку теорій ринку цінних паперів. Сутність сучасного ринку цінних паперів розкривається в різноманітних його теоріях та гіпотезах. Зокрема, теорія ефективності ринку передбачає, що існуючі в даний момент ціни на ринкові активи, отримані в результаті аналізу ринковими гравцями всієї наявної на даний момент інформації, абсолютно справедливі і знаходяться в стані рівноваги.

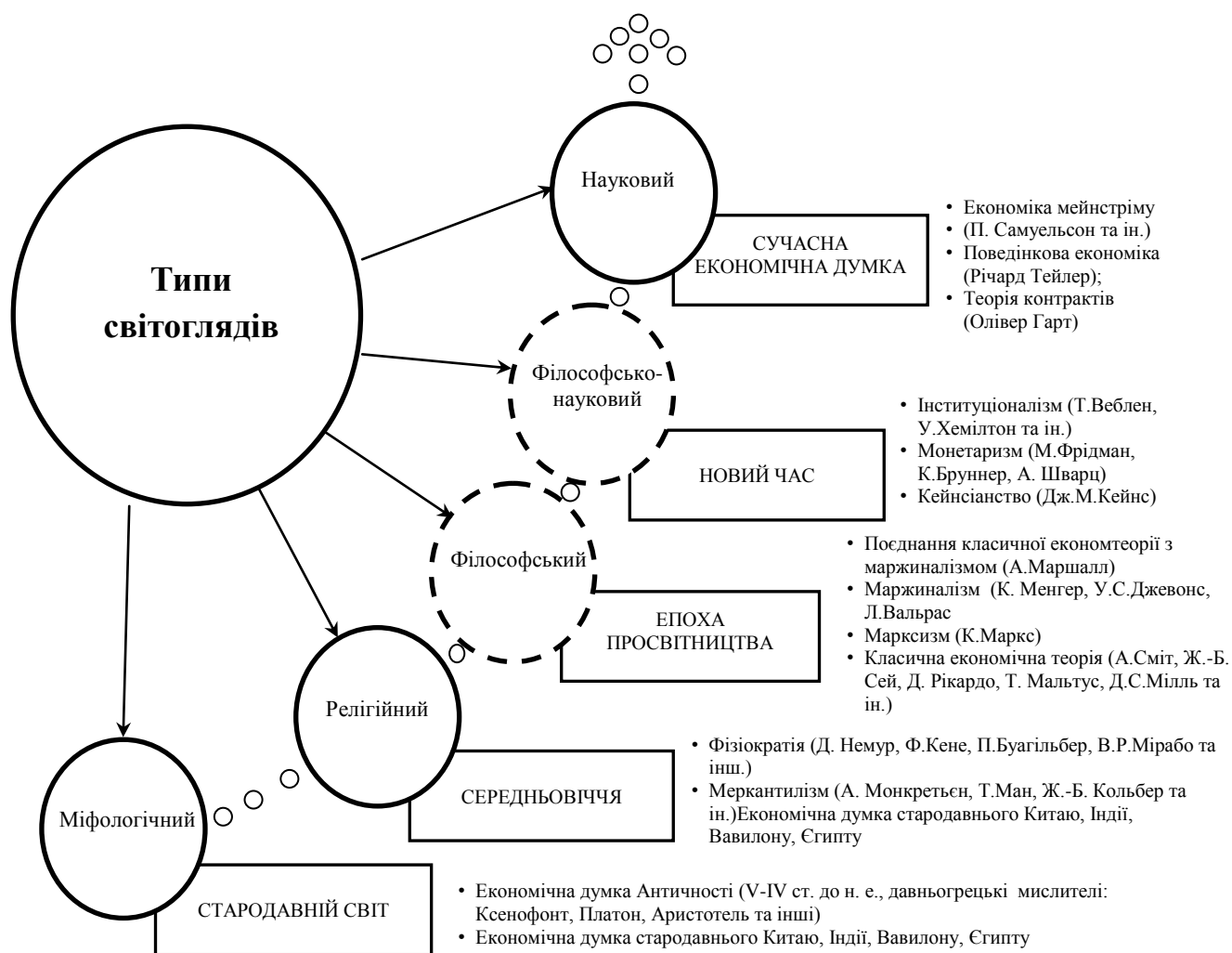


Рис. 1.3. Еволюція загальноекономічних думок, що вплинули на розвиток сучасної парадигми ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором. Пунктиром виділені перехідні типи світоглядів

Отже, єдиним фактором, здатним привести до зміни існуючих цін є нова інформація, яка надходить на ринок. Як зазначає А. О. Примостка, цілком очевидно, що припущення, прийняті в гіпотезі ефективного ринку, є ідеалістичними і на практиці їх досягти неможливо. Ця гіпотеза не пояснює виникнення майнових бульбашок та різкого знецінення активів. Лауреат Нобелівської премії Д. Норт із цього приводу висловився досить скептично: «Наша заклопотаність гіпотезами раціонального вибору та ефективного ринку відсунула на задній план наслідки неповної інформації, складності середовища і суб'єктивних уявлень індивідів про зовнішній світ» [43, с.142].

Немарксистська традиція в економічній теорії характеризує цінні папери і ринок цінних паперів як технічні інститути, що виконують функції перерозподілу

вільних грошових засобів, ризику, інформації, прав власності тощо. Технічне уявлення про такі інститути як капітал, ринок, цінні папери базується в немарксистській традиції на моделі «економічної людини», її цілей, прагнень, інтересів, що виражаються у її діяльності. Ця модель була розроблена в рамках класичної політекономії і неокласичного економічного аналізу. Сутність якої проявляється через «природну поведінку» окремо взятої людини, свобода вибору, раціональність і індивідуалізм у прийнятті економічних рішень, оптимальне використання ресурсів для максимального задоволення потреб, конкурентна поведінка.

Фундаменталістський підхід базується на оцінці внутрішньої вартості цінного паперу на основі дисконтування майбутніх грошових потоків, згенерованих цим інструментом. Для прогнозування цих надходжень аналізують макроекономічні та галузеві чинники, фінансовий стан емітента, моделюють рух ціни цінного паперу. Згідно з фундаменталістським підходом для оцінювання внутрішньої вартості цінних паперів застосовують модель Дж. Вільямса [44, с. 202]. Примостка А.О. зазначає, що із використанням фундаментального аналізу під час прогнозування параметрів фінансового ринку пов'язані певні проблеми. По-перше, існує проблема недостовірної інформації, що міститься у звітності емітентів або засобах масової інформації. Використання недостовірної інформації призводить до помилок у прогнозах. По-друге, фундаментальний аналіз не дає відповіді на питання, через скільки часу фінансовий ринок відреагує на зміну певного фактора. По-третє, фундаментальний аналіз передбачає значні затрати часу на збір та аналіз інформації та вимагає відповідної кваліфікації та досвіду аналітика. По-четверте, модель, побудована на основі фундаментального аналізу, є менш стабільною, оскільки прогнозна сила та характер впливу факторів зазвичай змінюються. Аналізуючи фундаментальні фактори впливу на фінансові ринки, доцільно враховувати їх системний характер та кореляцію цін на різні фінансові активи. Учасників ринку, які дотримуються цього підходу, називають фундаменталістами [45, с.130].

Теорія «Доу» створена в 1900 р. американським громадським діячем Ч. Доу, який стверджував, що будь-яка тенденція руху цін на ринку цінних паперів повинна

бути підтверджена аналогічною зміною промислового і транспортного індексів [46]. Положення теорії Ч. Доу в подальшому були взяті за основу розрахунку індексів Доу-Джонса. В основу цієї теорії покладено аналіз історичних даних щодо цінової динаміки та обсягів фондових операцій із купівлі-продажу цінних паперів. Технічний аналіз пояснює динаміку ринків цінних паперів змінами основних трендів цін на акції. Цей підхід передбачає застосування математичних моделей та статистичних методів, за допомогою яких створюється прогноз. Це дозволяє прогнозувати динаміку ціни на базі історичних даних та в умовах невизначеності [47, с. 433]. Особливістю технічного аналізу є те, що він не дає конкретного прогнозованого значення ціни, а лише визначає напрямок руху цін та ймовірність досягнення значення ціни певного рівня або пробиття ліній підтримки чи опору. Учасників ринку, які дотримуються цього підходу, називають чартистами (використовують графіки). До переваг технічного аналізу слід віднести наочність та оперативність прийняття рішень на основі прогнозування. Тому цей підхід із успіхом використовується дилерами та трейдерами для прийняття оперативних рішень щодо торгівлі фінансовими активами. Однак, як наголошує А. Матвійчук, у класичному ризик-менеджменті такі підходи не одержали поширення через численні недоліки та обмеження. Зокрема, технічний аналіз не дає можливості зробити точковий прогноз ризику, тобто максимально несприятливої зміни ринкових параметрів. Основним недоліком технічного аналізу є те, що для одержання реалістичних оцінок необхідно сформулювати, зберігати та аналізувати великий за обсягом масив інформації щодо цінової динаміки інструменту на ліквідних ринках, де операції здійснюються регулярно і в значних обсягах. А це не завжди можливо. Водночас використання принципів технічного аналізу може стати основою для побудови економіко-математичних моделей, що дозволять адекватно реагувати на найменші зміни курсів цінних паперів [48, с. 162–163].

Розвитком методів технічного аналізу стала хвильова теорія Еліота. Еліот показав, що ринок цінних паперів розвивається за моделлю із п'яти хвиль угору та трьох хвиль униз, формуючи повний цикл із восьми хвиль. Ця восьмихвильова модель вважається базисною фігурою руху ринку цінних паперів. Соціально-масова

психологічна поведінка послідовно проходить стадії експансії, ентузіазму, ейфорії, за йде стадія спокою, занепад і депресія. Ці хвилі масової психології добре помітні на ринках цінних паперів. Досліджуючи цінову динаміку ринків цінних паперів, Еліот визначив траєкторії руху цін як структурований рисунок, який періодично повторюються за формою, але не обов'язково – за часом і амплітудою [45, с.131].

Теорія катастроф, запропонована Зоманом в 1974 році, є модель ринку, що складається з двох груп учасників, так званих фундаменталістів і чартистів. У той час як фундаменталісти приймають свої рішення про інвестування виключно на основі фундаментального аналізу, то чартисти стежать за графіками за поведінкою ринку і на основі технічного аналізу намагаються робити прогнози. На думку Зомана, чартисти є спекулятивного настроєними учасниками ринку. Вони ж і викликають різкі обвали котирувань тим, що на зростаючому ринку їх частка сильно збільшується, і, слідуючи тенденції, що склалася, чартисти просто дестабілізують ринок. Фундаменталісти, ґрунтуючись на фундаментальних даних, вчасно виходять з гри і повертаються тільки тоді, коли акції знову недооцінені. Слабким місцем цієї теорії є те, що насправді ринок не можна розділити на переконаних чартистів і переконаних фундаменталістів. Більшість аналітиків застосовують обидва методи, і дуже часто фундаменталісти імітують чартистів і показують часом циклічну поведінку, як чартисти »[49, с.216].

У 1991 р. Т. Вега висунув теорію когерентного ринку (*Coherent Market Theory*). Вона являє собою нелінійну статистичну модель. Її основна передумова полягає в тому, що імовірнісний розподіл ставок прибутковості на ринку капіталів базується на фундаментальних (або економічних) оточуючих умовах і групових настроях учасників ринку. Т. Вега припустив, що ринок може перебувати в чотирьох різних фазах: фази випадкового блукання (настрої учасників нейтральні, інвестори діють незалежно один від одного, ціни змінюються випадково, розподіл ймовірності відповідає нормальному); фази перехідних ринків (в силу зростання групової свідомості деякі події можуть мати тривалий вплив, крива розподілу ймовірності має нижчу вершину і потовщені хвости); фази хаотичних ринків (настрої інвесторів швидко поширюються в груповій свідомості, провокуючи сильні

рухи цін. При цьому фундаментальні умови нейтральні або невизначені, ймовірність екстремальних змін цін велика); фази когерентних ринків (сильні фундаментальні фактори в поєднанні з сильними груповими настроями можуть породжувати ринки з сильним позитивним або негативним рухом (трендом) на досить тривалій ділянці часу. При цьому крива розподілу ймовірностей зміщується в негативну чи позитивну область) [49, с.220].

В 1988р. американський фінансист Дж. Сорос запропонував теорію рефлексивності ринку (*Reflectivity Theory*) і виклав її книзі «Алхімія фінансів» [50]. Теорія рефлексивності передбачає наявність подвійного зворотного зв'язку між очікуваннями учасників ринку і фундаментальними умовами. Твердження теорії ефективного ринку про те, що вартість активів прагне до справедливих рівнів, Д.Сорос пропонує замінити двома іншими: на ринку завжди присутні вподобання того чи іншого напрямку; ринок може впливати на хід передбачуваних ним подій. Поєднання цих двох тверджень пояснює, чому так часто здається, що ринок вірно передбачає події. Очікування учасників можуть змінювати фундаментальні умови так само, як і фундаментальні умови змінюють очікування учасників.

Зміна очікувань учасників і фундаментальних умов Дж. Сорос розглядає як два взаємозалежних процесу, які можуть бути описані наступними функціями:

$$x = f1(y) \text{ і } y = f2(x), \quad (1.1)$$

де x – вподобання (очікування) інвесторів;

y – фундаментальні умови

Оскільки, дана модель не містить констант, процес зміни цін на ринках цінних паперів, на думку Д. Сороса, веде не до рівноваги, а до постійної зміни цін фінансових активів. Дія рефлексивного закону може спровокувати виникнення процесу самопідсилення. Дію самопідсилення можна продемонструвати на прикладі ринків цінних паперів країн, що розвиваються. Так, очікування ряду інвесторів щодо можливості отримання підвищених доходів на таких ринках, що вступили на шлях лібералізації, привели до припливу інвестицій на ці ринки. Нові інвестиції дозволили забезпечити підвищення показників зростання економіки і оздоровлення

державних фінансів. Таким чином, ми можемо спостерігати розвиток само підсилюючих процесів, які викликають формування довгострокового зростаючого тренду на ринках, що розвиваються. [51].

Теорія хаосу, запропонована Е. Петерсом, призначена для дослідження нелінійних детермінованих систем. Складність дослідження таких систем полягає у високій чутливості до вхідних параметрів, а не в існуванні слабких причинно-наслідкових зв'язків. Ця теорія тісно пов'язана з теорією фракталів. Згідно з цією теорією передбачається, що системи самоіндукуються, тобто створюють подібних самим собі. Прогнозування фондових цін на основі цієї теорії дуже складне [52].

Однак, раціональні теорії ринку цінних паперів не враховують такі чинники як ірраціональна поведінка учасників ринку, групове мислення («стадна поведінка»), ефект появи «мільних бульбашок», надмірно оптимістичні очікування та недооцінка ризиків тощо. Таким чином, хоча моделювання економічних процесів на основі припущення про раціональність поведінки суб'єктів ринкових відносин досить поширене, проте такий підхід не відображає повної дійсності, а моделі не дають задовільних результатів. Отже, можна говорити про наявність так званих поведінкових теорій ринку цінних паперів.

Представники історичної школи та інституціоналізму розглядають дане питання по-іншому. Зокрема, Д. Норт зазначає, що людська поведінка набагато складніша того, що описують економісти в моделях, які опираються на функцію індивідуальної корисності; неформальні норми, правила, механізми примусу в сукупності визначають набір альтернатив і результат зробленого вибору. Звичаї як і норми, закріплені в певній культурі, ідеї, ідеології і релігійні догми часто відіграють ключову роль у виборі, який робить людина в сфері економіки, індивід приймає такі рішення, що означають відмову від багатства чи доходу на користь інших цінностей, які мають для неї значення [52, с.37]. Тому, в межах історичної школи та інституціоналізму аналіз економічної реальності будується на моделі «колективістської поведінки», в основі якої: очікування, звичаї, правила, колективні стереотипи, інстинкти та інститути, що виходять за рамки поведінки «економічної людини» в неокласичній моделі. Виникає питання про вплив релігії на процеси

функціонування капіталу, в тому числі і форм його прояву у фінансовій сфері. С.М. Булгаков зазначав, що «економічна людина» представляє собою не економічний автомат, що приводиться в дію однією пружиною економічного егоїзму... але й конкретний духовний тип з усією складністю і різноманітністю психологічної мотивації. Релігія домінуючий світогляд, що залишає вирішальний відбиток і на «економічній людині». В душі людини встановлюється внутрішній зв'язок між релігією та господарською діяльністю [53]. Релігія, національний характер, цивілізаційна приналежність, «капіталістичний дух» – всі ці компоненти суспільних відносин відіграють визначальну роль в становленні капіталу та його форм руху, включаючи цінні папери.

Гіпотеза раціональності в прийнятті рішень з моменту її появи зазнавала критики. Дж. Кейнс стверджував, що вартість цінного папера значною мірою залежить від думки інших людей. Т. Веблен говорить про обмеженість розуміння природи людини, якщо вона розглядається лише з економічної точки зору. Він наголошував на необхідності дослідження людської природи, яка визначається, по-перше, психічним складом: інстинктами — цілями людської поведінки, що формуються в культурному контексті і передаються з покоління у покоління. По-друге, культурно обумовленим характером — інститутами, засобами досягнення цілей [54, с.3].

У роботі Ч. Маккея «Найбільш поширені помилки і божевілья натовпу», яскраво показано вплив поведінки натовпу на зміну ціни на ринку [55]. М. Алле провів експеримент («Парадокс Алле»), що продемонстрував неможливість застосування теорії максимізації очікуваної корисності в реальних умовах ризику та невизначеності. Дослідник математично довів, що раціонально діючий інвестор віддає перевагу абсолютній надійності замість отриманню максимально очікуваної корисності.

Подібний експеримент з ефектом визначеності та невизначеності провів Д. Елсберг у 1961 р., але в основі його досліджень лежала імовірність: він показав, що люди погано сприймають неясність, точність рівня ймовірності виграшу. Основним результатом дослідження був факт, що інвестори перебільшують

ймовірність невідомих наслідків, якщо їм заздалегідь повідомити деяку інформацію про їх розподіл. Парадокси Алле й Еллсберга демонструють порушення альтернативного варіанта аксіоми очікуваної корисності, що називається принципом достовірного результату або незалежністю за Севіджем (1954 р.) [54, с.4]. Ця аксіома свідчить, що якщо у двох лотерей величина та ймовірність одного з результатів однакові, то розміри і значення ймовірності цього результату не повинні впливати на вибір між лотереями в цілому [56, с.529]. Г. Саймон уперше в роботі 1957 р. відкинув ідею ідеальної раціональності та запропонував використовувати поняття обмеженої раціональності – описову теорію прийняття рішень. У своїй праці дослідник вказує, що «розумні люди» завжди приходять до «розумних» висновків за обставин, коли неможливо застосувати класичні моделі раціонального вибору. Обмежена раціональність позначає феномен когнітивної обмеженості людей в пошуках, використанні та баченні релевантної та доступної інформації в процесі прийняття рішення. Наявність інформації та наявні обчислювальні ресурси обмежують раціональність суб'єкта, який приймає рішення та вирішує завдання [57]. Вагомість результату Г. Саймона полягає в тому, що він показав, як стандартна економічна модель не враховує реальні когнітивні обмеження людей [58].

Результати експериментального дослідження поведінки людей при виборі було використано під час розроблення психологічних моделей: теорії пошуку домінантної структури та теорії конструювання стратегій. Г.Монтгомері та О.Свенсон запропонували теорію пошуку домінантної структури [59, с.131]. Вчені припустили, що вибираючи кращу з кількох альтернатив, шляхом попарного порівняння всіх варіантів людина намагається створити домінантну структуру. Людина бажає вибрати альтернативу, котра краща за інші хоча б за одним критерієм, та її недоліки менш суттєві, ніж тих варіантів, що порівнюються з нею. Якщо в результаті порівняння вибрана альтернатива виявилася кращою, то домінантна структура сформована. У разі, коли в процесі дослідження виявляється, що вибрана на перший погляд альтернатива поступається іншим, то її замінюють, і далі вже новообрана альтернатива розглядається як потенційно домінуюча.

У теорії конструювання стратегій Д. Пейн припустив, що в процесі прийняття рішення використовується кілька, а не одна, стратегій та евристик. При цьому на формування сукупної стратегії впливають ті оцінки альтернатив, яким надає значення людина. У процесі порівняння альтернатив правила вибору можуть змінюватися залежно від зусиль та бажання отримати точний результат суб'єктом, що здійснює дослідження [54, с.5].

Важливою стала праця П. Самуельсона, де розглядалася модель дисконтованої корисності. У спрощеній моделі автора всі психологічні фактори, що розглядалися економістами в дослідженні проблем вибору, були зведені до єдиного параметру – ставки дисконтування [60, с.155].

Д. Канеман і А. Тверські запропонували дескриптивну теорію практичної раціональності, яку вони назвали «теорією перспектив». Дане дослідження стало справжнім проривом в неокласичній теорії прийняття рішень, а його автор – американський психолог Д. Канеман – став лауреатом Нобелівської премії з економіки у 2002 р. Основними поняттями, якими характеризується людський розум, автори теорії визначають такі: «евристика», «відхилення» та «ефект». Дослідники ввели поняття програми «евристики та упередження», які використовують люди в повсякденних міркуваннях. Згідно з цією концепцією поведінкою людини керують евристики, які допомагають зробити висновки, ефективні та відповідні до конкретної ситуації, однак водночас призводять до рекурентних упереджень в інших ситуаціях. Евристичні методи – це спосіб міркувань, в основі яких лежать різні «бокові ходи» в переробці інформації та формулюванні висновків. Експериментальним шляхом автори виокремили кілька евристик, на які спираються люди, приймаючи рішення: евристика наявності, репрезентативності, засад [61, с.97]. Теорія перспектив дозволяє врахувати три поведінкових ефекти: ефект визначеності (надання більшого значення детермінованим наслідкам); ефект відображення (зміна уподобань при переході від виграшів до втрат); ефект ізоляції (спрощення вибору шляхом виключення загальних компонентів варіантів рішень) [59, с. 49]. Теорія перспектив досліджує два етапи при виборі альтернатив: більш ранню фазу редагування та більш пізню

фазу оцінки. Етап редагування складається з попереднього аналізу перспектив, що надає загальне уявлення про їх суть. На другій стадії відредаговані перспективи оцінюються та здійснюється вибір найбільш цінної [62, с.274].

З такої точки зору нормативні стандарти раціональності існують, а нормальні суб'єкти схильні помилятися тому, що їм не вдається досягати таких стандартів. Утім, вагомим елементом програми для подальшого просування у створенні нового погляду на раціональність людей є розуміння неоднозначності евристик: стратегії поведінки, які є ефективними за одних умов, в інших ситуаціях – катастрофічні.

У 1982 р. з робіт німецьких економістів В. Гуза, Р. Шміттберга, Б. Шварца виник напрям дослідження, що пізніше отримав назву поведінкової теорії ігор. Його засновники та послідовники на основі існуючого математичного базису пропонують моделі, що враховують психологічні особливості індивідуумів [63, с.44]. К. Камерер виділяє три компоненти поведінкової теорії ігор: теорію соціальної корисності; теорію початку гри чи первинних умов; теорію навчання [64, с.374].

А. Шлейфер запропонував модель, що описує процес прийняття інвестором рішення щодо акцій конкретних компаній, в основі якого лежать два чинника – консерватизм мислення (У. Едвардс, 1968) і неправильне використання на практиці теорії ймовірностей (Д. Канемана і А. Тверскі). Ефект консерватизму проявляється у формі недостатньої реакції інвестора на негативну інформацію. Неправильне використання на практиці моделей теорії ймовірностей полягає в тому, що, ґрунтуючись на серії хороших новин про компанії, інвестори припускають збереження позитивної тенденції і в майбутньому. Описані чинники призводять до переоцінки акцій і зниження доходу їх власників [54, с.7].

В результаті проведеного дослідження теорій ринку цінних паперів, було виокремлено моделі ринкової корпоративної поведінки (рис.1.4.). Раціональна модель ґрунтується на математичних очікуваннях курсу цінних паперів; психологічна – пов'язана із внутрішніми установками і цінностями індивідуумів та комбінована, якій притаманне прагнення поєднати переваги та уникнути ризиків зазначених моделей.

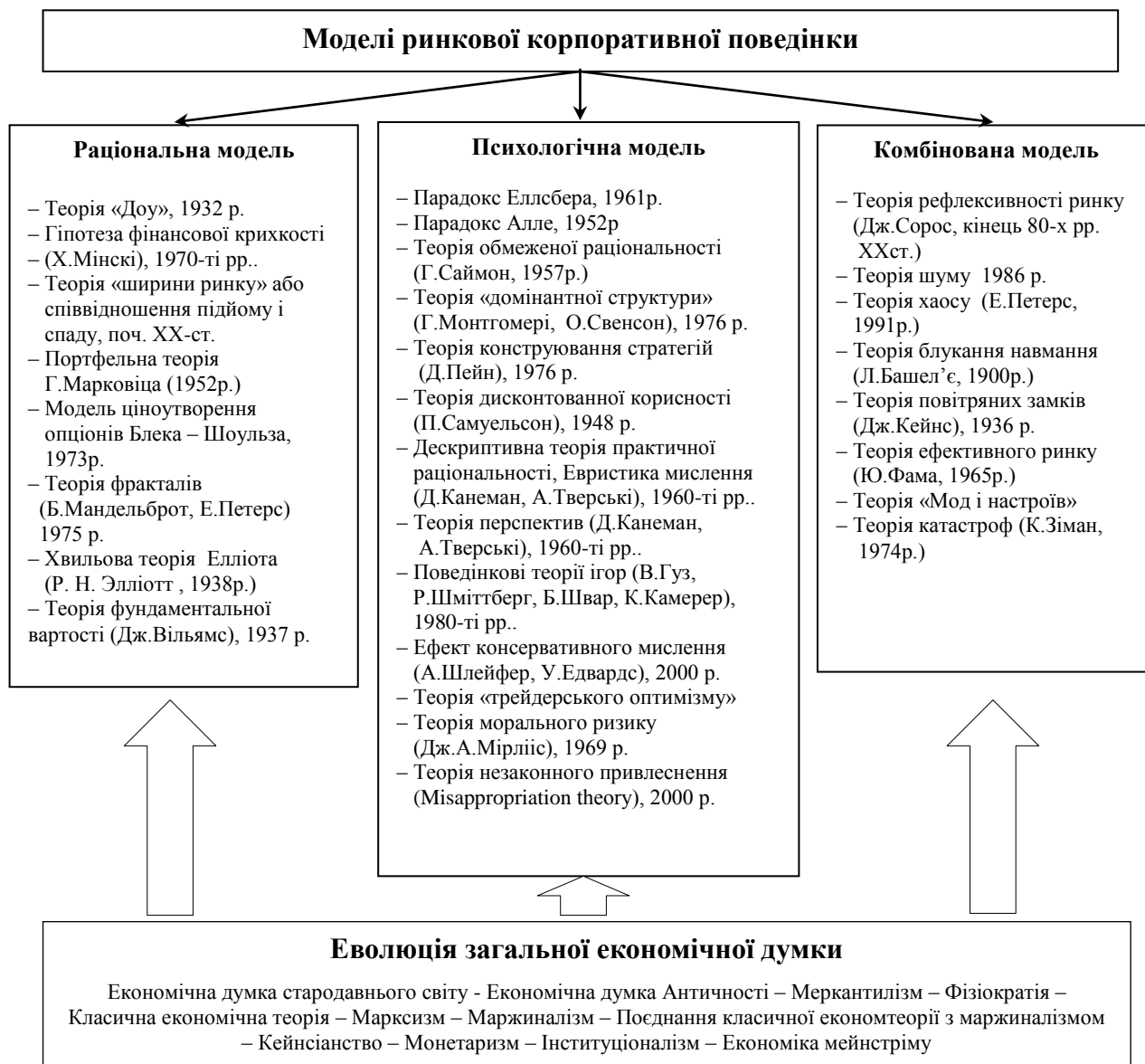


Рис.1.4. Моделі ринкової корпоративної поведінки та теорії ринку цінних паперів, що їх формують

Джерело: розроблено автором

Дослідження теоретичних підходів та трактування економічної природи ринків цінних паперів дало змогу детально дослідити поняття ринку цінних паперів, запропонувати власне визначення поняттю «ринок цінних паперів. Систематизувати всю сукупність теорій ринку цінних паперів за допомогою трьох моделей ринкової поведінки його учасників: раціональної, психологічної та комбінованої. Встановити, що еволюція ринків цінних паперів відбувається на фоні різних типів світоглядів, зокрема: міфологічного, релігійного, філософського, філософсько-наукового, наукового. Виділено функції, які виконує ринок цінних паперів, а саме: перерозподільна (перерозподіл капіталу, прав власності, ризиків); ціноутворююча;

регулююча; забезпечення ліквідності; інформаційна; облікова, трансформація вільних фінансових ресурсів в капітал, обслуговування товарообігу.

1.2. Генезис ринків цінних паперів

Ринки цінних паперів – комплексний і складний механізм сучасної економічної системи. Вивчення передумов та факторів розвитку потребує аналізу етапів його історичного генезису. Історія ринків цінних паперів охоплює велику кількість наукових праць, що описують окремі періоди та умови розвитку. Однак, не вистачає наукової роботи, яка б систематизувала послідовність такого розвитку, визначила б його детермінанти в умовах відповідного історичного етапу розвитку.

Досліджуючи економічну історію розвитку ринків цінних паперів, автор вважає за доцільне виділення низки етапів його еволюції (рис.1.5.).

Перший етап – Античний ринок цінних паперів. У даний період його розвиток характеризується зародженням прототипів цінних паперів та утворенням першого ринку цінних паперів в античні часи. Б. Сміс зазначає, що найдревніший приклад організованого ринку капіталу мав місце ще в Римській республіці в II ст. до н. е., коли він ще не був об'єктом теологічних обмежень. Однак, на подальший його розвиток мали великий вплив монотеїстичні релігії. В Римській республіці існувало три ключові передумови для життєздатності ринку капіталів: вільний рух капіталу, доступний кредит та бажання вкладати кошти в ризикові активи.

Розвиток комерційної діяльності по всій республіці призвів до нагромадження багатства в стародавньому Римі, яке трансформувалось у доступний капітал для інвестицій. Досконала та всеохоплююча система законів та прав власності сприяла кращому обігу капіталу. Крім цього, набули розвитку кредитні відносини, які виражались через готовність брати в кредит кошти під відсотки, а також загальне визнання переказних векселів як засобу фінансування торгівлі.

З'явився клас інвесторів спроможних інвестувати свої кошти з певною мірою ризику з метою отримання прибутку, ніж просто накопичувати чи затоварювати їх.

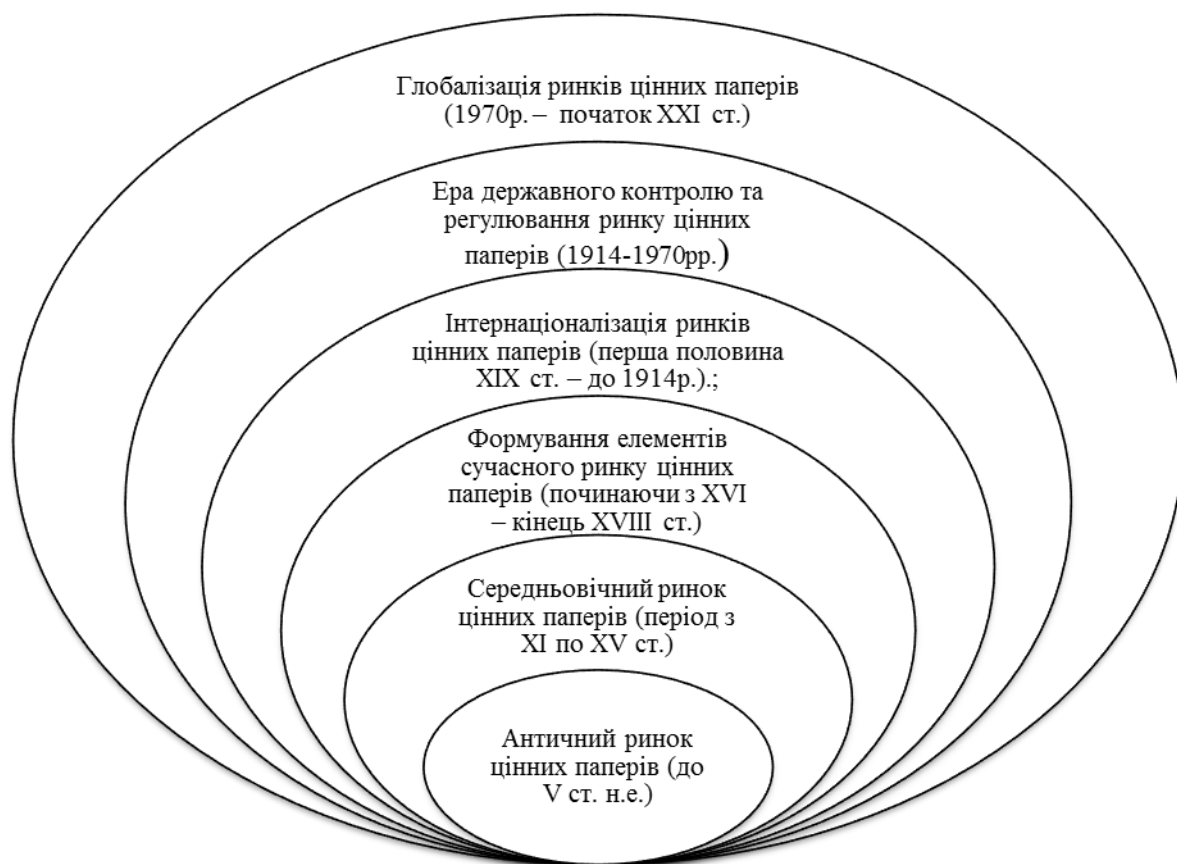


Рис.1.5. Етапи генезису та еволюції ринків цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Багато із того, що пізніше з'явилося в фінансовому капіталі Амстердаму, Лондона та Нью-Йорка, Стародавній Рим виступив в якості горнила, де капітал, кредит та ризик пройшли свою «обкатку» і набули подальшого розвитку. Саме через цей процес утворився перший фондовий ринок [65, с.10].

У Римській республіці уряд віддавав за плату багато із своїх функцій, від будівництва храмів до збору податків, групам інвесторів відомих як публікани («*publicani*»). Як і сучасні корпорації, «*publicani*» були юридичними особами, майно яких було поділене на частки (паї). Вони управлялись виконавчим директором («*managers*»), формували публічні звіти, а також проводили регулярні збори власників паїв (акціонерів). Місце, де відбувалася торгівля вищезазначеними паями

(акціями) знаходилось на Римському форумі¹ біля храму Кастора. М. Ростовцев описує події тих часів так: «...натовпи людей купували і продавали акції, податкові облигації сільськогосподарських компаній, різні товари за готівку і в кредит, землю і нерухомість в Італії і в її провінціях, будинки і магазини в Римі і будь-якому іншому місці, кораблі і склади, рабів і худобу» [65, с.11]. Інший історик писав, що Форум зі своїми великими спорудами, можна охарактеризувати як велику фондову біржу, на якій активно здійснювались різного роду грошові спекуляції [66, с.164]. Коливання вартості акцій мало невизначений характер. Цицерон зазначав, що купівля акцій публічних компаній розглядалась як авантюра, яку уникали люди із консервативним баченням [67, с.7].

Римська республіка була «інтернаціональною» по природі, оскільки завоювала чи іншим чином набула у власність землі інших країн. Таким чином, ринок на Форумі мав інтернаціональний характер. Володіти паями (акціями) дозволялось особам з інших регіонів і країв. А це в свою чергу, спричинило потребу в поточній інформації про «publicani», яку задовольнили агенти (посередники на цьому ринку), які систематично збирали та обробляли корисну фінансову інформацію. Однак з часом, Римський ринок цінних паперів занепав разом із падінням Стародавнього Риму. Християнська феодальна система, що сформувалась в Європі в Середньовіччя, а також Ісламський порядок, що охопив великі території Азії та Африки за своєю природою протирічали розвитку фінансових ринків. Це призвело до утворення примітивних економік з бартерною системою та набором заборон проти наживи, спекуляції та накопичення багатства. Сама ідея фінансового ринку в будь-якому вигляді ворожо сприймалася на фоні фундаментальних принципів соціальної організації, на яких базувались ці суспільства. В такому стримуючому середовищі ринки цінних паперів не могли розвиватись, що й послугувало причиною відтермінування їхнього розвитку аж до X-XI ст.

Другий етап – Середньовічний ринок цінних паперів. Як зазначає Р. С. Міші, батьківщиною сучасного глобального ринку цінних паперів є

¹ Примітка. Площа в центрі Стародавнього Риму разом з прилеглими будівлями. Спочатку на ній розміщувався ринок, згодом вона включила коміцій (місце народних зібрань), курію (місце засідань Сенату) і набула також політичних функцій.

середньовікова Італія, де в таких полісах як Венеція, Генуя, і Флоренція зростаючий обсяг торгових операцій між Сходом і Заходом сприяв розвитку їх фінансової сфери, зокрема фондового ринку [3, с.17]. Ф. Бродель у своїй праці «Віхи комерції» зазначив, що всі докази вказують на Середземномор'я як колиску фондового ринку [68, с.101].

Точкою відліку у розвитку Середньовікового ринку цінних паперів, на думку Р. С. Міші, була примусова боргова політика Венеції у формі відсоткових облігацій без визначеної дати погашення щодо своїх мешканців у зв'язку із військовими подіями 1171-1172 рр. Власники таких облігацій через потребу в грошах почали їх продавати, а інші особи, які намагались знайти тимчасову гавань для своїх заощаджень та отримання прибутку, – купували їх. Спочатку до таких цінних паперів ставились з побоюванням, але поступово вони набули загального визнання як надійна форма інвестицій, яка дає не лише прибуток у вигляді відсотків, а й такі цінні папери можна купувати і продавати коли завгодно при необхідності. Між 1262р. та 1379р. Венеція жодного разу не порушила свого зобов'язання щодо виплати річних відсотків (в розмірі 5%) за своїм боргом [3, с.18]. Розвиток боргового ринку цінних паперів також мав своє відображення і в державних нормативних актах. Зокрема, був прийнятий закон у 1351р., який забороняв поширення неправдивих слухів, що могли понизити ціни на державні облігації. Крім цього, у 1390р., 1404р. та 1410р. були спроби щодо обмеження спекуляцій з урядовими нотами через заборону здійснення операцій з відкладеним терміном розрахунку (що дозволяло покупцю володіти цінними паперами за які він ще не заплатив). Також, були здійсненні зусилля Герцогською Радою щодо заборони інсайдерської торгівлі (використання не публічної інформації в торгівлі цінними паперами) [65, с.12].

Боргові цінні папери виконували принаймні дві головні функції. Перша полягала в тому, що вони відігравали роль «часового моста», тобто, надавали можливості залучати коротко- і довгострокові кошти. Друга – роль «територіального моста», тобто, торговцям, які мали широку географію своєї підприємницької діяльності не потрібно було фізичне переміщення дорогоцінних

металів, що відігравали роль грошей, на великі відстані, а свої розрахунки можна було здійснити за рахунок боргових розписок через систему так званих вуличних мінял, які тісно співпрацювали між собою і знаходились у різних містах. Це сприяло збільшенню грошової маси доступної для фінансування міжнародної торгівлі, що надало великого поштовху у розвитку середньовікової європейської економіки.

Однак стримуючим фактором розвитку ринку цінних паперів на даному етапі була недостатня кількість обігових цінних паперів. Хоча існувала велика кількість держав-полісів, які бажали здійснювати емісію довгострокових чи безстрокових цінних паперів, однак, реалізувати це могло лише декілька міст. Крім державних боргових інструментів, також, у XIII ст. в Італії існували цінні папери акціонерних компаній, такі як акції («согро») та облігації («sopragro»). Проте, обсяг таких цінних паперів був незначним, оскільки середньовічні компанії були малими за розмірами і володіли ними декілька власників, як правило, пов'язаних між собою родинними чи шлюбними відносинами. Лише в гірничій промисловості та торгівлі на великих відстанях були сформовані крупні компанії, так як це були високоризиковані компанії і вимагали значних капіталовкладень. Однак, більшість із цих компаній мала закритий характер, і їх цінні папери не впливали на ринок. Вони співпрацювали лише з перевіреними контрагентами.

В середньовіччя (XI-XV ст.) з'являлися і набували свого розвитку перші фінансові інструменти у вигляді боргових розписок (IOUs – «I owe you»²), які з часом удосконалились і трансформувались у вексель. Ці фінансові інструменти, як правило, слугували для обслуговування товарообігу та безпечного передавання грошей на великі відстані через систему «вуличних мінял». Такий хід подій безпосередньо пов'язаний з розвитком товарного виробництва, яке поступово перейшло у капіталістичне товарне виробництво³. В цей період не з'явилося жодної фондової біржі зі спеціалістами у своїй власній будівлі та технологіями, які б давали змогу торгувати як борговими, так і пайовими цінними паперами. Недостача ліквідних та обігових цінних паперів, із-за відсутності великих державних чи

² Боргові розписки, що виписувалися між торговцями. Це був документ, оформлений у довільній формі і виданий позичальником кредиторі при одержанні кредиту.

³ Коли товаром стає не лише продукт людської праці, а й сама робоча сила людини

корпоративних компаній, гальмувала розвиток ринків. Будь-які банкрутства, навіть тимчасові, мали великий вплив на вартість та привабливість цінних паперів. На даному етапі розвитку даний ринок залишається слабо розвиненим порівняно із прогресом, що мав місце у інших сферах фінансової системи.

Третій етап – Формування елементів сучасного ринку цінних паперів. Як зазначає Б. Б. Рубцов, про ринок цінних паперів у сучасному розумінні, можливо говорити лише тоді, коли держава починає здійснювати емісію своїх боргових зобов'язань на регулярній основі, коли з'являються перші акціонерні товариства, що випускають акції, виникають біржі для торгівлі цими інструментами [2, с.37].

До 1500 р. центр фінансових інновацій в Європі змістився на північ, відображаючи зростаюче значення морських шляхів через Атлантичний океан, які надавали дешевший доступ не лише до Сходу через Мис Доброї Надії, але й також до Нового Світу (Америци). Нижні країни⁴, зокрема м. Брюгге, виникли як основні координуючі ланки міжнародної торгівлі між Середземномор'ям та Балтійським морем. Це були саме ті міста, куди транспортувався італійський досвід у фінансовій сфері. Саме там, на території сучасної Бельгії в XV ст. (1406 рік) була заснована перша біржа [69, с. 40]. Спочатку на біржі в Брюгге торгували грошима та векселями. Як і в італійських містах-полісах, там не було фондової біржі в її традиційному розумінні із системою професійних учасників, які розуміються на техніці торгівлі цінними паперами. Однак, заслуга м. Брюгге для розвитку глобального ринку цінних паперів полягала у тому, що воно відіграло роль переносника фінансового досвіду з північної Італії до північної Європи.

Деякий час на початку XVI ст. м. Брюгге і Антверпен розглядалися як провідні фінансові центри Європи, поряд із французьким містом Ліон та італійським полісом Генуя. Однак, уже до 1520-х рр. Антверпен став панівним фінансовим центром атлантичної торгівлі. Тут стали залучати кошти іноземні уряди, зокрема Англія, Франція, Португалія та Іспанія [3, с.22].

⁴ Нижні країни (нід. De Lage Landen) — історичні землі в дельтах Рейну, Шельди та Маасу, які охоплювали територію сучасних Нідерландів, Бельгії, Люксембургу і, частково, Франції та Німеччини. Термін здебільшого застосовується щодо історії пізнього Середньовіччя і початкового періоду нової історії, коли формувалися централізовані держави, а влада належала спадковій знаті.

Почали з'являтися постійно діючі ринки цінних паперів по всій Європі з біржами, побудованими в Кельні (Німеччина) в 1553р., Парижі в 1563 р., Лондоні – 1571 р., Севільї (Іспанія) – 1583 та Франкфурті в 1585 рр. Задовольняючи, в основному, потреби торговців та банкірів, ці біржі були домом для всіх видів фінансових та комерційних операцій. Однак, переважна більшість таких операцій здійснювалась відносно торгівлі товарами і векселями, аніж цінними паперами. Незважаючи на розвиток боргового ринку, більшість фінансових операцій були короткостроковими, включаючи позички урядів. Акціонерні компанії залишалися все ще занадто малими та закритими, щоб сформувати свій власний ринок.

Банкрутство іспанського уряду в Нижніх країнах спричинило крах Антверпена як фінансового центру Європи, позбавивши його ліквідних фондів необхідних для надання нових позичок. Антверпен зазнав дефолту за своїми зобов'язаннями в 1570 р. Тому, з 1580-х рр. місто пережило масовий відтік єврейських та протестантських біженців з Антверпену до свого конкурента Амстердаму, яке на той час зарекомендувало себе як найкраще місце для комерційної діяльності в Європі [70]. Нідерланди стали однією із перших країн в якій почалися створюватись акціонерні товариства та біржі в їх традиційному розумінні. Іншими словами, ринок цінних паперів, який сформувався в Королівстві Нідерланди і є історично першим ринком цінних паперів у його сучасному розумінні. Домінування Амстердаму поступово почало зменшуватись під впливом фінансових криз 1763 р. та 1772-1773 рр., фінансовою скрутою Банку Амстердаму в 1781р., політичною нестабільністю та громадянською війною в середині 1780-х років. В той же час Лондон зарекомендував себе більш конкурентним бізнес середовищем порівняно з Амстердамом. Реальним здобутком, що вніс Амстердам у розвиток ринку цінних паперів – це формування нових методів торгівлі цінними паперами. Як зазначає Джозеф де ла Вега, в 1688 р. на ринку цінних паперів в основному торгували акціями голландської Ост-Індської компанії, але технологія самої торгівлі включала в себе і спот ринок, і ринок строкових контрактів, зокрема, колл, пут та стреддл опціони, маржинальна торгівля, хеджування, торгівля на

пониження⁵ (*short-selling*), а також, торгівля з можливістю відтермінування як платежу, так і поставки товару [71, с. 147-179].

Після втечі короля Англії Якова II та зайняттям його місця голландським штатгальтером Вільгельмом Оранським (в Англії правив під іменем як Вільгельм III) фінанси Британії набули нового дихання. Здобутки голландських фінансів перейшли до Англії. Динамічний розвиток фінансової сфери пояснюється не лише збільшенням обсягу обігових цінних паперів, а й тим що в Англію в значній кількості почали приїжджати голландські євреї та французькі гугеноти⁶, які мали також значний досвід у сфері фінансів. Це було пов'язано з тим, що, наприклад, уряд Франції визнав протестантизм незаконним в 1685 р., а основна маса видатних французьких торговців та фінансистів були саме з такою системою цінностей, особливо в Ліоні та Парижі.

Також даний період розвитку ринку цінних паперів характеризується утворенням перших «фінансових бульбашок» внаслідок надмірної та не регульованої емісії незабезпечених акцій, зокрема крах Міссісіпської компанії (Франція 1720 р.) та крах компанії Південних морів (Британія 1720 р.). Спекулятивний бум на основі корпоративних цінних паперів був не результатом успішної діяльності компаній, а продуктом діяльності урядовців, особливо в Франції, які намагалися позбавитись від післявоєнного фінансового хаосу фінансово-монетарними методами. Нерозуміння наслідків від обраних методів заміни короткострокового боргу довгостроковими цінними паперами призвело до швидкого збільшення грошової маси в обігу. Що створило ситуацію, за якої велика маса грошей припадала на відносно малу кількість цінних паперів, надаючи інвесторам впевненості в подальшому рості ціни на них. Спекулятивний спалах не був результатом ані нормальних ринкових умов, ані шахрайських дій «промоутерів» компаній, це було наслідком великого бажання наживи на хвилі ейфорії серед

⁵ Вид торгової стратегії на ринку цінних паперів, що передбачає продаж цінних паперів за ринковою ціною, сподіваючись, що ціна на даний фінансовий інструмент в майбутньому впаде. Таким чином, різниця між ціною продажу і купівлі буде доходом торговця.

⁶ Гугеноти – прихильники кальвіністської віри у Франції.

інвесторів. Проте, це слугує ще одним доказом того, що європейський ринок цінних паперів об'єднав основні фінансові центри, що існували на початку XVIII ст.

Королівським декретом в 1724 р. французький уряд створив офіційну фондову біржу. Метою її створення було не сприяння розвитку торгівлі, а більшою мірою здійснення контролю за цією діяльністю. Таким чином, Париж став першим місцем у світі де утворилася окрема фондова біржа, яка відрізнялася від товарних бірж, що були представлені в більшості європейських міст [3, с.40]. За таким самим принципом була створена фондова біржа і у Відні (Австрія) в 1771 р. В 1801р. офіційно почала функціонувати Лондонська фондова біржа, надаючи не тільки ринок для цінних паперів, а й встановлюючи примусові правила ведення цього бізнесу. На відміну від Паризької біржі, що утворилася ще за 80 років до цього, Лондонська виникла переважно із потреби в саморегуляції самих учасників цього ринку, а не намагання уряду щодо контролю та заборони цієї діяльності. Таким чином, правила та норми ведення бізнесу відображали потреби самих учасників ринку, а не держави. Наприклад, Лондонська фондова біржа здійснювала контроль доступу на ринок не за кількістю як у Франції, а за типом та характером учасника. Тобто, виключити тих, хто не кредитоспроможний чи створює додатковий ризик для інших учасників. Крім того, головним завданням біржі було не вмішуватись у відносини між учасником біржі та його клієнтом чи в те як він веде бізнес, а забезпечити порядок та надійність цих відносин задля створення міцного фундаменту довіри.

Подібні трансформації відбулися і на фондових ринках Америки. Перша фондова біржа Америки була утворена в 1791р. у Філадельфії, згодом, у 1792 р. – в Нью-Йорку. Як і у Лондоні, в перші десятиріччя основними об'єктами торгів на Нью-йоркській фондовій біржі (NYSE) були боргові зобов'язання держави. Лише після громадянської війни Півночі та Півдня (1861-1865 рр.) на перше місце вийшли акції.

Недостатня кількість надійних цінних паперів була одним із головних недоліків ранньої європейської фінансової системи. З приватизацією державного боргу в Лондоні в 1694р. шляхом створення Банку Англії, відбулася конвертація

неліквідного державного боргу в ліквідний приватний борг через формування довіри інвесторів щодо зобов'язань держави. Таким чином, утворення ринку цінних паперів на початку XVIII ст. не було продуктом діяльності уряду, а це була потреба фінансової системи у створенні такого інвестиційного інструменту, який можна було б продавати і купувати забезпечуючи тимчасовий притулок для вільних фондів коштів, а також засобу для передачі капіталу з одного місця в інше. Тому, основою розвитку ринку цінних паперів в цей період були міжнародна торгівля та фінанси.

Четвертий етап – Інтернаціоналізація ринків цінних паперів. Саме з цього періоду акціонерне товариство стає основною організаційно-правовою формою крупного капіталістичного бізнесу. Набуває розвитку ринок акцій крупних компаній, і таким чином, ринок цінних паперів стає альтернативним джерелом залучення коштів для акціонерних компаній. Ринок цінних паперів стає ознакою та елементом розвиненого товарного господарства, тому він виникає в першу чергу там, де створюються умови для вільного розвитку товарно-грошових відносин.

В післяреволюційні роки (1789-1815 рр.) Париж зайняв місце Амстердаму, частково, завдяки існуванню організованого ринку. Не зважаючи на контроль з боку уряду та його заборони, саме існування Паризької біржі було ключовим, оскільки наведення порядку на великому та волатильному ринку було вимогою самих учасників ринку. За багатьма критеріями Лондон був саме тим містом, яке б могло замінити Амстердам. Однак, державний борг Британії, що знаходився у вільному обігу, постійно зростав аж до 1821р. Іноземні інвестори вважали більш привабливими інші іноземні інвестиції (наприклад, французькі ренти⁷), аніж цінні папери Британії. Таким чином, основні цінні папери, якими торгували в Лондоні не мали міжнародної привабливості.

З часом роль Парижу і Лондону змінилась. Події, що відбувалися в Лондоні в 1820-х рр. стимулювали розвиток його ринку цінних паперів та висунули його на передове місце вперше. Так як французькі ренти стали менш доступними та менш прибутковими, британські торгові банки почали здійснювати емісію нових серій закордонних запозичень для широкого кола позичальників. Це здійснювалось не

⁷ Державні цінні папери Франції

лише від імені інших європейських країн, а й також, для новостворених незалежних республік Латинської Америки. Всі ці запозичення іноземних урядів здійснювались через Лондон, а торгові банки які їх реалізовували часто були частиною загальноєвропейського консорціуму, що сприяло розповсюдженню цих цінних паперів по всій Європі.

З середини XIX ст. основою прогресу в передових економіках стає інфраструктурний розвиток. Головним чином – це було розширення міських територій та транспортних сполучень. Набули розвитку так звані «залізничні фінанси», що спочатку виникли в Британії. Лише залізниця могла запропонувати комбінацію із швидкості, ціни, регулярності, доступності та надійності, яка задовольняла вимоги транспорту в розвинених на той час економіках. Крім того, цінні папери залізничних компаній забезпечували ідеальний механізм за допомогою якого короткострокові фонди могли фінансувати довгострокові проекти, оскільки їхні доходи були відносно передбачувані, а їх великі обсяги емісії надавали їм ліквідності на організованому ринку. Це робило доступним великий запас додаткових заощаджень, залучених під невисокі відсотки для інфраструктурних проектів, які не могли так легко бути профінансовані іншим чином. Це сприяло розвитку організованих ринків поза межами Лондона. До кінця 1845 р. налічувалось 18 регіональних фондових бірж в Британії. Проте, найважливіші зміни, що відбулися із ринком цінних паперів полягали у тому, що він почав задовольняти фінансові потреби економіки, а не уряду – для фінансування війн. Британська практика розвитку залізничного транспорту та фінансів була певною мірою скопійована іншими країнами.

На кінець XIX ст. урядові боргові папери розглядалися як найнадійніші інвестиції. Проте, з часом дохід від державних цінних паперів почав падати, наприклад, французький уряд конвертував свої ренти з відсотковою ставкою 4,5% в 3%-ві ренти, тоді як Британський уряд замінив ставку по довгострокових консолях з 3% на 2,75% з подальшим зменшенням до 2,5% [72, с.192]. Ці та інші обставини стимулювали інвесторів шукати альтернативні цінні папери, які б надавали такий же рівень впевненості в доході, але з вищими відсотковими ставками. Акції та облігації

залізничних компаній були першою та найбільшою групою цінних паперів, що змогли задовольнити цю вимогу. Загальна довжина всіх залізниць світу збільшилась з 38,152 тис. км в 1850 р. до 765,222 тис. км в 1900 р. [73]. Вартість капіталу світової залізничної системи зросла з 465 млн фунтів стерлінгів в 1850 р. до 6,7 млрд фунтів стерлінгів в 1894 р. [74, с.46]. Щоб досягти такого швидкого розширення по всьому світу, залізнична справа потребувала великих інвестицій. Хоч уряди і залучались до розбудови залізниці, однак, фінансування таких проектів значною мірою було покладено на плечі приватних компаній та їх можливостей щодо випуску акцій та облігацій для залучення коштів. Іншого засобу фінансування не було, враховуючи масштаби та часові обмеження фінансових вимог. Одним із основних досягнень, в умовах все зростаючої ролі цінних паперів між 1850-1900 рр., – це була можливість фінансувати розвиток світової транспортної системи, яка відкрила внутрішні частини цілих континентів для економічного розвитку та дозволила глобальній економіці оперувати в умовах мобільності людей, капіталу, виробництва, товару і послуг.

До 1850 р. міжнародний ринок був на краю двох досягнень. Перше було пов'язане із – виникнення акцій залізничних компаній. Друге – це розвиток комунікацій, зокрема винайдення телеграфу. Телеграф відділив комунікації від транспорту та дозволив підняти на вищий рівень інтеграції ринків, яка до цього була неможливою. До 1870-го року всі фінансові центри були з'єднані через систему наземних та підводних кабелів, створивши інтегровані національні ринки, де ціни та накази могли постійно передаватись між різними біржами в межах однієї хвилини. Більш того, винахід телефону наприкінці 1870-х років сприяло ще більшій інтеграції та інтенсифікації операцій з цінними паперами. Завдяки комунікаційної революції торгівля на окремих фондових біржах стала більш інтегрованою спочатку на національному рівні, а згодом і на міжнародному.

У проміжок часу між 1850-1900 рр. фондові біржі стали центральним інститутом капіталістичного світу, забезпечуючи тісний зв'язок між ринком грошей та капіталу як на національному, так і міжнародному рівні. Фондові біржі були утворені на кожному континенті світу, зокрема в Західній та Східній Європі,

Північній та Латинській Америці, Австралії і Новій Зеландії, Азії, Африці, а також в районі Середземного моря. В процесі своєї діяльності вони змогли мобілізувати великі суми коштів необхідних для фінансування світової залізничної системи та сприяти стабільності світової монетарної системи. Глобальний ринок цінних паперів у 1900 р. був фундаментально іншим від того, що мав місце в минулому. Як зазначає Р. Міші, це була революція, а не еволюція глобального ринку цінних паперів [3, с.118].

До 1914 р. ринок цінних паперів відігравав ключову роль у фінансових системах передових економік і зайняв свою нішу в менш розвинених країнах. Діяльність ринку грошей і капіталу, а також банківської системи, стала сильно залежати від ліквідності, яку забезпечував ринок цінних паперів. Швидкість і надійність операцій, а також ліквідність ринків надали цінним паперам властивостей притаманних самим грошам. Період з 1900 р. по 1914 р. характеризувався тріумфом інтернаціонального ринку цінних паперів. В 1912-1914 рр. цінні папери склали в середньому 16,4% національних активів серед 20 досліджуваних Р. Голдсмідом країн, зокрема в Росії ця частка становила 2%, в Японії – 6%, в Німеччині – 11%, в США – 19%, в Франції – 26% і в Британії – 41% [75].

Ера між 1900 р. та початком Першої світової війни характеризується високим економічним лібералізмом як на національному, так і міжнародному рівні. Відсутність валютного регулювання та низький ступінь державного втручання на міжнародному рівні не створювало бар'єрів для вільного руху грошей. Крім того, прийняття золотого стандарту та встановлення фіксованих валютних курсів стимулювали міжнародний потік капіталів. Політична, економічна та фінансова стабільність були ключовими факторами, що сприяли формуванню загальної довіри до фінансової сфери. До 1914р. загальний розмір міжнародних активів⁸ становив 9 млрд фунтів стерлінгів або 45 млрд дол., що значною мірою склались із обігових цінних паперів емітованих урядами та компаніями. Майже 90% усіх цих цінних

⁸ Міжнародні активи – мається на увазі активи (цінні папери), що утримуються нерезидентами відносно країни їх походження. (наприклад, акції британської залізниці, що знаходяться у володінні французьких інвесторів тощо)

паперів утримувалось в Західній Європі, а саме: в Британії – 40%, в Франції – 20%, Німеччині – 16%, Швейцарії – 3%, Бельгії – 3%, Нідерландах – 4% [3, с.132].

Масштаби міжнародного ринку цінних паперів були вражаючими. Зародження його в Лімі (Перу) в 1914 р., інтенсивний розвиток в Єгипті в таких містах як Александрія та Каїр. До 1906 р. на фондовій біржі Каїру мали котирування 328 компаній з капіталом 91 млн єгипетських фунтів⁹ [76, с.84]. На противагу цьому, глобальну природу ринку цінних паперів напередодні Першої світової війни можна розглянути на прикладі Росії та США, акції та облігації яких торгувалися по всьому світі. Росія була другою за величиною «нацією боржників» у світі до 1914 р. Паризька фондова біржа була ринком для російських урядових боргових паперів та цінних паперів залізничних, вугільних та металургійних компаній. Лондонська фондова біржа спеціалізувалась на російських компаніях по видобутку корисних копалин та нафти. В Амстердамі торгували російським державним боргом, який вона залучала ще в минулому. Брюссель займав, практично, монопольну позицію по операціях з цінними паперами російських трамвайних компаній поряд з металургійними. Берлін був важливим ринком для російських компаній у галузі електроенергетики та хімічної промисловості. Російськими цінними паперами торгувалися навіть на Мадридській фондовій біржі. Ринок для російських цінних паперів став таким широким, що вони почали використовуватись як звичайна валюта по всій Європі коригуючи національні платіжні баланси [77, с.234]. Найбільша країна-боржник у світі США, своїми корпоративними борговими цінними паперами переповнювала ринки як Європи, так і Північної Америки. В результаті чого, вони виконували коригуючу функцію в трансатлантичних дисбалансах шляхом їх купівлі-продажу в Лондоні та Нью-Йорку, а потім і на інших ринках. Таким чином, найбільші «нації боржники» надавали велику послугу світовій економіці, забезпечуючи її пулом високоліквідних цінних паперів, що торгувалися на всіх провідних ринках світу та могли легко, швидко та дешево

⁹ Між 1885 та 1914 роками у фінансовій системі країни діяв золотий стандарт, 1 єгипетський фунт відповідав 7,44 грамам золота. З початком Першої світової війни курс єгипетського фунта було зафіксовано на рівні 1:1 до фунта британського.

транспортуватися між основними фінансовими центрами, сприяючи цінній конвергенції. Ці цінні папери створили форму міжнародних грошей, але не таких як золото, що непорушно зберігалось у банківських підвалах, а таких, що виконували корисну функцію, забезпечуючи капіталом економічний розвиток по всьому світу [78, с.146].

П'ятий етап – Ера державного контролю та регулювання ринків цінних паперів. Все що було здобуто глобальним ринком цінних паперів, почало руйнуватись з початком Першої світової війни, яка не лише знищила міжнародні цінні папери як ключові елементи міжнародної мережі економічних взаємовідносин, а й стала початком нової ери посилення державного контролю та нестабільності. Незважаючи на те, що ймовірність війни в Європі була дуже висока, проте, її початок характеризувався великим шоком та непередбачуваністю до неї. Уряди не мали жодних планів щодо боротьби ані з фінансовою кризою, що розпочалась разом з війною, ані з комплексними міжнародними угодами, що здійснювались на інтегрованому глобальному ринку цінних паперів на щохвилинній основі. В межах семи днів всі провідні фондові біржі світу зупинили свою діяльність, така була сила та інтегрованість глобально ринку цінних паперів. Навіть менші за значенням на той час фондові біржі в Барселоні, Шанхаї, Ванкувері та Цюріху припинили функціонувати до 31 липня 1914 р. [3, с.158]. Фондові біржі розглядались більше як причина, а не симптоми фінансової та монетарної нестабільності, особливо після краху на Вол Стріт в 1929 р. та Світової економічної кризи 1931р.

Найбільшою жертвою Першої світової війни став міжнародний ринок цінних паперів. Британські, французькі та німецькі інвестори з метою підтримання своїх держав через купівлю їх цінних паперів, почали масово продавати свої міжнародні активи. Уряд Німеччини в «добровільно-примусовому» порядку заставив своїх інвесторів позбутись від іноземних цінних паперів шляхом обміну їх на державні боргові деноміновані в марках папери. До кінця війни всі іноземні цінні папери зникли із лістингового списку німецьких фондових бірж. Подібне було здійснено в Британії в 1916 р. і в Франції. Росія та Туреччина, взагалі, відмовились від своїх зобов'язань. Оскільки французькі інвестори були основними тримачами їх цінних

паперів, то вони понесли колосальні збитки. Це серйозно підірвало статус Лондона та Парижа так як вони втратили велику частину міжнародних цінних паперів, якими торгувались по всьому світу. США як найбільша нація боржників до 1914 р. (на 1 липня 1914 р. загальна вартість цінних паперів, що утримувались закордоном становила 5,6 млрд дол. США) виграла найбільше від масових продаж в Європі міжнародних цінних паперів у зв'язку із військовими обставинами. Американські інвестори викупували назад свої цінні папери зі значними знижками, і до 1919 р. вищезазначена вартість цінних паперів упала до позначки 1,6 млрд дол. США. Це оживило Нью-Йоркську фондову біржу, обіг цінних паперів зріс з 48 млн акцій в 1914р. до 313 млн акцій в 1919 р. В 1917 р. США вступили в війну, що призвело до різкого зростання її державного боргу. Кількість американських інвесторів, що купили державні облигації зросла з 350 тис. чол. в 1917 р. до 11 млн в 1919 р. за рахунок патріотичної підтримки держави у війні. Це допомогло залучити 21,5 млрд дол. між 1917-1919 рр. Нью-Йорк тепер стояв нарівні з головними європейськими фінансовими центрами [3, с.163].

Період нестабільності був неминучим. Глобальний ринок цінних паперів втратив більшість тих цінних паперів, що були найбільш ліквідними. Державний борг Росії та її корпоративні цінні папери зникли, тоді як американські пайові та боргові цінні папери залізничних та промислових компаній повернулись назад до США. Між 1914 і 1923рр. кількість акцій американської сталеливарної компанії (US Steel Company), що знаходилась у руках іноземних інвесторів зменшилися з 1,3 млн штук до 0,2 млн в 1923 р. Так як це були основними арбітражними акціями, що мали широке коло інвесторів та активно торгувались по всій Північній Америці та Західній Європі, їх зникнення стало головним ударом по глобальному ринку цінних паперів [79, с.36].

Таким чином, міжнародні зв'язки між національними ринками, що слугували фундаментом інтернаціонального ринку цінних паперів були підірвані. Крах на Вол Стріт в 1929 р. зруйнував фінансову систему провідної країни світу США та призвів до посилення урядового втручання з метою стабілізації кризи. Другою важливою і водночас впливовою на міжнародній арені подією була відмова Британії від

золотого стандарту в 1931р. Це знищило всі післявоєнні намагання щодо відновлення стабільної міжнародної монетарної системи. Разом із іншими кризами, що охопили світ до, під час і після цих подій, результат був один – покласти кінець ліберальній економічній ері, що панувала до 1914р. і змінити середовище, що підтримувало функціонування інтернаціонального ринку цінних паперів.

На відміну від Першої світової війни настання Другої світової війни було передбачено задовго до того як вона почалась, тому деякі країни встигли підготуватись до форс мажорних обставин. Навіть коли у 1939 р. почалася війна, то вона не викликала масової фінансової паніки у провідних економіках світу. Фондові біржі продовжували працювати або закривались лише на короткий проміжок часу. Були відсутні форвардні операції та фінансування під забезпечення цінними паперами, ціни на ринку були мінімальними і контролювались з боку держави. Хоч державний борг зростав, більша його частина утримувалась банками та іншими фінансовими установами до кінцевого терміну погашення і не торгувалась на ринку. Наслідком Другої світової війни стало ще сильніше втручання держави в операції що здійснювались на ринках цінних паперів. Таким чином, набули популярності група країн із меншим державним контролем та втручанням, зокрема Швейцарія. Фондова біржа Цюріху розглядалась іноземними інвесторами як надійне місце позбавлене надокучливого втручання зі сторони її уряду. Однак, і там розширення бізнесу було обмеженим, оскільки вимагало встановлення права власності на цінні папери, якими торгували.

Бреттон-Вудська угода 1944 р. створила Міжнародний валютний фонд (МВФ) та Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР) як замітники міжнародним фінансовим ринкам, які розглядались на той час як такі, що втратили своє значення. Післявоєнною задачею було не відновлення інтернаціонального ринку цінних паперів, а створення нової бази для міжнародних фінансових відносин, які б мінімізували використання ринків та максимізували роль національних урядів, міжурядових організацій та державно регульованих центральних банків.

Нью-Йорк став найбільш важливим фінансовим центром світу, замінивши Лондон після Другої світової війни, а Нью-Йоркська фондова біржа стала провідним інститутом глобального ринку цінних паперів. Комбінація із податків та державного регулювання після 1945 р. стимулювала інституціоналізацію інвестицій, що характеризувалася появою великої кількості пенсійних фондів. Інституційні інвестори США стали активними учасниками американського ринку цінних паперів. Ринкова вартість корпоративних акцій зросла з 110 млрд дол. США в 1946 р. до 859 млрд дол. США в 1970 р., частка що припадала на індивідуальних інвесторів зменшилась з 93% до 79% [3, с.222].

Часткове відновлення ринків цінних паперів в 50-ті і 60-ті роки ХХ ст. було не завдяки потребам урядів та корпорацій, а за рахунок потреб інвесторів як інституційних, так і індивідуальних, з метою диверсифікації своїх збережень в активи, які б могли протистояти спустошливим інфляційним хвилям.

Контроль та заборони з боку уряду обмежував діяльність ринків цінних паперів, де фондові біржі стали механізмом за допомогою якого держави здійснювали контроль за ринками цінних паперів. Німецький уряд заборонив купівлю іноземних цінних паперів аж до 1956 р., тоді як США та Швейцарія, країни, що володіли найсильнішими валютами на той час, обмежили зовнішній доступ до їх фінансових ринків з метою захистити себе від дестабілізаційних фінансових потоків. Це тривало до 1970 р., коли уряди почали знімати обмеження щодо міжнародного руху грошей. Допуск іноземців до членства на Лондонській фондовій біржі було відхилено в 1969 р. Однак, враховуючи те, що Британія була ринком для великої кількості провідних мультинаціональних компаній, зокрема Англо-Голландський концерн Юнілевер (Unilever) і Shell. За підрахунками в 1966 р. близько 350 тис. індивідуальних американських інвесторів мали свої вклади в британські компанії, тому, було важливим підтримання ринку в Нью-Йорку для цих цінних паперів у новій формі Американських депозитарних розписок (АДР). Таким чином, ці заборони в Нью-Йорку та Лондоні були безуспішними. В 1961 р. утворилася Міжнародна федерація фондових бірж, відображаючи дію глобалізаційних процесів. Зростаючі заборони щодо використання долара призвели до формування

європейського ринку облігацій деномінованих у доларах. Євробонди стали засобом експлуатації тимчасово вільних коштів більш прибутково, ніж в Нью-Йорку, де відсоткові ставки були обмеженими. Цьому сприяла і політика європейських банків, які приймали доларові депозити на рахунки, пропонуючи більш привабливі відсоткові ставки. Таким чином, Лондон став провідним фінансовим центром Європи за рахунок глобального ринку цінних паперів. Такі фінансові центри як Париж, Амстердам і Брюссель стали більш національно сфокусованими та зменшили свої ринки міжнародних цінних паперів.

Шостий етап – Глобалізація ринків цінних паперів. До кінця 60-х років ХХ ст. фінансова та монетарна система, що була утворена ще після Другої світової війни почала змінюватись. Бреттон-Вудська валютна система виявила себе занадто негнучкою, щоб справитись із різкими змінами в світовій економіці, де долар та фунт стерлінг більше вже не відігравали домінуючої ролі. Зростання та розвиток глобального ринку цінних паперів в 70-80-х роках ХХ ст. відзначився двома ключовими подіями. Це відміна фіксованих ставок комісійних платежів на Нью-Йоркській фондовій біржі в травні 1975 р. Друга – «Великий вибух» («Big Bang») в Лондоні в жовтні 1986 р., це умовна назва, що вживається відносно різкої дерегуляції фінансових ринків та імплементація нової технології торгівлі цінними паперами на Лондонській фондовій біржі.

Глобалізація ринку цінних паперів проявляється через створення глобальної фінансової архітектури якісно іншого рівня розвитку, ніж та що мала місце на попередньому етапі його еволюції.

Створюються глобальні інститути, які відіграють роль координаторів міжнародних відносин (МВФ, група Світового банку тощо), здійснюється повна комп'ютеризація господарських операцій, розвиваються нові засоби комунікації і під їх впливом планета трансформується в так зване постіндустріальне світове господарство [80, с.3].

У результаті проведеного дослідження, автором виділено критерії та характерні риси етапів еволюції світового ринку цінних паперів, що відображені на рис.1.6.

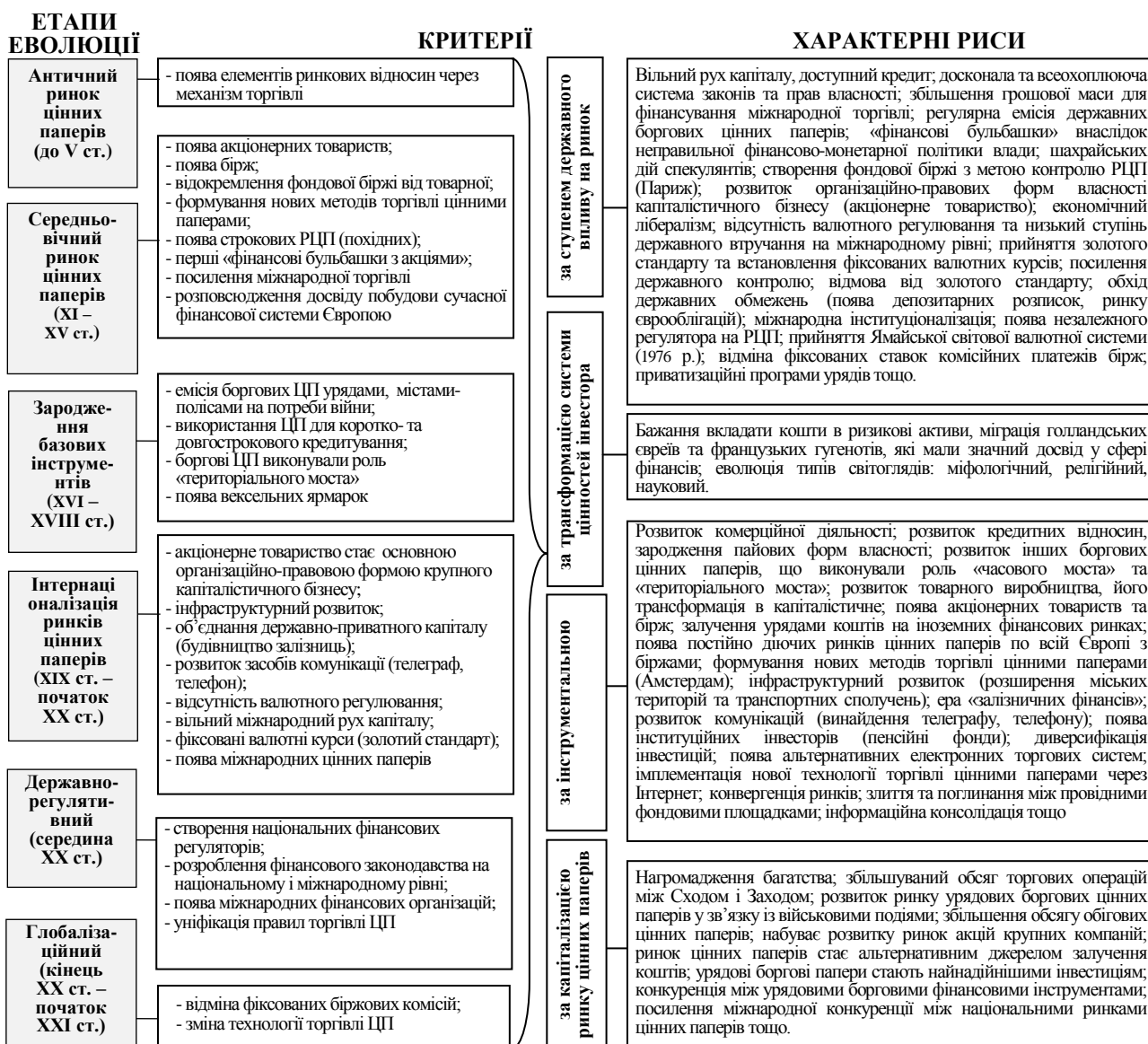


Рис. 1.6. Критерії та характерні риси етапів еволюції світового ринку цінних паперів

Джерело: створено автором

Внаслідок ретроспективного аналізу генезису ринків цінних паперів виділено шість етапів їх еволюції та сформовано систему факторів впливу на їх розвиток за чотири критеріями: регулятивною обумовленістю, світоглядною трансформацією, еволюцією фінансових інструментів та технологією торгівлі, економічною доцільністю.

1.3. Ідентифікація глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів

Глобалізація фінансової сфери – це новий виклик ХХІ ст., що постав перед суспільством у своїй якісно новій формі. Це явище має свої історичні коріння, але з кожним століттям воно видозмінюється разом із прогресуючим розвитком суспільних відносин, особливо у фінансовій сфері. Цей процес завжди потребує контролю і впорядкування, однак, глобальне регуляторне інституційне облаштування світової фінансової системи не встигає за розвитком фінансових відносин. Як наслідок, виникає хаотичний, дискримінаційний світовий фінансовий ринок з глобальними гравцями (міжнародними фірмами), які визначають імперативи його розвитку та трансформують цей ринок у свій інструмент фінансового впливу. Така діяльність спотворює основну функцію світового фінансового ринку щодо ефективного перерозподілу капіталу та раціоналізації використання обмежених ресурсів планети. Більш того, в сучасних умовах світовий фінансовий ринок слугує ще й засобом маскуванню реальних боргів як країн, так і міжнародних фірм, а також засобом збільшення «фінансових бульбашок» через форсування економічного розвитку та нівелювання наслідками такої політики.

Важливою складовою глобалізації є фінансова глобалізація. Вона характеризується як процес інтеграції національних фінансових систем, кінцевою метою яких є побудова глобальної фінансової архітектури. За визначенням Н. В. Стукало, фінансова система являє собою сукупність таких складових елементів, як: фінансові інструменти; фінансові інститути та фінансові ринки. Тобто, фінансові інститути та інші суб'єкти реалізують свої фінансові відносини за допомогою фінансових інструментів на фінансових ринках. Крім того, фінансові відносини реалізуються на кількох рівнях – на рівні домогосподарств, підприємств, державному, міжнародному, глобальному [81, с.91-92].

Фінансовий компонент економічної глобалізації є лише її частиною, а остання є частиною загального процесу глобалізації. Таким чином, виникає потреба у структуризації загального процесу глобалізації.

Глобалізація як загальний процес є досить багатограним та неоднозначним явищем, що притаманне сучасному етапу розвитку світового господарства. Це система, яка вміщує в собі різні глобалізаційні напрями розвитку, зокрема і фінансову глобалізацію, які розвиваються, поширюються, а також взаємодіють між собою в різних сферах суспільних відносин. У. Т. Андерсон у книзі «Все тепер пов'язано. Життя в першій глобальній цивілізації» розглядає глобалізацію – як «систему систем», що прискорено змінюється. Ця система охоплює не тільки економіку, а й політику і навіть біосферу [82, с.1]. Структура глобалізаційного процесу також представлена і в праці Д. Г. Лук'яненка. Він виділяє такі глобалізаційні напрями: економічний, політичний, соціальний, науково-технологічний, екологічний [83, с.13]. За визначенням МВФ, глобалізація – це історичний процес, результат людських інновацій та технологічного прогресу. Вона є результатом зростаючої інтеграції економік усього світу, особливо внаслідок міжкордонного руху товарів, послуг та капіталу. Цей термін часто вживається щодо міжкордонного руху людських ресурсів (робочої сили) і знань (технологій). Також, є більш ширші культурні, політичні та екологічні виміри глобалізації [84, с.2]. Як зазначає Ю.Г. Козак, глобалізація – це метасистема, що характеризується прискоренням темпів розвитку усіх сфер суспільного життя – економічної, політичної, соціальної, духовної. В основі глобалізації лежить інтернаціоналізація людської діяльності. Крім цього, він виокремлює чотири виміри глобалізації: економічна, військова, екологічна, соціально-культурна [85, с.22]. Однак, в історичному розрізі людська діяльність за ступенем її як географічного, так і міжнаціонального поширення мала спочатку локальний характер, і внаслідок розвитку форм та засобів комунікацій така діяльність стає міжнародною.

На думку автора, базисом для загальної глобалізації є розвиток засобів комунікацій, джерелом яких є так звані – інформаційні технології. Економіка існує стільки, скільки й існує людство, а саме виникнення та поширення глобалізації (чи її

проявів) від її початкових форм і до сьогодні як раз реалізується через розвиток форм та засобів комунікації. Саме комунікації лежать в основі такого явища як глобалізація, через комунікації економіка набуває своєї нової постіндустріальної, глобальної форми. Чи можливо було раніше обмінюватись інформацією в режимі реального часу з людьми, які знаходяться в різних за географічним положенням країнах, чи наприклад, здійснювати свою господарську діяльність одночасно не те що в різних країнах, а й на різних континентах? Все це стало можливо лише після розвитку засобів та форм комунікації. Економіка спочатку розвивається локально і в результаті розвитку комунікацій вона стає глобальною. Враховуючи доктринальний підхід щодо сутності процесу глобалізації, на думку автора, можна схематично відобразити умовну структуру глобалізації на рис. 1.7.

Дана схема дає нам сучасне уявлення структурного розуміння такого процесу як глобалізація. Більш того, за допомогою цієї схеми можливо визначити місце кожного із глобалізаційних напрямів (зокрема, фінансового) в загальному процесі глобалізації, кожен з яких опосередковується через засоби комунікації, що лежить в основі загальної глобалізації.

Розвиток технологій та ускладнення суспільних фінансових відносин прискорює перехід національних ринків цінних паперів у глобальний, створюючи нові виклики перед суспільством. Під впливом певних факторів, ринок цінних паперів проходить різні рівні розвитку. Схематично цю трансформацію національних ринків цінних паперів відображено на рис. 1.8.

Ідентифікуючи глобальні детермінанти ринків цінних паперів звернемося до визначення сутності даних термінів. Детермінант – (з лат. *Determinaus, determinautis* – визначальний) – чинник, здатний впливати на економічні процеси, відносини [86]. Згідно бізнес словаря, детермінант – фактор або елемент, який обмежує чи визначає рішення або умови; фактор, який рішуче впливає на природу чи результат чогось [87].

В. Ю. Додонов розглядає глобальні детермінанти як щось середнє між макрофакторами і рушійними силами, що визначають шляхи, форми і інтенсивність розвитку глобальної економіки, що включають в себе в якості складових елементів і

окремі національні господарські системи. Він виділяє дві групи глобальних детермінант: глобальні «гравці» та їх економічна політика; другу – традиційні рушійні сили ринкової економіки (попит і пропозиція, кризи, незбалансованість інтересів тощо, але на глобальному рівні) [88, с.75].

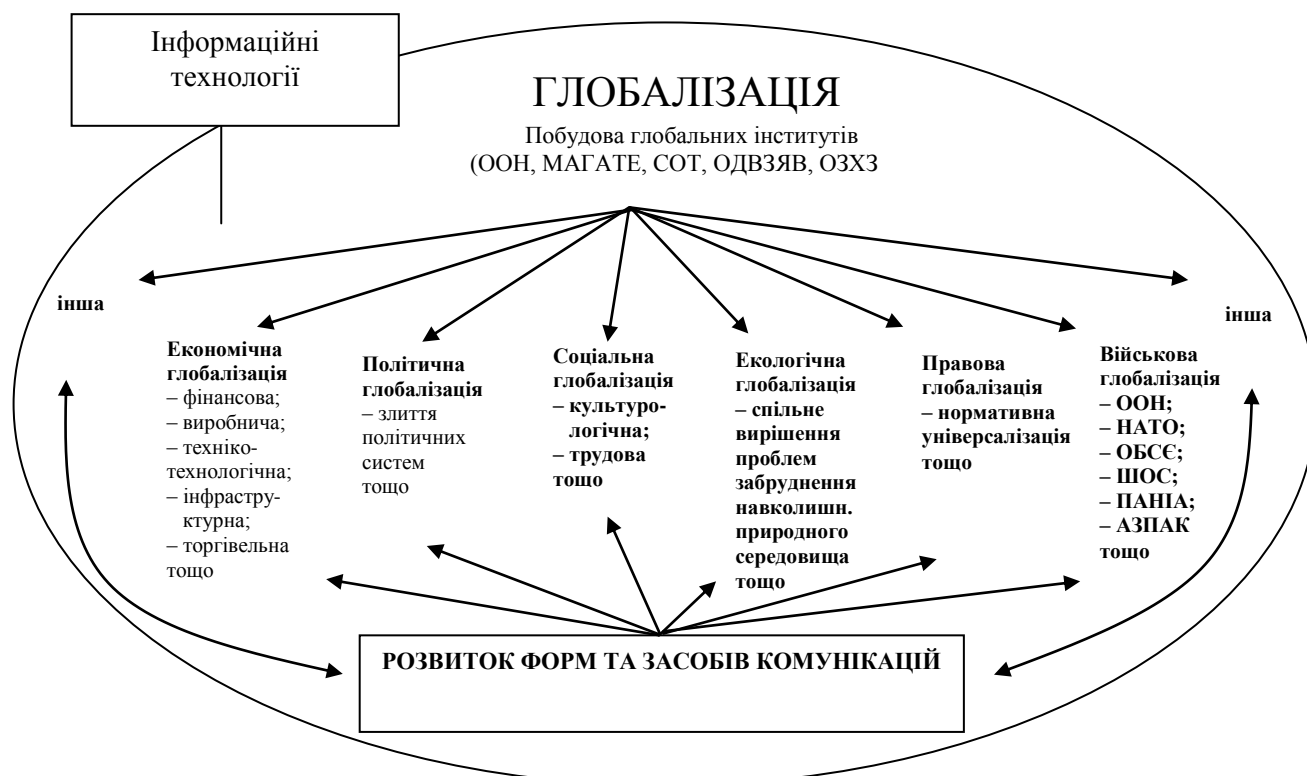


Рис. 1.7. Структура глобалізації

Джерело: розроблено автором

У своєму дослідженні, Самі Бен Носюр, виділяє детермінанти розвитку фондового ринку як певні економічні показники (деPOSITNA ставка, фінансове посередництво, ліквідність ринку цінних паперів, інфляція), стверджуючи, що показники доходу та інвестицій мають незначний вплив на ринок цінних паперів [89, с.486].

Я. М. Міркін при дослідженні фундаментальних факторів розвитку ринку цінних паперів Російської Федерації, виділяє зовнішні та внутрішні фактори. До зовнішніх факторів відносить: довгострокові цикли світової економіки, регіональну приналежність (Азія, Європа, Латинська Америка тощо), взаємозалежність з другими ринками (наприклад, залежність від ринка-лідера), світові ціни на нафту та сировину, конкурентоспроможність країни і її ринку цінних паперів, його ступінь оцінки. Інша частина фундаментальних факторів стосується соціально-економічної

структури країни та архітектури її ринку цінних паперів. До них належать: приналежність до розвинених ринків чи ринків, що розвиваються; структура власності; фінансова глибина і фінансова структура макроекономіки (галузева структура макроекономіки); економічна і фінансова політики держави; накопиченні диспропорції та проблеми в організації ринку цінних паперів; модель економічної і політичної системи, політична і соціальна стабільність; модель економічної поведінки населення, релігійний фактор («протестантський» капіталізм, ісламські фінанси тощо); внутрікраїнові економічні цикли, економічна кон'юнктура [90, с.75].

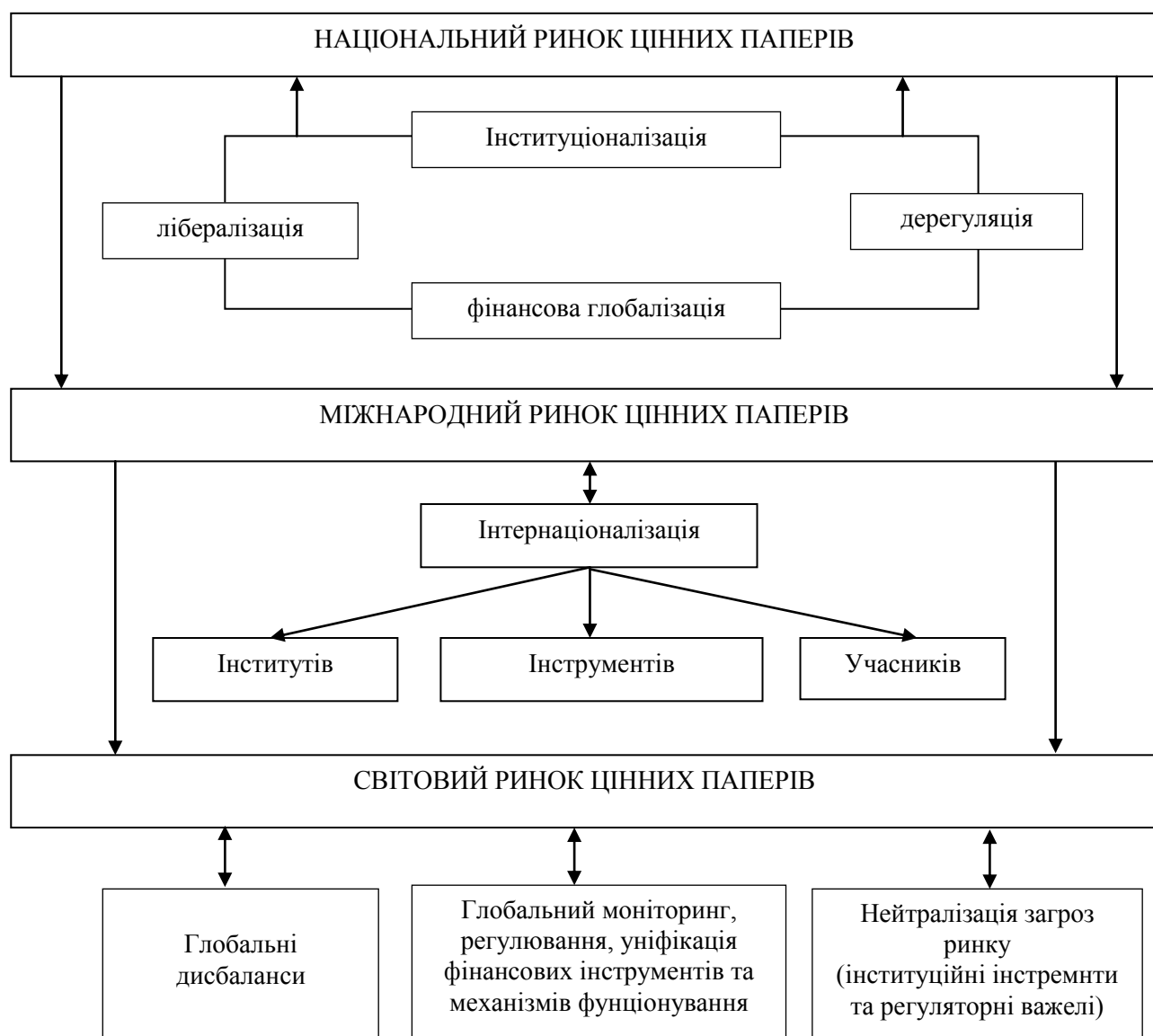


Рис. 1.8. Фактори трансформації ринку цінних паперів в міжнародний та світовий

Джерело: розроблено автором

У працях Д. Г. Лук'яненка зустрічається вираз «глобальні фактори», що використовується для охоплення всієї сукупності факторів (зовнішніх та внутрішніх) розвитку фондового ринку. Крім того, при дослідженні економічної інтеграції, виділяє глобальні фактори як всеохоплюючі, тобто, вони включають в себе: економічні, політичні, науково-технологічні, соціокультурні фактори [91, с.50].

М. Г. Розада, Е. Л. Єяті, розглядаючи причини волатильності вартості позикових ресурсів для країн, що розвиваються, розглядають глобальні фактори як зовнішні по відношенню до країни чинники впливу [92, с.4].

К. Дж. Форбс та Менза Д. Чінн у своєму дослідженні про вплив фінансових і товарних зв'язків між країнами на їх фінансові ринки, виокремлюють глобальні фактори як загальні «драйвера» ринку. До них вони відносять: глобальні відсоткові ставки (облікові ставки самих впливових економік світу, зокрема США, Великобританія, Японія тощо), ціни на нафту, золото, товарні ціни [93].

С. Л. Котляров у своєму дисертаційному дослідженні виділяє внутрішні і зовнішні фактори, що формують ключові тенденції розвитку національних фондових ринків. До внутрішніх структуроутворюючих факторів він відносить:

- ринкові (слід оцінювати з урахуванням умов та мотивації економічних трансакцій суб'єктів фондового ринку);
- інституціональні (з пріоритетом механізмів регулятивної взаємодії);
- інфраструктурні (спільні інформаційно-технологічні мережі функціонування ринку).

Також, виділяє середовищні фактори: загальноекономічні (темпи економічного зростання, співвідношення споживання і заощадження, норма чистого прибутку, інфляція, конвертованість валюти, стан платіжного балансу тощо); політико-правові (політична стабільність, ступінь втручання уряду в економіку, дійова судова система, дотримання угод тощо); інституційно-регулятивні (наявність альтернатив банківському кредитуванню, недержавних пенсійних фондів, страхових компаній, розвинутість державного регулювання інвестиційного бізнесу та ринкового саморегулювання тощо); фінансово-грошові (гнучкість процентних

ставок, оподаткування тощо). До зовнішніх факторів впливу на національні ринки цінних паперів С. Л. Котляров відносить: стан розвитку світової економіки, кон'юнктуру факторних та інвестиційних ринків; стабільність світової та регіональних валютних систем; рівень транснаціоналізації фінансово-інвестиційного бізнесу; можливості виходу національних компаній на зарубіжні ринки цінних паперів і котирування цінних паперів іноземних компаній на національному ринку; участь в міжнародних державних і недержавних організаціях координування та сприяння розвитку фондових ринків [94, с.22].

Б. М. Сміс виділяє такі чинники, що впливають на розвиток ринку цінних паперів: вільний обіг капіталу, доступний кредит, бажання ризикувати, надійне законодавство та захист прав власності [65,с.10].

Б. О. Дражевич, виокремлює такі детермінанти розвитку ринків цінних паперів країн центральної та східної Європи як: законодавча та інституційна структура; політична та макроекономічна стабільність; розширення бази інвесторів [96, с. 760]. Тобто, під детермінантами в його роботі розуміються фактори, рушійні сили розвитку даного ринку.

Левін і Зервос виокремлювали макроекономічні та інституційні детермінанти розвитку ринків капіталу в 42 країнах з перехідною економікою. Вони вказали, що і банки, і ринки капіталу є невід'ємними частинами єдиної фінансової системи. Довгостроковий фінансовий ринок має вирішальне значення не тільки для розвинених ринкових фінансових систем, але також і для банківських. Автори стверджують, що суттєвим фактором розвитку національних ринків цінних паперів для країн Центрально-Східної Європи може стати розвиток інституційних інвесторів (пенсійних та інвестиційних фондів, страхових компаній). [97, с.537]. Крім того, з їх дослідження видно, що вони розподіляють фінансові системи на розвинені (тобто, ті які мають розвинений ринок цінних паперів) і банкоцентричні (менш розвинені).

Враховуючи вищезазначене, глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів характеризуються об'єктивністю та системним характером. Серед найбільш значущих виокремлено: діджиталізацію та віртуалізацію, інструментальну диверсифікацію, всеохоплюючу інституціоналізацію, регуляторну уніфікацію,

кризовість та турбулентність. Аналіз глобальних детермінант здійснюється на основі фундаментальних, інформаційно-технологічних, організаційно-регуляторних факторів на національному, міжнародному та глобальному рівнях.

У дисертації структуровано критерії ідентифікації глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів залежно від механізму їх впливу на діяльність ринкових суб'єктів (рис.1.9.).

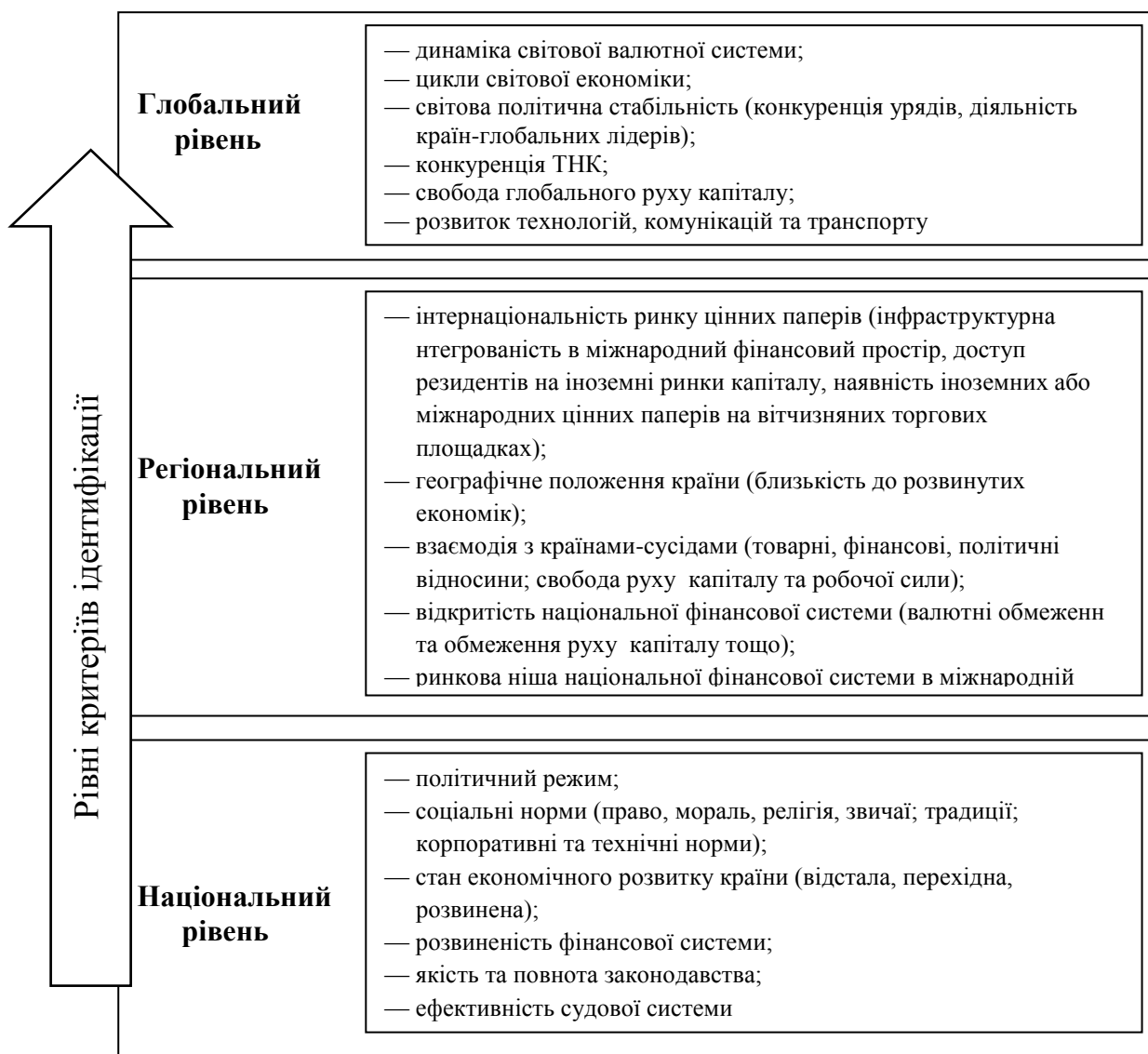


Рис. 1.9. Структурованість критеріїв ідентифікації глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів

Джерело: створено автором

У сучасних умовах вибудовується глобальна система, в якій держави виступають в ролі окремих ланок. Світ стає як єдиний організм, зростає взаємозалежність у співіснуванні всіх країн.

Принцип «Дій локально, думай глобально» набуває актуальності як ніколи раніше, і, незважаючи на серйозні труднощі, він все більш відчутно починає пробивати собі дорогу не тільки в якості теоретичного постулату, але і як керівництво до конкретної діяльності. Причому мова йде не тільки про зростаючу необхідність адаптувати розвиток ринку цінних паперів до світових реалій, а й про те, щоб враховувати міжнародні наслідки тих чи інших національних дій і результати їх зворотного впливу на становище у своїй країні. Саме в рамках національних спільнот, як правило, зароджуються і складаються ті вихідні елементи і передумови, які в широкому контексті міжнародних відносин беруть участь у формуванні глобалізаційних процесів. Оскільки світове співтовариство – це не механічний конгломерат держав, а поєднання різноманітних і різнорівневих компонент системи зі зворотними зв'язками.

Вироблення дієвої національної стратегії, як ніколи раніше, потребує врахування світової глобальної ситуації, її характерних рис і тенденцій, породжуваних нею викликів і загроз. Зараз жодна держава не в змозі успішно вирішувати свої внутрішні національні проблеми, ігноруючи зовнішні фактори.

Щоб дослідити механізм впливу глобальних детермінант на розвиток ринків цінних паперів, пропонуємо розглянути їх на основі трьох систем факторів (рис.1.10).

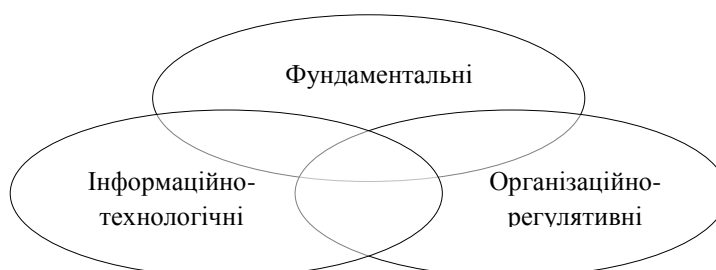


Рис.1.10. Системи факторів формування глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Взаємозв'язок між факторами, їх системами та глобальними детермінантами автор вбачає в наступній схемі (рис.1.11.).

Основою виступають система фундаментальних факторів, важливість і значення яких виходить із самої назви. Тобто, під фундаментальними факторами розуміється певна система базисних чинників розвитку ринку цінних паперів, що формують його фундамент, без яких він не може виникнути та розвиватись.

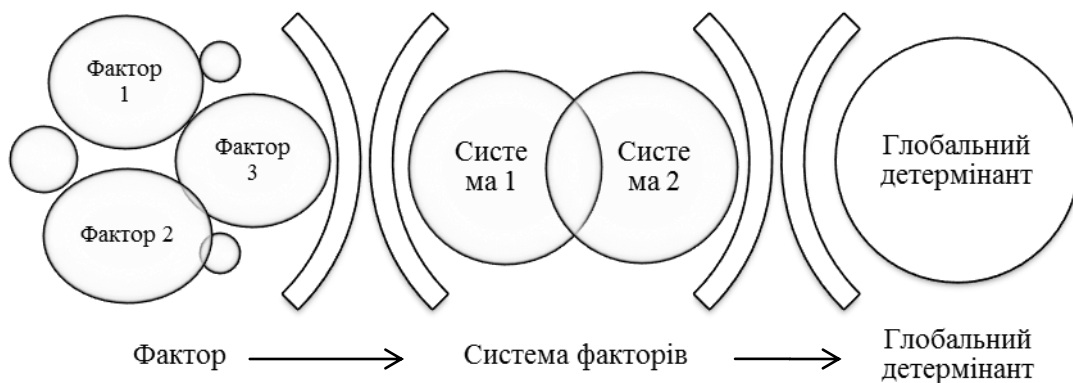


Рис.1.11. Взаємозв'язок факторів, їх систем та глобальних детермінант

Джерело: розроблено автором

На думку автора, вони є первинними щодо інформаційно-технологічних та організаційно-регулятивних чинників розвитку. Наприклад, про який ринок цінних паперів можна говорити в таких країнах як Сомалі, Лівія, Ефіопія, Афганістан, Гватемала, Північна Корея тощо, коли в них відсутні базові (фундаментальні) умови утворення та подальшого розвитку їх ринку цінних паперів.

Поняття фундаментальний (з лат. *fundamentalis*) означає – основний, головний, міцний, великий, ґрунтовний капітальний. Саме слово — фундаментальний походить від латинського слова «*fundamentum*», що означає «основа будинку, фундамент», тобто те що лежить в основі чогось [98]. Система фундаментальних факторів відображена на рис. 1.12.

Раціональні очікування учасників ринку цінних паперів будуються на підставі: основних показників ринку та фінансової політики держави. Основні показники, як правило, відображають фінансову систему країни, її «фінансову

глибину». А фінансова політика держави відображає готовність та вміння влади відповідати сучасним потребам ринку.



Рис.1.12. Система фундаментальних факторів розвитку ринків цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Певна нація як складна соціальна система може нормально функціонувати та розвиватися лише на основі певних правил задля регулювання поведінки людей та їх об'єднань у суспільстві. Такі правила називаються соціальними нормами: (мораль, звичаї, традиції, релігійні, правові, корпоративні, соціально-технічні норми), що формують систему цінностей певного етносу.

Кожна держава має свою форму і зміст або структуру. Форма і структура держави становлять державний лад (устрій), який характеризується формою правління, політичним державним режимом, адміністративно-територіальним устроєм.

Система інформаційно-технологічних факторів у даній роботі тлумачиться як вплив інформаційно-комунікативних технологій (ІКТ) на розвиток ринків цінних паперів. Виникнення та поширення глобалізації (чи її проявів) від її початкових форм і до сьогодення реалізується через розвиток форм та засобів комунікацій. Саме комунікації лежать в основі такого явища як глобалізація, через комунікації економіка набуває своєї нової постіндустріальної, глобальної форми. Сучасне суспільство знаходиться на етапі становлення інформаційного укладу суспільства,

де інформація за допомогою сучасних технологій і техніки її збирання, зберігання, обробки та обміну стає ключовим елементом соціально-економічного розвитку. Розвиток засобів комунікацій прискорює процеси конвергенції різних, за своїми соціальними нормами, регіонів світу, створюючи справжній глобальний простір і світову вертикаль влади. Сучасний ринок цінних паперів можна розглядати як інформаційне середовище, де вартість, швидкість, надійність та простота обміном інформацією є ключовими компонентами його розвитку. Систему інформаційно-технологічних факторів, автор ділить на два напрями: ті що сприяють розвитку (стимулюючі) та ті, що його гальмують (стримуючі) (рис.1.13.).



Рис.1.13. Система інформаційно-технологічних факторів розвитку ринків цінних паперів

Джерело: створено автором

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 вірної організації елементів інфраструктури ринку цінних паперів, забезпеченням його необхідною та своєчасною нормативно-правовою базою, адаптованими до потреб ринку регулятивними інститутами, що відповідають сучасним вимогам та надають економіці гнучкості в мобілізації і розподілі капіталу

– можна створити ефективно діючий ринок цінних паперів. Лише ринки цінних паперів в умовах динамічного розвитку економік держав світу, плаваючих валютних курсів та високої мобільності капіталу можуть забезпечити міжнародну стабільність.

Схематично систему організаційно-регулятивних факторів розвитку ринку цінних паперів представлено на рис. 1.14.

<p>Правове забезпечення</p> <ul style="list-style-type: none"> – правове середовище; – своєчасність прийняття необхідних норм права; – урегульованість відносин власності; – оподаткування фінансових операцій; – правова неврегульованість конфліктів інтересів – наявність спадкового права; – тощо 	<p>Модель регулювання</p> <ul style="list-style-type: none"> – модель мегарегулятора; – традиційна або секторна модель; – модель регулювання за функціями фінансового ринку; – модель «Twin-peak»; – дворівнева модель регулювання (або змішана); – модель саморегулювання; – тощо. 	<p>Інфраструктурне облаштування</p> <ul style="list-style-type: none"> – внутрішнє організаційне середовище (торгова, депозитарна, розрахункова складові та система ризик менеджменту); – зовнішнє організаційне середовище (регулятивна, інформаційна, інноваційна, освітня складові)
<p>Організаційна фрагментарність інфраструктури</p> <ul style="list-style-type: none"> – поліцентричність інфраструктури ринку; – низька ліквідність і привабливість ринку для крупних гравців; – висока вартість послуг; – незручність в управлінні своїм інвестиційним портфелем; – тощо 	<p>Механізми відновлення порушених прав</p> <ul style="list-style-type: none"> – можливість швидкої компенсації незаконно втрачених коштів за рахунок спец. фондів ринку, а також за рахунок державних коштів у випадках навмисного затягування судових процесів створення публічної бази даних правопорушників, їх правопорушень і санкцій на РЦП 	<p>Міжнародна інтегрованість</p> <ul style="list-style-type: none"> – інфраструктурна інтегрованість; – наявність іноземних та міжнародних фінансових інструментів; – адміністративні обмеження щодо руху капіталу; – відкритість для резидентів іноземних ринків капіталу – тощо.

Рис. 1.14. Система організаційно-регуляторних факторів розвитку ринків цінних паперів

Джерело: розроблено автором

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 [93].

Ринок цінних паперів є одним із найбільш регламентованих та регульованих ринків у світі на відміну від товарного. Тому, на першому місці відзначено саме правове забезпечення ринку, оскільки 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. Ринки цінних паперів відіграють провідну роль у загальному процесі глобалізації, оскільки, в основі них лежать фінансові ресурси.

Розвиток комунікаційних технологій сприяв більш інтенсивному використанню міжнародних фінансових інститутів; консолідації та реструктуризації світової індустрії з надання фінансових послуг; зростання ролі глобальних банків та міжнародних конгломератів, які надають широкий спектр фінансових послуг, розмиваючи відмінні ознаки між фінансовими інститутами, їх видами діяльності та ринками на яких вони працюють.

Таким чином, глобальні детермінанти є визначальними факторами впливу, що мають об'єктивний характер. На підставі критерії їх ідентифікації можна виділити наступні глобальні детермінанти: діджиталізацію та віртуалізацію, інструментальну диверсифікацію, всеохоплюючу інституціоналізацію, регуляторну уніфікацію, кризовість та турбулентність.

Отже, дослідження теоретичних засад розвитку ринків цінних паперів дало змогу систематизувати існуючі підходи та трактування його економічної природи, сформуванню власне визначення поняття «ринок цінних паперів», здійснити періодизацію генезису ринку цінних паперів та на підставі одержаних даних ідентифікувати глобальні детермінанти розвитку ринку цінних паперів.

Висновки до розділу 1

Перший розділ дисертаційного дослідження присвячений вивченню та систематизації наукових теорій розвитку ринку цінних паперів, його сутності, функцій, історії становлення, виділенню систем факторів та ідентифікації глобальних детермінант розвитку. При вивченні даних питань використовувались наступні наукові методи: історизму, аналогії, абстракції, структурно-

функціональний. В результаті проведеної наукової роботи можна зробити наступні висновки.

Теорії ринку цінних паперів формують три моделі ринкової корпоративної поведінки: раціональна, психологічна та комбінована. Раціональна модель передбачає математичну оцінку та аналіз всієї доступної інформації про фінансовий інструмент для прийняття рішення, психологічна – розкриває вплив системи цінностей індивідуума, його характер на прийняття рішення, комбінована – намагається поєднати переваги двох попередніх моделей для уникнення прийняття невірної рішення щодо прогнозу курсу фінансового інструменту. Еволюція теорій ринку цінних паперів проходила на фоні різних типів світоглядів: міфологічний, релігійний, двох перехідних (філософський, філософсько-науковий) та науковий, що відображали особливості відповідного етапу його історичного розвитку.

Досліджуючи економічну природу ринку цінних паперів, автором сформовано своє власне визначення поняття «ринку цінних паперів» – як комплексної системи суспільних відносин з приводу випуску, обігу та обліку фінансових інструментів, розрахунків за ними, регулювання правовідносин учасників ринку та його функціональної архітекtonіки, яка, з одного боку, відображає масштаб ринку цінних паперів через обсяги торгів за видами цінних паперів, ступінь інтегрованості національних ринків цінних паперів до світового, а з другого – трансверсальність зв'язків з їх оптимізацією щодо реалізації функцій та індикації ринкових трансформацій.

Ринок цінних паперів виконує ряд функцій, зокрема: перерозподільна (перерозподіл капіталу, прав власності, ризиків); ціноутворююча; регулююча; забезпечення ліквідності; інформаційна; облікова, трансформація вільних фінансових ресурсів в капітал, обслуговування товарообігу.

Історія ринків цінних паперів нараховує 6 періодів його розвитку: античний ринок цінних паперів (до V ст. н.е.); середньовічний ринок цінних паперів (XI – XV ст.); зародження базових інструментів ринку цінних паперів (XVI –XVIII ст.); Інтернаціоналізація ринків цінних паперів (XIX ст. – початок XX ст.); державно-

регулятивний (середина ХХ ст.); глобалізація ринків цінних паперів (кінець ХХ – початок ХХІ ст.).

Велике значення для еволюції ринків цінних паперів відігравали і продовжують відігравати соціальні норми. Крім цього, необхідними умовами для життєздатності ринку цінних паперів є: вільний рух капіталу, судова та правова системи, що дозволяють захистити та реалізувати своє право власності, доступний кредит, перспективні фінансові активи. Утворення ринку цінних паперів – не було продуктом діяльності уряду, а це була потреба фінансової системи у створенні такого інвестиційного інструменту, який можна було б продавати і купувати забезпечуючи тимчасовий притулок для вільних фондів коштів, а також засобу для передачі капіталу з одного місця в інше. Тріумф інтернаціонального ринку цінних паперів відбувся внаслідок лібералізації, відсутності валютного регулювання, низького ступеню державного втручання, прийняття золотого стандарту та встановлення фіксованих валютних курсів, політична, економічна та фінансова стабільність. Зростання та розвиток глобального ринку цінних паперів в 70-80-х роках ХХ ст. відзначився двома ключовими подіями: відміна фіксованих ставок комісійних платежів та зміна технології торгів (комп'ютеризація та поява Інтернету). Національні ринки цінних паперів зіткнулись із міжнародною конкуренцією. Крім того, електронні торгові площадки створили реальну альтернативу існуючим регульованим фондовим біржам та сприяли підвищенню рівня торгових операцій в глобальному розрізі. Ринки цінних паперів виступили фактором вибухового росту міжнародних потоків капіталу.

В результаті еволюції ринку цінних паперів відбулася реконфігурація детермінант його розвитку в глобальні. Зміст яких характеризується як сукупність національних, міжнародних та глобальних систем факторів, що дають підґрунтя для виникнення даного ринку, формують бізнес-середовище та визначають вектори його подальшого розвитку.

Національний ринок цінних паперів під впливом процесів лібералізації, дерегуляції, інституціоналізації та фінансової глобалізації трансформуються в міжнародний. Останній активізує інтернаціоналізацію: інститутів, інструментів,

учасників, – що трансформує його в глобальний ринок цінних паперів та породжує неотеричні виклики, уніфікацію (норм, інституцій, фінансових інструментів) і розробку механізмів нейтралізації загроз даного комплексного ринку.

Глобальна детермінанта розвитку ринків цінних формується із певної сукупності систем факторів, що тісно переплетені між собою, характеризується визначальними впливом, що має об'єктивний характер. В ході дослідження ідентифіковано такі глобальні детермінанти як: діджиталізацію та віртуалізацію, інструментальну диверсифікацію, всеохоплюючу інституціоналізацію, регуляторну уніфікацію, кризовість та турбулентність.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора: [80, 122, 195, 200, 215, 229, 239].

РОЗДІЛ 2.

РЕКОНФІГУРАЦІЯ ДЕТЕРМІНАНТ ФУНКЦІОНУВАННЯ РИНКІВ ЦІННИХ ПАПЕРІВ В УМОВАХ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ

2.1. Система фундаментальних факторів розвитку ринків цінних паперів

Глобалізація ринків цінних паперів є сучасним процесом їх еволюції. Основою розвитку фінансової сфери в будь-якій країні є довіра до неї з боку як її громадян, так і іноземців, які готові приймати на себе певну міру ризику та вкладати свої кошти. Не є винятком і ринок цінних паперів, як частина фінансового ринку, поряд із ринком банківських кредитів та валютним ринком. Однак, як показує історія еволюції фінансових ринків, можливості банківського кредитного ринку щодо фінансування потреб розвитку економіки є занадто обмеженими в сучасних реаліях. Підтвердженням цього може слугувати трансформація фінансових систем провідних країн світу у напрямку розширення та розвитку такої її складової як ринок цінних паперів (табл.2.1).

Таблиця 2.1

Обсяги ринків капіталів на кінець 2016 р., трлн дол. США

Світовий ВВП*,	Світова капіталізація акцій**	Світові обсяги зареєстрованих випусків лістингових облігацій**	Сума колонок 2+3	Світові банківські активи***	Співвідношення колонок 4/5	Боргові цінні папери, акції, у % до світового ВВП
1	2	3	4	5	6	7
75,3	67,2	99,2	166,5	79,4	у 2,1 рази	221

Джерело: розраховано автором за даними *МВФ, доступно з: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/index.aspx>, **Світової федерації бірж (дані лише членів Федерації), доступно з: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/annual-statistics> ***Банку міжнародних розрахунків (підзвітні банки) доступно з: <https://www.bis.org/statistics/bulletin1612.pdf#page=125>

За даними табл. 2.1. світові банківські активи у 2,1 рази менші лише за обсяги емітованих акцій та боргових цінних паперів. Це можна пояснити зростаючою

роллю ринку цінних паперів у світовій економіці. Крім того, капіталізація акцій та вартість емітованих боргових цінних паперів перевищують світовий ВВП більше, ніж в 2 рази (221%), що підтверджує звіт МВФ. Трійку найбільших експортерів капіталу (Німеччина – 18,9%, Китай – 13,8%, Саудівська Аравія – 7%) та імпортерів капіталу (США – 35,5%, Великобританія – 14%, Бразилія – 7,9%) [99,с.3], то можна побачити головних бенефіціарів таких глобальних зрушень у фінансовій сфері. Лідером серед яких є США, що одержує 35,5% світового імпорту капіталу – це слугує не поганою фінансовою «подушкою» для підтримки власної економіки.

Поняття «фінансова глибина» макроекономіки було введено в кінці 80-х рр. Світовим банком з метою відображення зв'язків між насиченістю економіки грошовими ресурсами, складністю і розгалуженістю фінансової і грошово-кредитної системи, з одного боку, і темпами економічного зростання, з іншого. Ключовим показником «фінансової глибини» вважається монетизація господарського обігу, ступінь насиченості його грошима [90, с. 251].

За визначенням Глобального інституту Маккензі, глобальна фінансова глибина визначається як співвідношення між глобальними фінансовими активами (державні боргові цінні папери, корпоративні облігації нефінансових установ, сек'юритизовані кредити банків, банківські депозити, акції) та Світовим ВВП, у відсотках. За їх даними, динаміка глобальної фінансової глибини зросла з 1990 року по 2010 рік на 95%, досягнувши 356% світового ВВП [101].

Дослідження питання детермінант розвитку ринку цінних паперів є досить розпорошеним та неоднозначним. Важливим постає питання ідентифікації та систематизації всієї сукупності факторів розвитку ринків цінних паперів.

Першою групою є фундаментальні фактори розвитку ринків цінних паперів. Схематично ця група факторів відображена на рис.2.1.

Я.М. Міркін під фундаментальними розуміє ті фактори, що є найбільш суттєвими для довгострокової динаміки та формування структури ринку цінних паперів. До них він відносить фактори, що діють всередині країни (структура власності, модель економічної та політичної системи, фінансова глибина та структура, фінансова політика держави, модель економічної поведінки населення

тощо), але які є зовнішніми по відношенню до самої архітектури ринку цінних паперів та зовнішні відносно країни (довгострокові цикли світової економіки, світові ціни на сировину, конкурентоспроможність ринку цінних паперів країни, залежність від інших ринків тощо) [90, с.74].

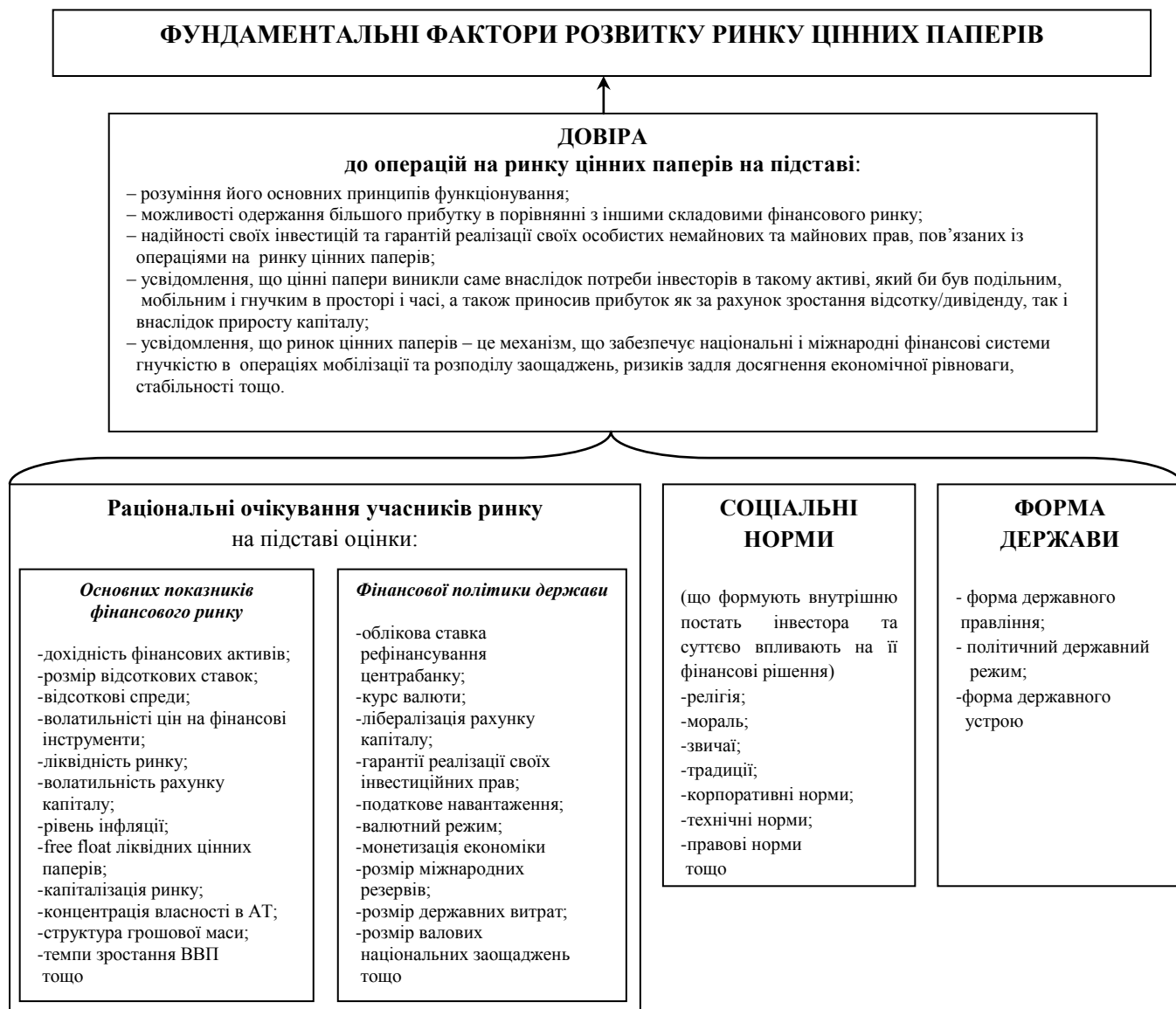


Рис. 2.1. Система фундаментальних факторів розвитку ринків цінних паперів

Джерело: розроблено автором

М.В. Мельничук, С.В. Фрумiна трактують фундаментальні фактори як основоположні, що прямо впливають на ринок. В якості фундаментальних факторів автори розглядають фактори внутрішнього та зовнішнього впливу, зокрема структура власності, державна політика, галузева структура, модель економічної

поведінки населення, належність до розвинутих ринків чи тих, що розвиваються, довгострокові цикли світової економіки, взаємозалежність з іншими ринками [102, с.229].

С. Вайн, досліджуючи практичний аспект фундаментального аналізу, до фундаментальних факторів відносить: економічну, політичну та соціальну складову країни [103, с.43]. Однак, у вітчизняній та зарубіжній літературі відсутнє саме визначення поняття «фундаментальні фактори». В основному цей термін використовують як технічний для виділення основних (ключових) факторів впливу на той чи інший об'єкт дослідження.

Однак, це не означає, що фундаментальні фактори є більш визначальними для його подальшого розвитку. Вони є первинними щодо інформаційно-технологічних та організаційно-регулятивних. З авторської точки зору, фундаментальні фактори поділяються на три важливі складові:

- раціональні очікування учасників ринку (або економічна складова);
- соціальні норми;
- форма держави.

Саме ці компоненти формують основу для зародження та еволюції ринку цінних паперів певної країни.

Кожна держава має свою форму і зміст або структуру. Форма – змістовна, а зміст – формований¹⁰. Форма і структура держави становлять державний лад (устрій), який характеризується формою правління, політичним державним режимом, адміністративно-територіальним устроєм.

Форма державного правління характеризує організацію найвищих органів державної влади, характер і принципи її взаємодії з іншими центральними і місцевими органами державної влади, органами місцевого самоврядування, а також з партіями, громадськими організаціями, рухами, класами, соціальними групами і з громадянами.

З вищезазначеним компонентом форми держави тісно і нерозривно пов'язаний політичний державний режим. Державний режим – це сукупність або

¹⁰ За висловом Г.В.Ф. Гегеля

система методів, способів, правил, принципів, за допомогою яких державна влада виконує свої функції. Цей режим характеризується станом законності/беззаконня, станом демократичних прав та свобод людини і громадянина, ставленням державної влади до правових основ діяльності її органів, а також легальною діяльністю політичних партій та організацій. [104, с.131]. Поняття «політичний режим» є ширшим від поняття «державний режим» і характеризує не тільки методи діяльності державних органів, а й можливості та форми діяльності всіх елементів політичної системи – політичних партій, рухів, інших об'єднань громадян [105, с.95].

Третій компонент форми держави – державний адміністративно-територіальний устрій. Державний устрій – територіальна організація держави і державної влади, поділ її на певні складові частини з метою найкращого управління суспільством і державними органами, це взаємозв'язок окремих складових частин держави. За державним устроєм усі держави поділяються на прості (унітарні) та складні (федерації, конфедерації, імперії, унії).

На підставі синтезу цих трьох компонентів форми держави відбувається політичний та соціально-економічний вибір суспільства, який може сконцентруватись в одному із таких напрямів:

- директивна економіка;
- фундаменталістська економіка;
- ліберальна економіка;
- еkleктична (суміш всіх вищеперерахованих напрямків соціально-економічної та політичної організації суспільства).

Варто зазначити, що в сьогоденних умовах в абсолютно чистому вигляді не існує жоден із вищезазначених напрямів, з цієї точки зору, вони всі є еkleктичними. Як показує світова практика, найбільш придатним середовищем для розвитку ринку цінних паперів є саме ліберальний вибір суспільства у побудові їхньої економічної системи.

Від форми держави залежить один із визначальних факторів розвитку ринків цінних паперів – політична стабільність. Рівень політичної стабільності є одним із ключових факторів довіри інвесторів до ринку, появи на ньому довгострокових

прямих та портфельних інвестицій, орієнтованих не на короткострокові спекуляції, а на тривале зростання ринку. За дослідженнями Я. М. Міркіна, політична стабільність є першим фактором при прийнятті інвестиційних рішень щодо вкладення коштів у цінні папери, що мають обіг в тій чи іншій країні. Саме цей чинник, на його думку, відіграв одну із головних ролей у залученні інвестицій в 90-ті роки. Підтвердженням цього може слугувати показник інвестиційної привабливості країни серед інших країн, що розвиваються, як перед іноземними інвесторами, так й внутрішніми (Додатки А 1-А 4). За даними МВФ, що охоплюють інформацію про 184 країни світу, з яких до розвинених економік відносять 34 країни, а решта 150 країн – до економік, що розвиваються. В додатках А 1-А 4 можна чітко побачити розподіл інвестицій між країнами, що розвиваються (тобто, серед 150-ти країн світу) в інтервалі часу між 1992р. та 2017р. та визначити інвестиційну привабливість кожної із них [106]. Отже, можна спостерігати загальну тенденцію до концентрації інвестиційних ресурсів серед малої кількості держав. Наприклад, якщо в 1992 р. на 21 із 150-ти країн, що розвиваються, припадало 85,2% всіх інвестицій, то уже в 2012 р. на 15 із 150-ти країн – 83,6%. Більш того, якщо в 1992 р. на перші три країни (Китай, Мексика, Індія) припадало 33,6% всіх інвестицій, то в 2017 р. на перші три країни (Китай, Індія, Росія) – 58,2% всіх інвестицій. Частка України у загальній сумі інвестицій по 150 країнах, що розвиваються, з 1992 р. і по 2012 р. в середньому становить 0,58%, тоді як Польщі – 1,8%, Румунії – 0,63%. Такі цифри дають підставу зробити висновок про надзвичайно низьку інвестиційну привабливість вітчизняної економіки в порівнянні з іншими подібними державами. Однією із головних причин такої низької інвестиційної привабливості виступає неефективність та нестабільність політичного режиму.

Політичний уклад країн завжди має велике значення як для зовнішніх, так внутрішніх інвесторів, оскільки визначає ступінь системного ризику певної держави. До політичних ризиків можна віднести: невиконання учасниками ринку своїх фінансових зобов'язань у зв'язку із політичними переворотами, військовими діями; прийняття владою нових політичних рішень та нормативно правових актів,

що погіршують попередні умови бізнес-середовища; підвищення податкового навантаження; зміна урядом пріоритетів в фінансовій підтримці галузей; встановлення владою валютних обмежень тощо, які прямо впливають на свідомість ринкових контрагентів та їх довіру до фінансових ринків даної країни.

Людське суспільство як складна соціальна система може нормально функціонувати та розвиватися лише на основі певних правил, з-поміж яких у кожному конкретному випадку обирається один з багатьох можливих варіантів поведінки того або іншого суб'єкта. Задля регулювання поведінки людей та їх об'єднань в суспільстві формуються певні правила поведінки. Такі правила називаються соціальними нормами. До основних видів соціальних норм відносять: мораль, звичаї, традиції, релігійні, правові, корпоративні, соціально-технічні норми [105, с. 174].

Економічна поведінка населення є фундаментальним фактором, що впливає на побудову національної фінансової системи. Роль, обсяг і структура фінансового ринку в країні прямо визначається: ступенем ризику, що готове прийняти населення; його активністю, інноваційністю, стремлінням до індивідуальної економічної свободи чи соціальної опіки, ієрархічністю; впливу релігійного та соціокультурного факторів (ступінь індивідуалізму, філософія активності/пасивності, схвалення домінуючою релігією інтересу до прибутку, ступінь особистої свободи, цілі в житті тощо); схильність до збереження, до споживання, традиціям вибору фінансових продуктів тощо. Наприклад, частка роздрібних акціонерів в США, що приймають ризику вище середнього, складає більш ніж 25%; середні ризику – більш ніж 50%. Десятки років норма заощадження сімей в США і Великобританії була нижчою, ніж в Німеччині та Японії [107, с.359].

Відмінності соціальних норм різних країн створюють перешкоди до їх взаємодії, зокрема розвитку єдиного глобального ринку цінних паперів. Це призводить до певної закритості в фінансовій сфері, що характеризується накладанням обмежень на конвертованість валют, рух капіталу, участь іноземних фінансових інститутів в операціях на внутрішньому ринку, обігу вітчизняних фінансових інструментів на зарубіжних ринках, інтеграцію національних та

іноземних ринків в інформаційному, законодавчому, інфраструктурному та іншому розрізі.

Соціальні норми формують національний характер. «Народ, що породжує мову, звичаї і право, сам представляє із себе особистість – історичний індивідуум» [108]. Такі поняття як «протестантський капіталізм», «англосаксонська модель ринку цінних паперів», «ісламські фінанси», «банкоцентрична фінансова система континентальної Європи», «японська економіка консенсусу», «французький деріжизм», «шведська модель економічного розвитку», «соціально-ринкова економіка Німеччини» тощо, – є не що іншим як відображенням їх внутрішніх соціальних норм.

У своїй праці «Протестантська етика і дух капіталізму» [109] Макс Вебер беззаперечно продемонстрував той факт, що на успіх окремих індивідів у підприємницькій діяльності дуже впливають світоглядні ідеї, які вони поділяють. Німецький соціолог прослідкував таку залежність на конкретному типі суспільного матеріалу — конфесійній приналежності німецьких підприємців. Реальне співвідношення між протестантами та вихідцями з католицького середовища, котрі досягли успіху, було явно не на користь останніх. Точніше, йдеться не стільки про всіх протестантів, скільки про кальвіністів і споріднених з ними пуритан та пресвітеріан. Ця тенденція чітко простежується не лише в Німеччині, а й в Америці, Англії, Шотландії, Голландії, Швейцарії тощо. Маємо конкретний соціологічний факт. Релігійні за походженням ідеї мають економічну силу і здатні вести людей до звершення реальних змін у їхніх організаціях та соціумах. Однак Вебер зазначає, що коли говорять про «дух капіталізму» в протестантській традиції, то йдеться зовсім не про якийсь релігійний запал капіталіста. Радше навпаки, цей дух можна сприймати як «побічний продукт» Реформації, з яким, напевно, не погодилася б більшість релігійних діячів протестантизму, включно з Лютером чи Кальвіном. Тим не менше, завдяки певному укладу релігійної традиції, нерідко незалежно від бажання засновників, у ній виникає можливість узгодити світську матеріальну діяльність людини з вищими ідеалами. Тобто, професійна діяльність та успіх особисто залученого до релігійної традиції підприємця отримують духовний сенс.

Саме тому у працях Вебера йдеться найчастіше про підприємців-вихідців з протестантської традиції, нерідко вже секуляризованих і невіруючих. Вони засвоюють хоча й не цілий пласт ідей своєї культури, але саме те уявлення, яке найбільше формує їхній успіх – віру в те, що їхня економічна діяльність має вищий, духовний сенс. Інакше кажучи, вони отримують свою особисту візію, яку реалізують шляхом активної економічної діяльності, змін та інновацій.

Найбільшу роль в узгодженні матеріальної діяльності людини з її релігійними уявленнями, на думку Вебера, відіграли ідеї:

– Лютеранська ідея «покликання» – уявлення про те, що Бог закликає людину до певного роду діяльності, і лише в ній вона може мати успіх. Таким чином, професійний успіх стає критерієм праведності обраного шляху в житті;

– Кальвіністське уявлення про можливість виявити, до чого призначена людина Богом – вічних страждань чи спасіння. Невдачі чи успіхи людини у її професійній діяльності свідчать про відповідне призначення.

В обох цих випадках формується стійка внутрішня «постать» людини стосовно її праці. Саме вона надає духовного сенсу професійному успіху чи невдачі, формує внутрішній «стрижень» підприємця. Історично формується так звана пуританська етика праці, славетна основа американського бізнесу. Можливо, саме дух капіталізму визначає ті світоглядні засади, які можуть спрямувати підприємця на успіх зсередини і «тотальним» чином. Однак, прояви цього духовного виміру не обов'язково зводяться до протестантизму, він може проявлятися і в інших конфесіях та релігіях. Але духовна трансформація підприємця є необхідною передумовою його справжнього успіху.

Особливим видом соціальних норм є норми права. Тобто, це обов'язкові, формально визначені правила поведінки загального характеру, що у встановленому порядку приймаються та забезпечуються відповідними державними органами в межах їх компетенції. Норми права юридично визначають міру свободи і відповідальності усіх суб'єктів суспільних відносин. Еволюція правової системи країни та її відповідності сучасними потребам безпосередньо визначається правильністю, об'єктивністю, точністю формулювання змісту правових норм.

Розвиток ринку цінних паперів неможливий без своєчасного та якісного правового супроводження, оскільки ця сфера суспільних відносин будується на цивільно-правових та господарських угодах між контрагентами ринку, всі сучасні механізми державного регулювання мають правову природу, навіть закріплення основних атрибутів права власності (володіння, користування, розпорядження) реалізується в правовому полі тощо. Тому без перебільшення можна сказати, що розвиток правових норм, що регулюють ринок цінних паперів, відповідає рівню розвитку самого ринку.

Ринок цінних паперів – не створює матеріальних благ, а лише є необхідною обслуговуючою складовою сучасної економічної системи, основним призначенням якого є мобілізація та перерозподіл фінансових ресурсів, прав власності на об'єкти матеріального світу, ризиків, трансформація вільних фінансових ресурсів в капітал, обслуговування товарообігу, макроекономічне регулювання, підтримання ліквідності, а також виконує інформативну функцію. Кожна країна, що набула певного розвитку намагається створити таку фондову архітектуру, яка б максимально раціонально мобілізувала тимчасово вільні фінансові ресурси і спрямовувала б їх на розвиток реального сектору економіки та новітніх технологій задля ефективного використання обмежених ресурсів економіки.

Раціональні очікування учасників ринку цінних паперів будуються на підставі основних показників ринку та фінансової політики держави. Основні показники, як правило, відображають фінансову систему країни, її «фінансову глибину». А фінансова політика держави відображає готовність та вміння влади відповідати сучасним потребам ринку. Важливі параметри фінансової системи відображені на рис.2.2.

За співвідношенням банківського кредиту та цінних паперів як джерел фінансування економіки, фінансові системи розподіляють на:

– банківські (провідну роль у акумуляції та перерозподілі фінансових ресурсів відіграють банки, класичними представниками такої фінансової моделі є Німеччина, Японія, Італія тощо);

– основані на ринку цінних паперів (головним джерелом інвестицій в реальний сектор є ринок цінних паперів, частка банківських кредитів у фінансуванні зменшується. Класичними представниками є США, Великобританія та інші країни, що перейняли англосаксонську фінансову модель);

– змішані.



Рис.2.2. Параметри фінансової системи

Джерело: розроблено автором

Варто зазначити, що мова йде лише про умовний розподіл двох джерел фінансування економіки. Рівень розвитку банківського сектору в країнах з фінансовою системою, що базується на ринку цінних паперів, не менш високий, ніж в країнах з банківською системою. Більш того, за показниками ефективності банківського сектору кредитні установи США та Великобританії перевершують банки континентальної Європи і Японії¹².

¹² Показники ефективності банківського сектору різних країн регулярно розміщуються на сайті МВФ в розділі Global Stability Report

Ще у 80-х роках ХХ ст. в дослідженнях Світового банку на прикладі декількох десятків країн було доказано, що чим більша фінансова глибина економіки, тим вище рівень її розвитку та рейтингу. Крім того, при інших рівних умовах, спостерігалися вищі темпи економічного розвитку, зокрема більш емним і диверсифікованим є грошовий попит, зростаючі грошові потоки перерозподіляються для фінансування реальної економіки, недопущення штучного дефіциту грошей, що обмежує інвестиції. Сучасні підрахунки на підставі показника монетизації (як одного із показників фінансової глибини) підтверджують ці висновки (Додаток Б 1).

У відповідності з даними Додатку Б 1 монетизація розвинених країн знаходиться вище 60% ВВП, і навпаки, приблизно 60% країн, що розвиваються, мають цей показник на рівні нижчому, ніж 60% (в Україні на кінець 2016 р. показник монетизації – становив 46,3%). У 80% країн цей показник менше 80%.

З 2007 р. до середини 2009 р. жорстка грошова політика НБУ призвела до низької насиченості української економіки грошовими ресурсами (рис. 2.3), і як наслідок, зростання простроченої заборгованості та векселів як сурогатів грошей (з 2006 р. по 2010 р. обсяг договорів з вексями зріс з 142,23 млрд грн. до 316,11 млрд грн. [110, с. 22]).

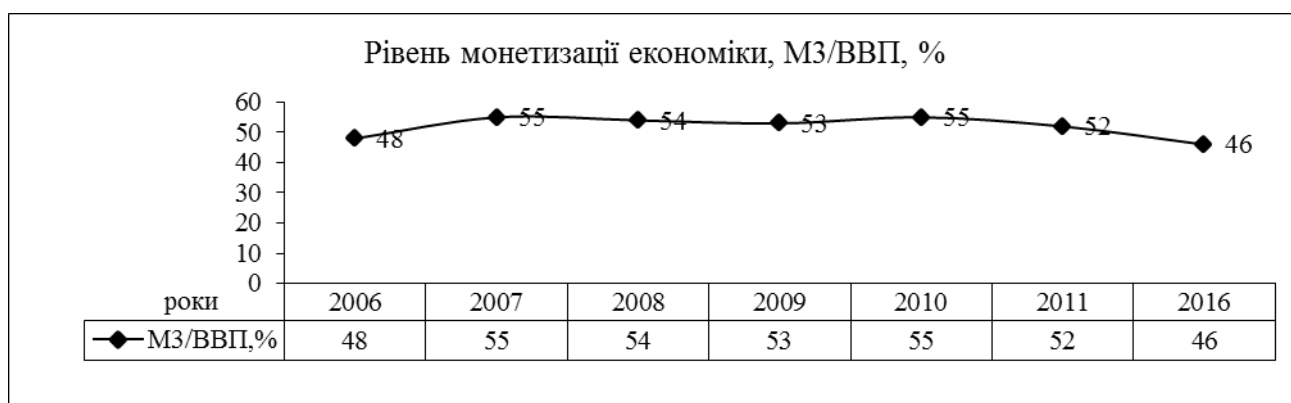


Рис. 2.3. Динаміка показника монетизації економіки України (2006-2016 рр.)

Джерело: розроблено автором за даними НБУ та Держкомстату України

Звуження грошової маси економіки стало передумовою посилення її доларизації та, як наслідок, залежності внутрішньої економіки від зовнішнього фінансування, а фінансового ринку – від спекулятивних операцій нерезидентів.

У своєму дослідженні Я. М. Міркін показує, що чим більше рівень монетизації, тим більша капіталізація ринку акцій [90, с.254].

В дисертації також здійснювалось дослідження взаємозалежності між монетизацією економіки та капіталізацією акцій і встановлено прямопропорційну залежність (Додаток Б 3). Також, підтвердженням даної залежності може слугувати рис.2.4., де чітко відображений взаємозв'язок із грошовим агрегатом МЗ. Чи більше зростає МЗ, тим більше зросте капіталізація акцій.

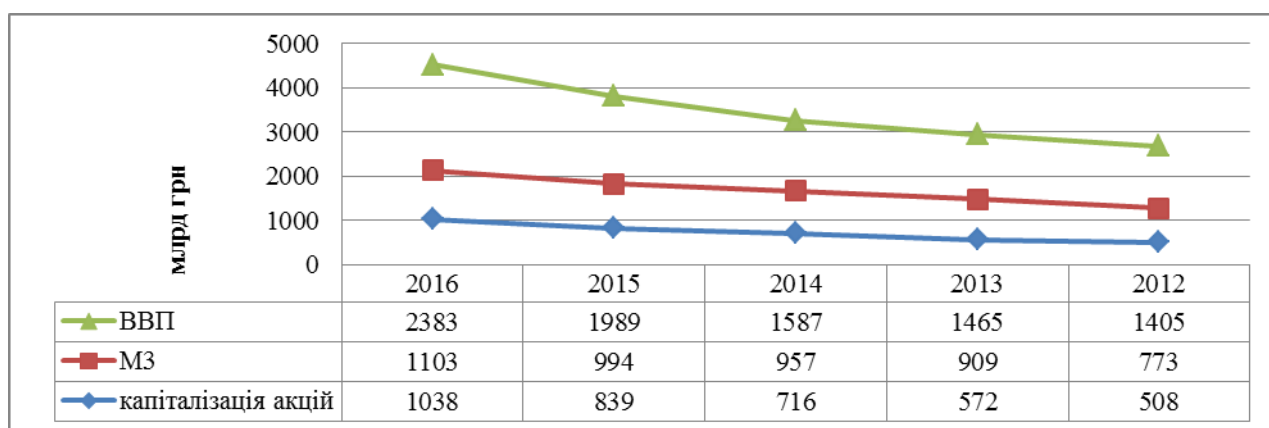


Рис. 2.4. Взаємозв'язок капіталізації акцій, грошового агрегату МЗ та ВВП

Джерело: розроблено автором за даними звітів НБУ, Держкомстату та НКЦПФР

Контрольоване зростання грошової маси є одним із факторів зростання капіталізації ринку акцій, і як наслідок, збільшення його ліквідності, покращення перерозподільних механізмів фінансових ресурсів, залучення коштів населення у розвиток конкурентних галузей економіки та покращення життя.

Валютні обмеження суттєво впливають на ліквідність ринку цінних паперів та свободу руху капіталу як в країну-реципієнта, так і за межі даної країни. Перехідні економіки, зокрема Україна, намагаються обмежити вивіз національного капіталу за кордон, накладаючи обмеження на міжнародну інвестиційну діяльність вітчизняних суб'єктів підприємницької діяльності. Наприклад, валютні обмеження України, головним чином, визначені Декретом КМУ «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» від 19.02.1993 р. №15-93 [111]. Пунктами «д» і «е» ч.4 ст.5 даного нормативно-правового акту встановлено вимогу на обов'язкове одержання індивідуальної ліцензії НБУ на розміщення валютних цінностей на

рахунках і у вкладах за межами України та здійснення інвестицій за кордон, у тому числі, придбання цінних паперів. Проблема полягає в тому, що індивідуальна ліцензія НБУ є разовою, тобто, при кожній наступній угоді потрібно брати новий дозвіл у НБУ. По-друге, занадто великий термін оформлення індивідуальної ліцензії НБУ (приблизно 30 діб [112]), більш того, за весь період незалежності України не було оформлено жодної індивідуальної ліцензії НБУ на такі операції. Це позбавляє ринок можливості природньої корекції та робить його замкнутим. Таким чином, вітчизняний інвестор законодавчо повністю обмежений лише національним ринком цінних паперів. Обмеження на валютні операції з метою захисту економіки від втечі капіталу, призводять до низької ліквідності ринку та його надзвичайної залежності від зовнішніх кон'юнктурних факторів впливу. Крім того, така політика проводиться одночасно із лібералізацією рахунку капіталу для іноземних інвесторів, тобто, інвестиційні можливості вітчизняних інвесторів обмежуються, іноземних – розширюються відносно українського ринку капіталів.

Не менш важливим є розмір фіскального навантаження на економіку країни, особливо для країн, що розвиваються. Обмеженість фінансових ресурсів для бізнесу та їх надмірний перерозподіл на користь держави (у вигляді податків та зборів) неминуче призводить до падіння темпів економічного зростання. Навіть якщо держава буде збільшувати свої видатки, то країна, що орієнтована на високе економічне зростання і модернізацію, повинна підтримувати таке податкове навантаження, яке залишає в розпорядженні бізнесу достатню кількість фінансових ресурсів і стимулів до інвестицій. У країнах, що розвиваються, акумуляція коштів у руках держави призводить до підвищення витрат держави на непов'язані із інвестиціями проекти (соціальні, воєнні, управлінські тощо видатки). Внаслідок чого відбуваються: порушення еластичності між доходами та видатками в системі державних фінансів; коливання світових цін на сировину та перехід до кризового стану бюджетної сфери при зменшенні попиту на експортну продукцію країни тощо.

У результаті проведеного дослідження виявили, що індустриальні країни мають високе фіскальне навантаження (скандинавська модель, «континентальна модель тощо) з метою виконання соціальних обов'язків, але при цьому з низькими

та середніми темпами економічного розвитку. Дані Додатку Б 2 доводять, що більше 70% індустриальних країн мають показник «Загальні доходи уряду/ВВП» на рівні понад 35%. В групі індустриальних країн найменші дані за цим показником мають такі економіки як: Тайванська провінція Китаю (15,9%), Гонконг (20,2), Сінгапур (20,9), Південна Корея (21,7), Ірландія (27,2), Макао (29,1), США (31,8%), Японія (32,5%), Швейцарія (32,6), а найбільші показники мають: Фінляндія (53,7), Франція (53,3), Норвегія (52,8), Бельгія (51), Данія (50), Австрія (49,7), Греція (48,9), Швеція (48,9). І навпаки, лише у 15% країн, що розвиваються, в тому числі й Україна, утримують цей показник на рівні понад 35% ВВП. У 70% країн, що розвиваються він не перевищує 30% (за даними МФВ на 2017 р.) [114]. Як видно із Додатку Б 2 та табл. 2.2, Україна має один із найвищих показників серед країн, що розвиваються

Таблиця 2.2

**Розмір показника «Загальні доходи уряду/ВВП» серед
сусідніх з Україною держав (дані за 2017р.)**

№	Назва країни	Загальні доходи уряду/ВВП, %
1	2	3
1	Угорщина	47,7
2	Польща	40
3	Словацька Республіка	39,7
4	Україна	39
5	Білорусь	37,6
6	Болгарія	34,9
7	Молдова	34,8
8	Росія	31,6
9	Туреччина	30,6
10	Румунія	29
11	Грузія	29,3
12	Вірменія	21,8

Джерело: розроблено автором за даними МФВ

(всього у виборці 154 країни, що розвиваються), тоді як економіки із високим економічним темпом розвитку утримують цей показник на рівні: Бангладеш (10,8),

Індонезія (14%), М'янма (16,5), Казахстан (19,5), Філіппіни (19,6), Малайзія (19,6), Лаос (19,6), Індія (20,8%), Таїланд (21,9%), В'єтнам (23,2), Китай (27,4%) тощо.

Причинами того, що деякі індустріальні країни мають високе фіскальне навантаження і при цьому зберігають свій рівень розвитку, полягають у тому, що вони мають більш зрілі податкові системи, що здатні більш повно збирати податки та збори і раціонально використовувати свої кошти.

Якщо взяти таку державу як Україна для прикладу, то за показником корупції у 2016 р. вона знаходилась на 131 місці із 176 країн [115]. Тому, можна із впевненістю сказати, що бюджетні кошти не будуть використовуватись ефективно. В таких країнах потрібно зменшувати податкове навантаження і надавати більше фінансових ресурсів через механізми фінансових інструментів саме недержавним вітчизняним суб'єктам підприємницької діяльності, що посилює конкуренцію та модернізує економіку.

Швидкість операцій на ринку цінних паперів та їх прозорість також визначається таким фактором як структура грошової маси (готівкова/безготівкова форма). Чим вища частка в обігу готівки, тим менш розвинутим, при інших рівних умовах, є фінансовий сектор, тим більша роль тіньового сегмента економіки. Висока частка готівкових коштів – індикатор ризиків політичної системи, запущених соціальних відносин, слабкості економіки, недовіри до фінансових інститутів, високого системного ризику. Доказом вищезазначеного, можуть слугувати дані Додатку Б 4 (дані за 2009 р., але структура залишається приблизно такою ж самою). Розвинені економіки мають, як правило, низьку частку готівкових грошей у структурі грошової маси (для 86% розвинених економік вона не перевищує 8%). Тоді як, 71 % країн, що розвиваються, мають частку готівкових грошей в обігу понад 10% (в Україні ця частка складала на липень 2017 р. – 34% від грошового агрегату М3, за даними НБУ). Цей показник однозначно тлумачиться як ознака фінансової слабкості країни. Проте у фінансовій системі України не спостерігається тенденція щодо зниження частки готівкових грошей в обігу, її рівень з 2005 р. залишається вищим за 30% (табл. 2.3).

Крім того, присутній високий рівень доларизації/євроїзації української економіки, що робить її вразливою і залежною від зовнішніх факторів. Доларизація/євроїзація передбачає перетворення значної частини експорту товарів і послуг в імпорт резервної валюти в готівковій формі, заміщенням гривневих вкладів і депозитів – валютними, в інвестицій накопичених державою у валютні активи.

Таблиця 2.3

Динаміка частки готівкових грошей в обігу в структурі грошової маси

Частка готівкових грошей в структурі грошової маси (МЗ), %	2005	2006	2007	2008	2014	2015	2016	липень 2017
Україна	34	31	31	32	30	31	31	34

Джерело: розроблено автором за даними [116]

В цьому випадку вона стає одним із каналів інтернаціоналізації вітчизняного ринку цінних паперів, зменшенням попиту на гривневі фінансові активи, і як наслідок, негативно впливає на його конкурентоспроможність. Крім цього, валюта стає провідником зовнішнього по відношенню до країни ризику, тобто, вітчизняна економіка стає вразливою від нестабільності іноземних країн чию валюта Україна використовує.

Країни, що розвиваються, широко використовують ефекти від послаблення курсів своїх валют. Плавне знецінення національної валюти по відношенню до домінуючих валют у зовнішньоекономічних торгових відносинах (зниження реального ефективного курсу валюти), спроможне стимулювати зростання експорту (зростає виручка національної валюти, що отримана при конвертації заробленої іноземної валюти в національну, при тому що відстає зростання витрат у національній валюті на виробництво продукції, що постачається на експорт). З іншої боку, кероване зниження курсу національної валюти стає нетарифним бар'єром для зростання імпорту (імпортовані товари стають дорожчими при купівлі їх за національну валюту в порівнянні із тими товарами, що випущені всередині країни). Внутрішня торгівля починає відмовлятися від імпорту на користь продукції, виробленої на внутрішньому ринку.

В українській практиці також можна спостерігати ефекти впливу від змін курсу гривні до долара США на розвиток економіки (експорт товарів і послуг) (рис. 2.5).

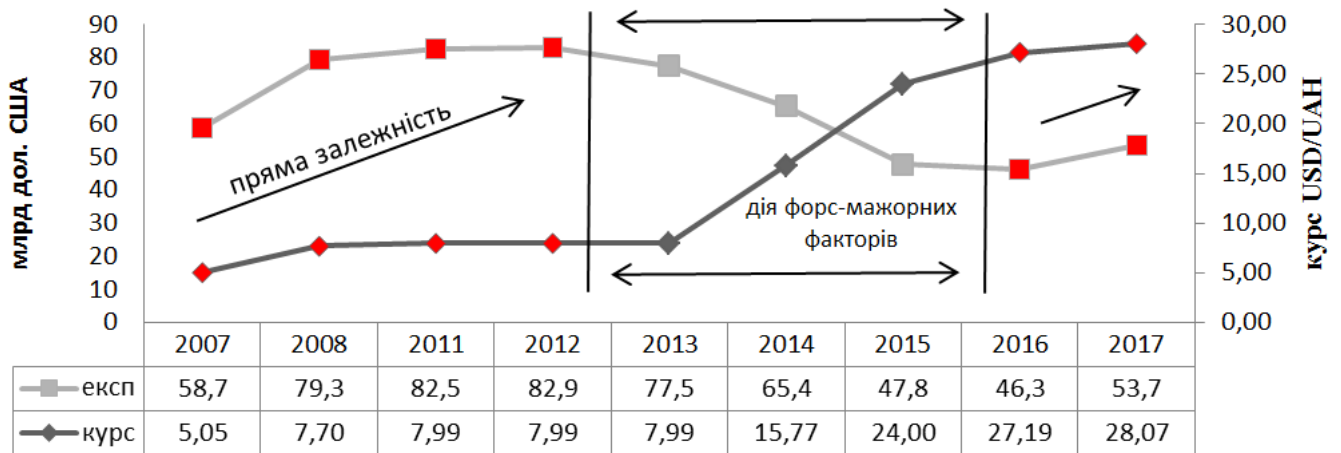


Рис. 2.5. Зв'язок між динамікою обмінного курсу валюти і експортом товарів

Джерело: розроблено автором за даними НБУ (курс на 31.12 відповідного року) та Держкомстату, доступно з: <http://www.ukrstat.gov.ua>, <https://bank.gov.ua/control/uk/curmetal/detail/currency?period=daily>

В рис.2.5. представлено дані в період з 2007-2017 рр. З 2007 р. і по 2013 р. ми спостерігаємо прямопропорційну залежність між курсом національної валюти і експортом товарів та послуг. Дані з 2013 р. характеризуються впливом форс-мажорних чинників (військові дії на території України). Починаючи з 2016 р. взаємозалежність даних двох параметрів знову відновилась.

Динаміка реального та номінального ефективних валютних курсів говорить нам про природу самої інфляції в країні, а також про саму ринковість динаміки валютних курсів. На рис.2.6. відображено розрив між РЕОК та НЕОК¹³, що складає в середньому за весь інтервал часу (2000-2017 рр.) – 19 пунктів, а з 2008-2017 рр. – 32 відсоткові пункти. З 2013 р. і по 2017 р. різниця між РЕОК і НЕОК постійно зростає, і в 2017 р. є максимальною – 47 відсоткових пунктів.

¹³ РЕОК – реальний ефективний валютний курс – багатосторонній валютний курс, визначається по відношенню до середньозваженої кошику валют, з корекцією на рівень інфляції в країнах походження порівнюваних валют. НЕОК – номінальний ефективний валютний курс – все те саме, але без врахування рівня інфляції країнах походження порівнюваних валют

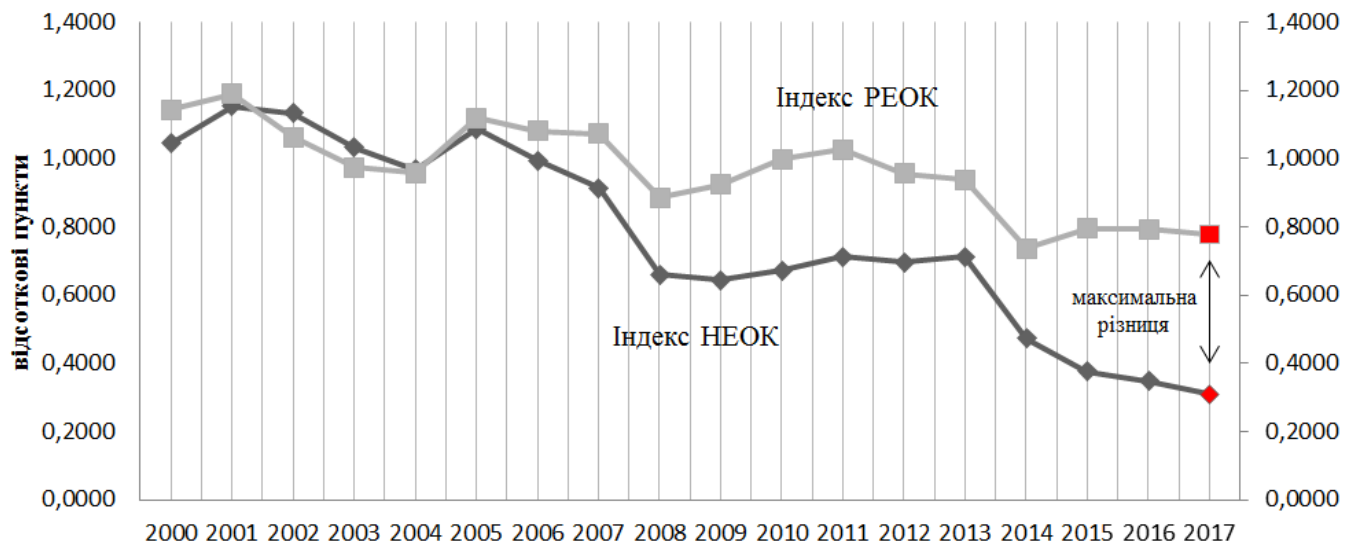


Рис.2.6. Порівняльна динаміка зміни РЕОК та НЕОК між собою

Джерело: розроблено автором за даними НБУ [118], 31.12.1999р.=1

Для порівняння в Єврозоні диференціал валютних курсів не перевищує 10 відсоткових пунктів [107, с.48]. Крім того, дані рис.2.6 свідчать про штучну підтримку курсу гривні, який би в природних ринкових умовах проявляв більш високу волатильність. Одним із наслідків такої політики «штучного підтримання курсу валюти» є виникнення розбіжності між РЕОК та НЕОК гривні, що стимулює імпорт (негативно впливає на експорт високотехнологічної продукції) і сприяє ввозу спекулятивного капіталу. «Закріпленість» гривні при високій доходності фінансових активів всередині країни і відкритому рахунку капіталу створює величезний інтерес до «carry trade»¹⁴, і заповненню вітчизняного ринку все новими «гарячими», спекулятивними грошима.

Низький показник інфляції є ознакою більш розвинених та збалансованих економік, їх фінансових систем, обмеженості величини ризиків, попереджуючи спотворення стимулів економічного розвитку, створюючи умови для ефективного накопичення заощаджень і перерозподілу грошових ресурсів. Підтвердженням даної тези є результат дослідження динаміки зміни рівня інфляції в період з 1996р. по 2017р. (Додаток Б 5), де зазначено, що в розвинених економіках темпи зміни рівня

¹⁴ Carry trade - одна з стратегій дій інвесторів на фондовому і валютному ринку. В основі стратегії лежить та обставина, що в різних державах діють різні депозитні процентні ставки щодо коштів у їх національних валютах. Стратегія carry trade полягає в запозиченні коштів у національній валюті держави, що встановила низькі процентні ставки, конвертації і інвестування їх у національну валюту держави, яка встановила високі процентні ставки.

інфляції в середньому не перевищують 2%. А в країнах, що розвиваються 8%, зокрема в Україні 17%, в Польщі 4,6%, в Румунії 21,8%, в Росії 17%. Крім того, з Додатку Б 5 можна побачити високий рівень волатильності інфляції в країнах, що розвиваються, в т.ч. і Україні.

Показник *Free float* (цінні папери, що знаходяться у вільному обігу на ринку) прямо визначає обсяги торгів на ринку, його учасників та зацікавленість інвесторів. Розмір цього показника свідчить також про рівень розвитку корпоративного управління в країні походження бізнесу, про рівень інформаційного забезпечення учасників ринку, і як наслідок його транспарентності. Цей показник тісно пов'язаний із таким важливим для розвитку ринку цінних паперів фактором як концентрація власності. Чим вища концентрація власності в країні, тим більш замкнутим є ринок цінних паперів. В Додатку Б 6 наведено порівняння показника *Free float* за індексними акціями українських компаній фондової біржі ПФТС та за акціями компаній, що входять до індексного кошику Індексу Доу Джонса (*Dow Jones Industrial Average*). Як видно з Додатку Б 6, середнє значення показника *free-float* українських компаній становить 7,68% від загального обсягу емітованих акцій, тоді як подібний показник за американськими компаніями становить в середньому 97,47%. Отже, можна зробити висновок, що насиченість ринку акцій в Україні занадто мала, щоб цей ринок був цікавий широкому колу інвесторів, а тому, по суті, він є штучним і не виконує своїх основних функцій щодо залучення та перерозподілу капіталу на користь конкурентоспроможних галузей економіки. Внаслідок чого сам ринок залишається замкнутим серед невеликого кола мажоритарних акціонерів. Крім того, глибину ринку акцій також можна виміряти і за обсягами торгів на ньому. Порівняльна характеристика за цим показником українського ринку акції з іншими країнами відображена в Додатку Б 7. З цього додатку випливає, що обсяг торгів на українському ринку акції є занадто малим (в середньому за період 2000-2016 рр. становить 0,8% від ВВП), тоді як в: Польщі – 11,7%, Угорщині – 18,3%, Росії – 29,1%, Туреччині – 44%, Китаї – 92,7%, Японії – 90,7%, США – 262,2%, Гонконзі – 416,6%. Більш того, дослідження динаміки обсягів торгів акціями

показало вплив кризи 2008 року на дані країни та їх вразливість і залежність між собою (додатку Б 7).

Важливим економічним фактором є валові національні заощадження та валові державні витрати. Це один із параметрів, що прямо визначає темпи економічного зростання країни, тобто, чим вище цей показник, тим більш значними є темпи економічного розвитку. Країни, що розвиваються з високими темпами економічного розвитку, мають показник валових національних заощаджень завжди на високому рівні (наприклад, на кінець 2017р.: Китай – 45,2% від ВВП, Таїланд – 34%, Індонезія – 32,4%, ОАЕ – 31,4%, Індія – 29,9% тощо) [114]. Експортно-орієнтовані країни з високими темпами економічного розвитку, як правило, характеризуються високою часткою заощаджень та низьким показником валових державних витрат (Додаток Б 8). І навпаки, країни, що живуть «у борг», орієнтовані на споживання імпорту, мають низьку норму заощадження і високі державні витрати (США, Португалія, Франція, Італія, Бельгія тощо, за виключенням скандинавських країн та Німеччини, Японії). З Додатку Б 8 видно, що країни, які мають динамічні темпи розвитку ВВП характеризуються співвідношенням: показник «національні заощадження» є більшим, ніж показник «державні витрати». Наприклад, до таких країн можна віднести: Китай, Таїланд, Індонезію, Сінгапур, Південну Корею, Тайвань тощо.

Важливими параметрами розвитку ринку цінних паперів є: співвідношення «Капіталізація/ВВП», «Внутрішні кредити надані банками/ВВП», «Власний банківський капітал/загальні банківські активи». Проведено аналіз та оцінку вищезазначених параметрів фінансового сектору в різних країнах (Додатку Б 9). Частка власного капіталу банків у структурі загальних активів в розвинених країнах знаходиться на досить низькому рівні (наприклад, у Франції – 4,4%, в Україні – 14,5%), що дає їм змогу використовувати максимально можливі обсяги капіталу. Більш того, обсяги внутрішнього кредитування у розвинених економіках на порядок вище ніж в країнах, що розвиваються (наприклад, у 2016 р. цей показник становив в: Японії – 363,3% ВВП, США – 242,6%, Китай – 215%, Україна – 78,8%, Польща – 76%, Угорщина – 58,7%, Росія – 52,9 % тощо). Однак, важливе значення має ще й

структура цього кредитування. Ефективність кредитування та його структуру можна визначити із динаміки зростання ВВП, співвідношення показників експорт-імпорт товарів/послуг, структури ВВП, середньої заробітної плати по країні тощо. Показник капіталізації акції слугує важливими індикатором рівня розвитку фінансових відносин в країні. При аналізі даного показника потрібно враховувати його якісну сторону, до якої можна віднести обсяг зареєстрованих НКЦПФР випусків акцій (в 2016 р. становив 43,6% ВВП), і порівняти його з річним обсягом біржової торгівлі акціями на ринку цінних паперів України (що не перевищував 0,0009% ВВП того ж року) [119, с. 26]. Тому український ринок акцій не відіграє для економіки суттєвої ролі, основним механізмом залучення коштів для суб'єктів підприємницької діяльності виступають банківські установи. Обсяг емісії корпоративних облігацій в Україні в період 2012-2016 рр. в середньому становив 5% ВВП, тоді як обсяг наданих кредитів банківськими установами в середньому за цей період становив 55,2% ВВП (табл. 2.4). Це є яскравим підтвердженням банкоцентричної фінансової моделі України, де ринок цінних паперів відіграє роль додатку державних фінансів.

Таблиця 2.4

Співвідношення обсягів емісії корпоративних облігацій і ВВП України

Україна	2012	2013	2014	2015	2016
ВВП, млрд. грн	1405	1465	1587	1989	2383
Обсяг торгів корпоративними облігаціями, млрд. грн	124,89	98,87	69,92	53,77	55,44
Обсяг торгів корпор. обліг./ ВВП, %	8,9	6,7	4,4	2,7	2,3
Середнє значення, %	5				
Кредити надані банківськими установами (крім НБУ)/ВВП, %	58,0	62,2	64,3	49,4	41,9
Середнє значення, %	55,2				

Джерело: розроблено автором за даними – Держкомстат (ВВП), НБУ (Кредити надані), підраховано автором (Кредити/ВВП)

Вищезазначені параметри фінансової системи прямо та опосередковано впливають на розвиток ринку цінних паперів певної країни і формують відповідні очікування та прогнози потенційних інвесторів у вітчизняну економіку.

Взаємодія різних видів фінансової політики держави може сприяти розвитку країни або, навпаки, здійснювати деструктивну функцію, що акумулює системні

ризика, обмежує здатність економіки до стійкого зростання та її модернізації. В табл. 2.5. ідентифікуємо основні фактори впливу на розвиток ринку цінних паперів, що пов'язані із фінансовою політикою держави.

Таблиця 2.5

Основні фактори розвитку ринків цінних паперів в контексті фінансової політики держави

Фактор	Механізм впливу
1	2
Монетизація економіки	Збільшення рівня монетизації («фінансової глибини») економіки (вимірюється за допомогою таких показників: грошова маса/ВВП; фінансові активи/ВВП; капіталізація ринку акцій/ВВП; кредити ВВП тощо) стимулює економічний ріст за допомогою перерозподілу більших об'ємів грошових ресурсів на цілі інвестиції в середині країни, модернізує фінансову систему та зменшує залежність від зовнішнього фінансування економіки. І навпаки, низька фінансова глибина послаблює можливість фінансової системи акумулювати і направляти грошові ресурси на розвиток реальної економіки, створює національні господарства повністю залежні від притоку іноземного капіталу. Більш того, викликає масову емісію грошових сурогатів (наприклад, векселів тощо), глибинне порушення системи взаємних розрахунків, збільшення неплатежів, швидке зростання розміру тіньової економіки і неформальних фінансів, жорстке обмеження економічного розвитку у зв'язку з неможливістю його фінансування. Розподіл країн по рівню монетизації відображено в додатку Б 1, аналіз якого буде зроблено нижче.
Фіскальна політика	Надмірне податкове навантаження; збільшення частки грошових ресурсів, що використовуються державою призводить до зменшення вільних грошових ресурсів в розпорядженні неурядових компаній та населення. Така ситуація пригнічує економічний розвиток – зокрема зменшуються інвестиції, активність фінансових ринків. Підтримання високого рівня податкового навантаження слугує засобом виводу із економіки надмірної ліквідності. Неefективне використання державою грошових ресурсів, що надходять від експорту, здійснення об'ємних інвестицій в нерентабельні проекти тощо. З іншої сторони, ексцесивно низьке фіскальне навантаження, штучне обмеження інвестицій і соціальних витатків держави можуть призвести до збільшення соціальної напруженості і не вирішення питання модернізації та збільшення інвестицій, якщо основним вектором бізнесу є вивіз капіталу із країни тощо. Компаративний аналіз фіскального навантаження серед економік буде розглядатись нижче на підставі додатку Б 2
Надмірна частка центрального банку в перерозподілі грошових ресурсів	Спричиняє послаблення грошових потоків, що проходять через комерційні банки, брокерсько-дилерські компанії та інших фінансових посередників, відбувається звуження фінансового ринку. Підривається спроможність національних фінансових інститутів у збільшенні їх капіталізації та операційних можливостей, ставить фінансовий ринок в залежність від зарубіжного капіталу. Слабкість ресурсної бази обмежує можливості фінансового сектору в направленні інвестицій в реальну економіку, створює загрозу виникнення ефекту домино та розповсюдження фінансової кризи при дефолтах на окремих сегментах фінансового ринку чи його ключових інститутів
Валютний режим, ступінь лібералізації рахунку капіталу, відсоткові ставки	Ці параметри прямо визначають монетарні межі і структуру фінансового ринку в залученні інвестицій. Випереджаюча лібералізація рахунку капіталу при фіксованому курсі валюти або курсі валюти, що поступово підвищується – робить фінансовий ринок вразливим і залежним від іноземних інвесторів та спекулятивних атак. Замість прямих і довгострокових портфельних інвестицій в економіці накопичуються «гарячі гроші», що призводить до концентрації системного ризику та економічних потрясінь.

Продовження табл.2.6

1	2
Курс валюти, експорт-імпорт, економічне зростання	Жорстке (напівжорстке) прикріплення курсу національної валюти до долара США чи корзини валют при відкритому рахунку капіталу, високої дохідності фінансових активів всередині країни і невеликих розмірах фінансового ринку – є розповсюдженою практикою серед країн, що розвиваються, в тому числі й України. Віра в міф про посилення національної валюти як фактору стабілізації внутрішньої економіки (в умовах розбалансованості, високої волатильності інших складових фінансової сфери) є причиною ринкових шоків, валютних атак, реалізації системних ризиків в перехідних економіках. Внаслідок чого, накладається самообмеження у використанні переваги плавного знецінення валюти як способу захисту та стимулювання виробничих потужностей економіки, в яких присутні немонетарна інфляція і розбалансований фінансовий сектор. При цьому необхідно враховувати, що некероване різке знецінення національної валюти може стати фактором поширення двозначної інфляції. Зниження курсу національної валюти та стимулювання виробництва товарів на експорт з одночасним налаштуванням економічних бар'єрів для імпорту – є одним із традиційних інструментів підтримки високих темпів економічного зростання.
Відсоткова політика, дохідність фінансових активів	Будь-які тривалі спотворення в розмірі та структурі відсоткових ставок, що не викликані ринковими силами, призводять до спотворення стимулів розвитку економіки та ефекту зростання кризового потенціалу. Політика високої дохідності по державним позикам, якої притримується держава, викликає перелив грошових ресурсів із корпоративного сектору в державні цінні папери з подальшим зниженням корпоративного сегменту, спекулятивним підігрівом сфери сек'юритизованого державного боргу, нарощуванням ризику фінансової кризи на ринку. Прикладом може слугувати період з 1995-1998рр. накопичення ризиків, що призвели до фінансових потрясінь в Україні. Аналіз по 86 країнам показав, що 11 країн мали найвищий в світі розмір відсотку у валютному вираженні, серед яких лідерами були Монголія (63,51%), Україна (55,75%), Росія (53,16%) [107, с.194].

Джерело: розроблено автором

Всі ці фактори безпосередньо впливають на розвиток фінансового ринку взагалі та ринок цінних паперів зокрема. Це суттєві регулюючі важелі держави щодо економічного зростання або усунення концентрації системних ризиків. Криза 2008-2009 рр., що охопила світ, найбільшою мірою вразила саме ті економіки, котрі нівелювали вищезазначеними компонентами фінансової політики. Стандартними відповідями держави на кризові явища були і залишаються: розширення бюджетної та кредитної підтримки реальної економіки, корпоративного сектору, домашніх господарств; масова імплементація програм податкових пільг, зменшення позикового відсотку, бюджетна компенсація; реструктуризація боргів та капіталу найкрупніших інститутів; радикальне зниження облікової ставки центральних банків; збільшення грошової емісії для підтримання ліквідності банків та платіжної системи; збільшення покриття в системах страхування депозитів (зادля попередження масового вилучення грошових засобів із банків); впровадження програм суспільних робіт, спрямованих на зростання інвестицій та внутрішнього

попиту; збалансування економіки (в індустріальних країнах – збільшення норми накопичення, зниження споживання домашніми господарствами, оздоровлення державних фінансів, торгових балансів; для країн, що розвиваються – зростання внутрішнього споживання, часткова переорієнтація реального сектору на внутрішній ринок, послаблення грошових режимів, стимулювання експорту, захист внутрішнього ринку тощо); посилення фінансового регулювання задля збільшення прозорості фінансових ринків, зменшення фінансового левериджу, створення капітальних резервів, введення спеціальних податків тощо.

Таким чином, фінансова політика держави є ключовим компонентом її інвестиційної привабливості та розвитку ринку цінних паперів. Перехідні економіки характеризуються надмірною політичною нестабільністю, частими змінами влади, що представляють інтереси різних груп бізнесу та неможливістю прийняття рішень що є корисними в загальнонаціональному плані. Все це призводить до хаотичної фінансової політики уряду і як наслідок високої волатильності у динаміці фондових індексів, залежності країни від потрясінь на іноземних фінансових ринках, курсу валют, потоків капіталу та вразливості всієї економічної системи.

Виокремлення фундаментальних факторів в окрему групу зумовлено їх визначальним значенням для ринку цінних паперів. Соціальні норми, форма держави та економічна складові формують той фундамент на якому відбувається удосконалення та ускладнення організаційно-регулятивних та інформаційно-технологічних суспільних відносин у фінансовому секторі.

2.2. Вплив ІТ-середовища на розвиток ринків цінних паперів

Інформатизація світового господарства – сучасна тенденція еволюції людства. В основі загального процесу глобалізації лежить розвиток засобів комунікацій, двигуном яких виступають так звані «*Information technologies*» (ІТ) [120, с.8.]. Виникнення та поширення глобалізації (чи її проявів) від її початкових форм і до

сьогодення реалізується через розвиток форм та засобів комунікацій. Саме комунікації лежать в основі такого явища як глобалізація, через комунікації економіка набуває своєї нової постіндустріальної, глобальної форми. Тому й не дивно, що глобалізація ринків цінних паперів бере свій початок з XIX ст., що характеризується винайденням нових на той час засобів комунікацій. У 40-х роках XIX століття було винайдено телеграф, а у 80-х – телефон.

Виникнення постіндустріального суспільства та процеси глобалізації – це два різні явища, що співпадають у часі і тісно взаємопов'язані між собою. Якщо причиною виникнення постіндустріального суспільства стало, перш за все, розвиток технологій і зниження економічної ефективності масового виробництва на великих підприємствах, то причинами глобалізації – розвиток засобів комунікації, розширення діяльності міжнародних фірм, закінчення протистояння між двома наддержавами після розпаду СРСР [121, с.37].

Починаючи з 80-х років XX ст. почав формуватись якісно новий рівень глобальної системи фінансових ринків. Виникла світова фінансова мережа, що об'єднала основні фінансові центри (Нью-Йорк, Лондон, Токіо, Цюрих, Франкфурт, Амстердам, Париж, Гонконг, Тайвань тощо) – цей період характеризують як період революції фондових ринків [122, с.43]. Технологічною основою виникнення такої мережі глобальних фінансових зв'язків став швидкий розвиток інформаційних технологій, електронно-обчислювальних машин і створення Інтернету, що дало можливість реалізовувати міжнародні фінансові операції в режимі реального часу. Глобальна картина охоплення Інтернетом населення відображена на рис. 2.7.

Найбільші темпи розповсюдження Інтернету спостерігались у період 1999-2002рр. (5,92%), і 2005-2008рр. (7,75%). В 2016 р. Інтернет користувачами стали 45,8 % населення планети. Всього за 26 років Інтернет охопив майже 50% населення планети. В наш час Інтернет відіграє важливе значення у створенні інформаційного простору глобального суспільства, слугує фізичною основою доступу до веб-сайтів і багатьох систем передачі даних.

Поняття «інформаційно-технологічні фактори» в даній роботі тлумачиться як вплив інформаційно-комунікативних технологій (ІКТ) на розвиток ринків цінних

паперів. А саме поняття технологія за економічним енциклопедичним словарем означає – сукупність методів впливу знарядь праці на різноманітні властивості предметів праці, внаслідок якого людина активно взаємодіє з природою [121, с.442].

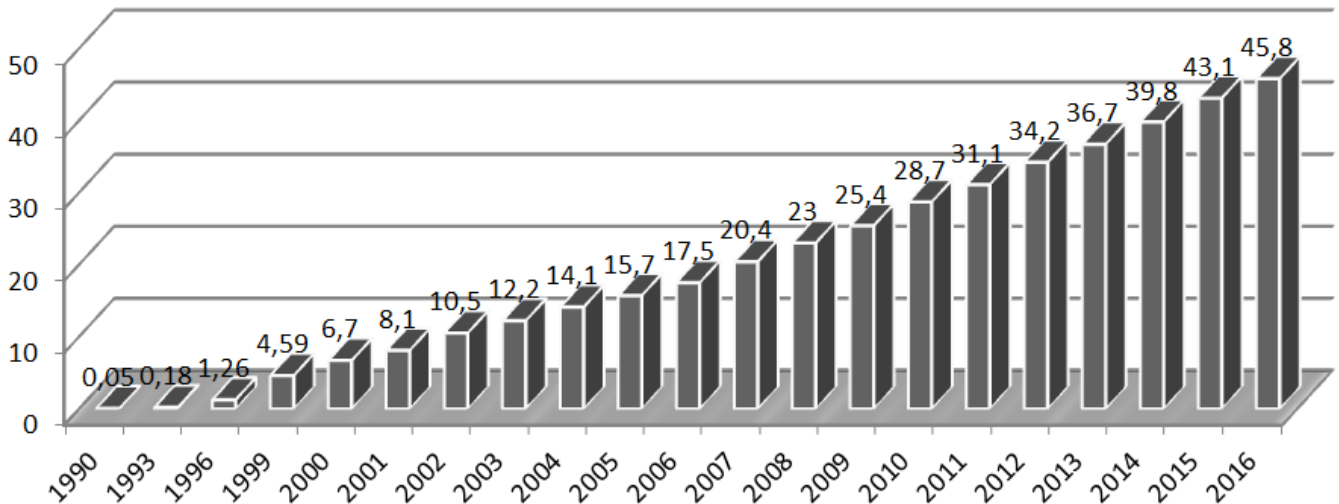


Рис. 2.7. Частка Інтернет користувачів у структурі населення світу, %

Джерело: розроблено автором за даними Світового банку

В словнику Б. А. Райзберга, поняття технологія визначається як – (з грец. *techne* – мистецтво, майстерність і *logos* – слово, вчення) спосіб перетворення речовини, енергії, інформації в процесі виробництва продукції, обробки та переробки матеріалів, зборки готових виробів, контролю якості, управління. Технологія втілює в собі методи, прийоми, режим роботи, послідовність операцій і процедур, тісно пов'язана із засобами праці, що використовуються, зокрема: обладнанням, інструментами, матеріалами. Сукупність технологічних операцій утворює технологічний процес [123, с.533]. А термін «інформація» (з лат. *informatio* – роз'яснення, виклад, сповіщення) – відомості, що передаються людьми усним, письмовим чи іншим способом [124, с.584]. Отже, технології – це методи, способи впливу людини і засобів праці на предмет праці, а інформація – це відомості, знання, дані про когось або про щось. Сучасне суспільство знаходиться на етапі становлення інформаційного укладу суспільства, де інформація за допомогою сучасних технологій і техніки її збирання, зберігання, обробки та обміну стає ключовим елементом соціально-економічного розвитку. О.М. Мозговий зазначає, що технології ринку цінних паперів – це сам процес фондової діяльності, тобто, як саме

відбувається обіг цінних паперів [13, с.18]. Основною сучасною технологією взаємодії учасників світового господарства, зокрема світового ринку цінних паперів, є електронно-інформаційна. Тому виходячи з цього, в основі інформаційно-технологічних факторів розвитку ринків цінних паперів лежать інформаційно-комунікаційні технології, що тісно пов'язані із технічними засобами праці (електронно-обчислювальні машини, електронні мобільні пристрої тощо). Розвиток засобів комунікацій прискорює процеси конвергенції різних, за своїми соціальними нормами, регіонів світу, створюючи справжній глобальний простір і світову вертикаль влади.

Термін «Інформаційні технології», в його сучасному розумінні, вперше з'явився в 1958р. в статті «*Harvard Business Review*», де автори Х. Левітт (*H. Leavitt*) та Т. Віслер (*T. Whisler*) прокоментували, що: «нова технологія поки що немає єдиної назви. Ми будемо називати її Інформаційною технологією» [125, с.41]. Т.А. Писаревська визначає поняття «інформаційні технології» як сукупність методів і процедур, які реалізують функції збирання, передавання, опрацювання, зберігання та доведення до користувачів інформації в організаційно-управлінських системах з використанням обраного комплексу технічних засобів [126, с.9]. А.М. Береза, розглядає поняття «інформаційні технології» як цілеспрямовану організовану сукупність інформаційних процесів з використанням засобів обчислювальної техніки, що забезпечують високу швидкість обробки даних, оперативний пошук інформації, розосередження даних, доступ до джерел інформації незалежно від місця їх розташування [127, с.9]. В підручнику Н.М. Хохлової, інформаційна технологія – процес, що включає сукупність способів збирання, збереження, обробки і передачі інформації на основі застосування засобів обчислювальної техніки [128, с.3].

Сучасний ринок цінних паперів можна розглядати як інформаційне середовище, де вартість, швидкість, надійність та простота обміном інформацією є ключовими компонентами його розвитку. Світовий економічний форум та *INSEAD*¹⁵

¹⁵ Відома міжнародна бізнес-школа і дослідницький інститут. Кампуси розташовані в Європі (Франція), Азії (Сінгапур) і на Близькому Сході (Абу-Дабі), дослідницький центр розташований в Ізраїлі.

публікують у своєму річному звіті «Про рівень розвитку ІТ» (*Global Information Technology Report*) «Індекс мережевої готовності», що відображає міру розвитку та використання ІТ в певній країні, і відповідно до цього індексу здійснюється ранжування економік світу. За даним індексом із 139 країн на 2016 р. Україна знаходиться на 64 місці, Шрі-Ланка – 63, Південна Африка – 65, Росія – 41, Польща – 42, Сінгапур – 1, Фінляндія – 2, США – 5, Німеччина – 15, Японія – 10, Великобританія – 8 і т.д. [129, с.16]. Розвиток Інформаційної-технологічної складової в економіці прямо впливає на конкурентоспроможність країни, її інноваційність та продуктивність.

Групу інформаційно-технологічних факторів розвитку ринків цінних паперів відображено на рис. 2.8.

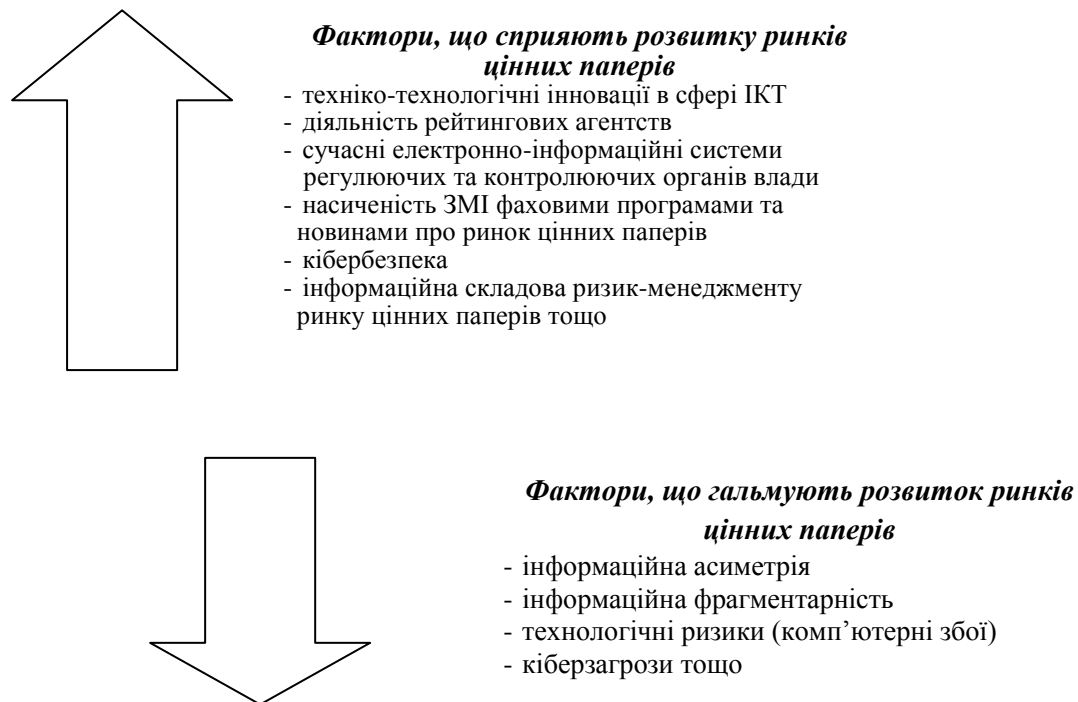


Рис.2.8. Інформаційно-технологічні фактори розвитку ринків цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Виокремлення даних факторів обумовлено їх важливим значенням для ринку, вони тісно взаємопов'язані між собою та іншими групами факторів. На думку автора, всю сукупність ІТ-факторів можна розділити на два напрями: ті, що сприяють розвитку та ті, що його гальмують. Нижченаведений перелік

інформаційно-технологічних факторів не є вичерпним, а лише відображає ступінь авторського дослідження даного питання.

Техніко-технологічні інновації в сфері ІКТ характеризуються новими пріоритетами, перш за все зростанням наукоємності вироблених товарів і послуг, особливо в швидкозростаючих сегментах нової економіки. Це можливо завдяки «експоненційному зростанню знань».

Зростаючий попит на телекомунікаційні послуги, що підтримують інформаційний обмін, призводять до створення стійких віддалених інформаційних зв'язків і дозволяють людству по іншому організувати свою творчу діяльність. В теперішній фазі розвитку цивілізації головними продуктами виробництва стають інформація і знання. Зростає потреба людей в інформаційних послугах, що можливо забезпечити за рахунок доступу до світових інформаційних ресурсів і більш ефективної інформаційної взаємодії людей, збільшення частки і обсягу інформаційно-комунікаційних продуктів в світовому виробництві.

Значною мірою це пов'язано із впровадженням інформаційних технологій у всі сфери культури, науки і виробництва, і як наслідок – зростання інтенсивності інформаційного обміну.

Як зазначає Е. Разроєв, людство очікує нова форма соціальної нерівності – так звана «цифрова нерівність», тобто, розподіл людей на тих, що мають доступ до інформації (завдяки навикам і вмінню користуватися інформаційними та телекомунікаційними технологіями) і тих, для кого доступ до світової інформації буде закритий [130, с.10].

Розвиток інформатизації, як показав М. Кастельс, базувався як на технічних відкриттях, так і на соціальних потребах розвитку суспільства. Нова панорама інформаційної економіки основана на використанні інформації як способу розвитку суспільства. Важливість інформатизації як однієї із складових глобалізації стало загальноновизнаним. Спроможність не тільки ефективно використовувати, але й виробляти ІТ є однією із критичних ліній розподілу між розвиненими країнами і тими, що розвиваються [131, с.205].

Стимулювання і розвиток інноваційної складової економіки є ключовим фактором розвитку ринків цінних паперів. Акцент ставиться не лише на підвищення споживання інформаційних послуг і продуктів, а й посилення його виробництва. Останнє дає доступ до передових інноваційних технологій виробництва ІТ складової економіки. А це прямо відображається на інформаційній прозорості ринку цінних паперів, можливостей національних регуляторів не лише збирати інформацію, а й здійснювати поточний її аналіз, контроль і вживати пруденційні заходи відносно недобросовісних учасників ринку.

Ступінь інформатизації країни можна охарактеризувати за деякими параметрами розвитку ІТ та інноваційності економіки. До таких параметрів можна віднести: експорт/імпорт ІКТ товарів, експорт ІКТ послуг, кількість надійних Інтернет серверів, кількість патентних заявок, величина експорту високотехнологічної продукції, розмір витрат на НДДКР¹⁶, кількість науково-технічних публікацій, кількість заявок на реєстрацію торгової марки, кількість користувачів високошвидкісного Інтернету тощо. Більш детально, ці параметри описані в Додатку В 2, де наведено за цими показниками дані по вибірці країн. Відповідно до зазначеного додатку, за показником «Експорт Інформаційно-комунікаційних послуг» маємо такі дані (в млрд дол. США на 2015р.): Україна – 3,953; Румунія – 7,798; Росія – 15,588; Польща – 16,150; Китай – 83,389; Франція – 92,204; Німеччина – 114,434, Великобританія – 114,516, США – 178,686 тощо. За показником «кількість надійних Інтернет серверів» (на 2016р.) в Румунії – 975 шт.; Україні – 4076 шт.; Польщі – 28982 шт.; Росії – 30965шт.; США – 524550 шт. тощо. Однак, витрати на НДДКР (у % від ВВП на 2015р.) розподілились таким чином: Румунія – 0,49%; Україна – 0,62%; Польща – 1%; Росія – 1,13%; Китай – 2,07%; США – 2,79%; Німеччина – 2,88%; Швеція – 3,26%; Японія – 3,28% тощо. Враховуючи вищезазначені дані і ті що наведені в Додатку В 2, можна помітити, що ступінь інформатизації та інноваційності української економіки знаходиться на досить низькому рівні у порівнянні з подібними країнами. Все це негативно

¹⁶ Науково-дослідні, дослідно-конструкторські роботи

відображається і на ринку цінних паперів країни, гальмуючи його розвиток та підключення до світового інформаційного простору.

Сучасний розвиток науки і техніки трансформує ринок цінних паперів в інформаційне середовище з передовими технологіями збирання, обробки та передачі даних, де виникає потреба в створенні «ринкових провайдерів» якісних інформаційних послуг. Ключову роль у забезпеченні необхідною інформацією агентів ринку цінних паперів відіграють рейтингові агентства. Вони виникають саме там, де фінансовий ринок набуває свого поширення та інтенсивного розвитку. Обізнаність інвесторів про предмет торгівлі надає їм впевненості в своїх інвестиційних рішеннях, можливість коротко- і середньострокового прогнозу бізнес середовища та раціонального розподілу своїх активів. Сучасне призначення рейтингових агентств – максимальне розкриття інформації про його учасників. Крім своєї основної діяльності із присвоєння кредитного рейтингу емітентам, рейтингові агентства надають ряд супутніх інформаційних послуг. Як зазначає С.З. Мошенський, уся сукупність рейтингів поділяється на дві великі групи: традиційні та ініціативні (ті, що робляться з власної ініціативи рейтингової компанії, а не на замовлення клієнтів) рейтинги [132, с.306]. Хоч діяльність рейтингових агентств критикується (недостовірність рейтингів; їх свідоме заниження; неправильні методи визначення; використання рейтингів в якості інструменту політичного тиску тощо), однак, альтернативного варіанту поки що не створено. Центральною постає проблема якості, незалежності, точності та об'єктивності інформації, що надається рейтинговими агентствами.

Зародження ринку рейтингових послуг, у його сучасному розумінні, відбулося в США на початку ХХ ст. (у 1909р. у США було засноване перше рейтингове агентство *Moody's*). В Європі та Японії рейтинг визначався лише для деяких найбільших компаній, що проводили міжнародні операції, а система рейтингування виникла пізніше. Зокрема, в Англії – це відбулося в 1973р. Наприкінці 1980-х років у світі було близько тридцяти рейтингових агентств, а ринок рейтингових послуг існував тільки в США. На сьогодні в світі існує близько 150 рейтингових агентств [132, с.306].

Виникнення та розвиток рейтингових агентств в цих країнах безумовно пов'язаний із потребою учасників ринку в інформації, про надійність своїх контрагентів. Якість рейтингу є основним показником ефективності роботи рейтингового агентства. Поширеною є думка, що надійні рейтинги можливі лише на фінансових ринках із тривалою історією та великою кількістю накопиченої інформації. Проблема якості рейтингів пов'язана з тим, що фінансові ринки керуються короткостроковими міркуваннями, і це часто має наслідком надто швидкі та перебільшені реакції, а рейтингові агентства орієнтуються на фундаментальні фактори [133, с.102]. Це можна пояснити за допомогою гіпотези ефективних ринків, згідно якої будь-яка нова інформація про емітентів негайно впливає на ціни фінансових активів. У такому разі рейтинги впливають на стан ринку завдяки формальним і психологічним факторам, які мають велике значення для багатьох інвесторів, насамперед непрофесійних.

Чим «глибше» стає національний ринок цінних паперів, тим більша виникає необхідність і значення рейтингових агентств. Високий кредитний рейтинг (тобто, інвестиційного рівня) дає вихід на ринки ліквідного капіталу, а цінні папери, що отримали спекулятивний рівень рейтингу, фактично, витісняються з ринку ліквідного капіталу. Отже, рейтингові агентства стають опосередкованими регуляторами фінансових ринків. Це чітко простежується на діяльності пенсійних фондів, що мають право інвестувати свої кошти тільки в інструменти з високим рейтингом, а в тому разі, якщо фінансовий інструмент отримує спекулятивний рейтинг, пенсійний фонд зобов'язаний продати такі цінні папери [134].

Великий вплив на розвиток національних ринків цінних паперів мають глобальні рейтингові агентства (*Moody's, Fitch Ratings, Standard & Poor's, Thomson Reuters* тощо). Наприклад, у червні 2002р. агентство *Moody's* позбавило Іран рейтингу без очевидних економічних причин саме напередодні розміщення іранських облігацій. Т. Фрідман, відомий американський журналіст з *New York Times*, з цього приводу писав, що у світі існує дві наддержави: це США і *Moody's*. У той час як США може знищити якусь країну бомбами, *Moody's* здатне знищити державу фінансовим шляхом – знизивши рейтинг [135].

Проблема достовірності рейтингів пов'язана також з відповідальністю рейтингових агентств. Останні не відповідають за призначений рейтинг і не пропонують механізмів компенсації, у випадку виникнення проблеми з виплатою боргового зобов'язання з високим рейтингом. Хоча американська модель рейтингування сформувалась першою, в останні десятиліття спостерігається тенденція до формування двох інших регіональних систем рейтингування – азійської та європейської. Їх формуванню сприяло зниження довіри до об'єктивності рейтингів провідних міжнародних агентств. Для національних агентств імовірність конфлікту інтересів значно менша, оскільки ці агентства залежать значно від довіри національних емітентів, інвесторів тощо. Для регіональних та національних агентств репутація і максимальне задоволення потреб клієнтів на внутрішньому ринку стає основною метою, ніж у глобальних рейтингових агентствах. Однак, по мірі розвитку національного ринку рейтингових послуг відбувається його конвергенція з міжнародним і підвищується якість та прозорість даних послуг.

Важливим постає питання щодо формування повністю електронного обміну поточної інформації між регулятором і ринком, в тому числі подання звітності учасниками ринку та швидкість їх опрацювання компетентними державними органами влади, доступом до публічної інформації інших зацікавлених осіб та якість цієї інформації. Налагодження єдиної інформаційної системи обміну даними у вигляді електронних документів між учасниками ринку і компетентними органами державної влади. Це вимагає дотримання наступного алгоритму дії:

- створення єдиного підходу до впровадження програмного забезпечення для прийому та моніторингу поточних та звітних даних;
- чітко формалізувати саму процедуру обміну інформаційними даними;
- уніфікація реквізитного складу звітних даних;
- впровадження єдиного формату обміну електронними даними;
- забезпечення оперативності оновлення баз даних;
- створення сучасних дата-центрів із зберігання та адміністрування даних (впровадження загально національного електронного документообігу);

- забезпечення моніторингу ринку цінних паперів на підставі чітких, кількісно вимірюваних нормативів, тобто докладна ревізія форм звітних даних для виключення надмірності дублювань та наповнення логікою її ІТ складової тощо.

Без створення зовнішнього та внутрішнього електронного документообігу в регулюючих органах, легітимних довідників, уніфікації форматів звітності різних учасників ринку навряд чи можна говорити про ефективність та вчасність моніторингу ринку з боку держави та, як наслідок, виявленню системних ризиків.

Насиченість засобів масової інформації фаховими програмами та новинами про ринок цінних паперів. Дана складова інформаційно-технологічних факторів розвитку даного ринку сприяє підвищенню рівня обізнаності населення про можливості та переваги цього ринку. Однак, як правило, в емерджентних економіках цей сегмент інформаційного простору відстає від розвитку самого ринку, і поширює інформацію або про поточне функціонування ринку («сухі цифри»), або ту, що була притаманна попередньому етапу його розвитку (наприклад, надають інформацію про основи діяльності РЦП, тоді коли вже потрібно поширювати інформацію про успішні стратегії інвестування на РЦП тощо). Крім того, мало приділяється уваги ЗМІ ключовим питанням розвитку ринку цінних паперів на певному етапі його діяльності, наприклад, якщо взяти Україну, то до таких питань можна віднести: поліцентричність біржового ринку, належного ринкового механізму ціноутворення на цінні папери, інформаційна консолідація ринку, надмірна частка позабіржового неорганізованого (так званого вуличного, телефонного) ринку, проблема валютного режиму тощо.

Кібербезпека. Якщо подивитись на швидкість охоплення світу Інтернетом (рис.2.7.), то актуальним стає питання кібербезпеки. Кібербезпека – процес використання заходів безпеки для забезпечення конфіденційності, цілісності та доступності даних. Метою забезпечення кібербезпеки є захист даних (як в процесі передачі і/або обміну так і ті, що знаходяться на зберіганні). З метою забезпечення безпеки даних можуть бути застосовані і контрзаходи. Деякі з цих заходів включають (але не обмежуються) контроль доступу, навчання персоналу, аудит і

звітність, оцінку можливих ризиків, тестування на проникнення і вимога авторизації [136].

«Кіберзагрози створюють цілий ряд невідкладних факторів ризику для міжнародної фінансової системи – операційних, репутаційних і в сфері фінансової стабільності. Суверенні кордони не стримують цих загроз і, відповідно, для їх попередження, країни зобов'язані працювати спільно» – сказала співголова профільної експертної групи країн G7, заступник міністра фінансів США Сара Блум-Раскін [137].

Інформаційна безпека – стан інформації, в якому забезпечується збереження визначених політикою безпеки властивостей інформації. Складовими інформаційної безпеки виступає триада CIA, тобто, конфіденційність (*confidentiality, privacy*), цілісність (*integrity*), доступність (*availability*). Отже, інформаційна безпека – збереження конфіденційності, цілісності та доступності інформації, крім цього, можуть враховуватись інші властивості, зокрема автентичність, відстежуваність, неспростовність, надійність тощо. Для характеристики основних властивостей інформації як об'єкту захисту часто використовується модель CIA:

- конфіденційність (властивість інформації, яка полягає в тому, що інформація не може бути отримана неавторизованим користувачем);
- цілісність (неможливість модифікації неавторизованим користувачем);
- доступність (отримання інформації авторизованим користувачем, за наявності у нього відповідних повноважень в певний час).

Всі ці основні властивості виступають об'єктом захисту інформації. Інформаційна безпека на ринку цінних паперів може розглядатись як надійність обміну ринковою інформацією між його учасниками. Підвищити міру безпеки інформаційного обміну можливо лише за рахунок сучасних технологій отримання, збереження та передачі даних з постійним наглядом за процесом відповідальних системних адміністраторів. Все це потребує значних капіталовкладень, оскільки, сучасний ринок цінних паперів не зможе нормально функціонувати зі старим обладнанням та консервативними методами здійснення операцій на ньому.

Кібербезпека формує для ринку цінних паперів таке благо як довіра, поряд із іншими складовими інформаційно-технологічних факторів. Дуже важливим постає питання міри і виду ретроспективної юридичної відповідальності за порушення інформаційної безпеки як інструменту соціальної дисципліни.

Враховуючи ідею створення мегарегулятора на фінансовому ринку, проблемі кібербезпеки варто приділити особливо увагу. На базі департаменту інформації (Додаток Ж 1) створити окрему структуру, що буде займатись розробками, імплементацією сучасних методів боротьби з кіберзагрозами.

Діяльність із ідентифікації систематичного/несистематичного ризику внутрішнього і зовнішнього бізнес середовища відносно країни. Швидкість доступу до необхідної інформації та її надійність є основою успішного ризик-менеджменту, як наслідок своєчасного виявленню системних ризиків та прийняття запобіжних заходів.

Важливою складовою інформаційного ризик менеджменту повинен стати набір важливих, науково та практично обґрунтованих показників. Які потрібно постійно удосконалювати, моніторити та регулювати. Тобто, здійснювати ефективну пруденційну політику фінансового ринку країни. Це питання можна також віднести до підвідомчості департаменту інформації майбутнього мегарегулятора.

Також, важливо розглянути більш детально фактори, що гальмують розвиток ринків цінних паперів. Першим з яких є асиметрія інформації (англ. *asymmetric (al) information*, у літературі називають також недосконалою інформацією, неповною інформацією) – це нерівномірний розподіл інформації про товар між сторонами угоди. Зазвичай продавець знає про товар більше, ніж покупець, хоча нерідко буває й навпаки [138, с.162].

Асиметричність розподілу інформації, коли лише частина агентів ринку володіє важливою інформацією, а інші партнери її не мають, – формує одну із найважливіших ознак ринку, що стимулює економічну діяльність і ринкові інститути. Цю обставину підкреслював Ф. Хаєк, коли піддавав критиці неокласичне тлумачення досконалої конкуренції, де інформація симетрично розподілялась і

невизначеність зникала. «Торгівля і комерція дуже сильно залежать як від конфіденційності, так і від особистого знання; особливо це стосується діяльності фінансових інститутів» [139, с.156]. Фактор невизначеності, різного ступеня інформованості його учасників і асиметричність оцінок можливих співвідношень цін на фінансові активи відіграють ключову роль. Стремління до максимальної інформованості – одна із причин, що визначила всезростаючий попит на інформаційні технології для прийняття рішень у фінансовій сфері [131, с.132].

Д. Стігліц зазначає, що найбільш фундаментальною причиною того, що ринки з недосконалою інформацією відрізняються від ринків із досконалою, є те, що вони передають інформацію, і учасники ринку знають те, що, у свою чергу, впливає на їхню поведінку. Інформаційні асиметрії можуть бути пов'язані з відсутністю ринків або їх недосконалістю. Це допомагає пояснити, чому ринки кредиту, праці або акцій функціонують недосконало. Інформаційні асиметрії сприяють посиленню ринкових позицій окремих учасників, а досконала конкуренція необхідна для ефективності ринкового механізму, тому й не дивно, що ринки з інформаційними асиметріями та з іншими інформаційними недосконалостями досить далекі від того, щоб бути ефективними [140, с.269].

Поширенню інформаційної асиметрії сприяє використання інсайдерської інформації в операціях з цінними паперами. Сприятливими умовами розповсюдження практики використання інсайдерської інформації є концентрація власності на стратегічних підприємствах держави, поєднання власників підприємств і їх менеджерів в одній особі. Варто зазначити, що проблему пов'язану із використанням інсайдерської інформації неможливо повністю викоринити, однак, можна зменшити її частку в операціях з цінними паперами, та її деформуючий вплив на ринкові механізми ціноутворення.

Тісно з проблемою використання інсайдерської інформації межує проблема маніпулювання інформацією щодо ціни, попиту, пропозиції або обсягів торгів цінними паперами на біржовому та позабіржовому ринку, поширення недостовірної інформації тощо, що в кінцевому випадку призводить до викривлення дійсної

інформації про стан конкретного цінного паперу, ринку та його основних характеристик.

Інформаційна асиметрія на ринку цінних паперів має двозначну природу. З одного боку, вона надає переваги і стимули для обмеженого та вузького кола учасників в можливості одержання надприбутків в порівнянні з більш ефективними ринками. З іншого, вона створює «темну завісу» для більш широкого кола учасників, робить ринок непрозорим та штучним. Тому, автором, її віднесено до негативних факторів розвитку ринків цінних паперів. Таким чином, стратегічним завданням державної політики в сфері фінансів повинно бути максимізація транспарентності ринку; стимулювання розвитку якісних інформаційних послуг через створення конкурентного середовища рейтингових агентств, забезпечення контролю за їх діяльністю; створення державних грантів за дослідження в цій сфері; розробка системи основних (загальних) та вузькоспеціалізованих (по окремим фінансовим продуктам) інформаційних індикаторів, на які населення повинно звертати увагу при прийнятті своїх інвестиційних рішень тощо.

Один із факторів, що суттєво впливає на розвиток ринку цінних паперів країни є інформаційна фрагментарність ринку цінних паперів. Інформаційна фрагментарність ринку порушує механізм ефективного ринкового ціноутворення на фінансові інструменти фондового ринку, зменшує його ліквідність, створює не рівні умови для учасників ринку у доступі до необхідної інформації, зменшує обсяги ринку тощо. Проте, як зазначає С. З. Мошенський, варто відрізнити первинну фрагментарність від вторинної, до якої розвинені економіки приходять уже після того, коли необхідний рівень інформаційної консолідації було досягнуто [141, с.76].

Первинна фрагментарність фінансового ринку проявляється в обмеженій можливості учасників ринку встановлювати зв'язки між собою, а також з іншими ринками. Така фрагментарність притаманна нерозвиненим фінансовим ринкам, вона пов'язана з низьким рівнем довіри і слабкими інформаційними зв'язками між учасниками ринку. Порушується ринкове ціноутворення та виникає проблема в одержанні «найкращої ціни покупки/продажу», учасники таких ринків прагнуть зниження інформаційної фрагментарності та підвищення її консолідації і

централізації. В такому значенні проблема первинної фрагментарності фінансового ринку співвідноситься із гіпотезою «ефективного ринку» Ю. Фама, і фрагментарність ринку є наслідком її низької інформаційної ефективності. В країнах, що розвиваються проявляється саме первинна фрагментарність ринку, що суттєво знижує інвестиційну активність.

Вторинна фрагментарність виникає на ринках розвинених економік у результаті поступової заміни лінійно-ієрархічних структур децентралізованими мережевими структурами. Такі ринки намагаються позбавитись від надмірної централізації і консолідації, яка вже була досягнута, але на певному етапі почала гальмувати динамічність економічного розвитку. Вторинна фрагментарність є характерною ознакою постіндустріальної економіки, і вона проявляється в тенденції до децентралізації виробництва і поступовій заміні великих корпорацій мережами дочірніх підприємств, структура взаємодії між якими є гнучкою і може бути швидко реорганізована для адаптації із змінами умов ринку. Тому, вторинна фрагментарність на розвинених ринках має зовсім іншу природу, ніж первинна, оскільки, не дивлячись на зростання структурної фрагментарності, інформаційні зв'язки між учасниками зрілих ринків все більше консоліднуються. Більш того, така фрагментарність стосується не інформаційного охоплення контрагентів ринку, а саме організаційних форм їх бізнесу. Хоч, регіональні ринки цінних паперів географічно і структурно більш фрагментарні, на практиці вони набагато більше інтегровані завдяки використанню інформаційних технологій. Це пов'язано з тим, що основою сучасної економіки є глобальна мережа фінансових потоків. За рахунок інформаційних технологій і розвитку засобів комунікацій така економічна система діє в загальносвітовому масштабі як єдине ціле в режимі реального часу. Оскільки в цій системі все більше розповсюджуються мережеві структури, важливим фактором досягнення успіху стає координація задач учасників мережі [141, с.77].

Розповсюдженою є точка зору про те, що фрагментарні ринки цінних паперів мають тенденцію до консолідації. Головним аргументом, що задає вектор руху є думка, що консолідований ринок має більшу ліквідність. Однак, потрібно враховувати те, про яку саме фрагментацію йде мова, оскільки не завжди

фрагментація є ознакою нерозвиненості ринку і що будь-який фрагментований ринок завжди прагне консолідації (наприклад, при вищеописаній вторинній фрагментації).

Головною причиною виникнення первинної фрагментарності ринку є низька інформаційна прозорість, недостатній рівень розкриття інформації, внаслідок чого зв'язки між учасниками ринку послаблюються і зменшується між ними довіра. Інформаційну прозорість ринку можна визначити як міра, в якій інформація про учасників ринку доступна іншими учасникам, зокрема конкурентам [141, с.79].

Рівність інформаційних потоків є суттєвим фактором ціноутворення. Вплив інформаційних потоків на ціноутворення відбувається як в час прийняття рішення про придбання цінних паперів, так і при виконанні цього рішення. Для розвинених фінансових ринків характерний високий рівень інформаційної симетрії, а на ринках, що розвиваються рівень інформаційної симетрії не просто низький – на них існує інформаційна асиметрія. При цьому ціни є не адекватними, внаслідок чого виникає напруженість на ринку, його волатильність, збільшуються кризові явища. Чим менша інформаційна симетрія, тим більший вплив фрагментарності на фінансовий ринок. Тому, саме інформаційна асиметрія – основний фактор, що визначає первинну фрагментарність ринків, що формуються. Це підвищує ризик для дрібних інвесторів, а також сприяє інсайдерським операціям та маніпулюванням цінами. Однак, незважаючи на високий рівень концентрації торгових систем, внаслідок конкуренції між ними зберігається загальна фрагментарність інфраструктури ринку, і її посилює використання не узгоджених між собою стандартів роботи торгових систем. Така ситуація притаманна для більшості ринків, що розвиваються. Характеризуючи російський ринок цінних паперів Я.М. Міркін, зазначає, що він розподілений на дрібні сегменти, що формуються окремими торговими системами, існують інформаційні бар'єри між ними, утруднений доступ до них різних груп інвесторів та фінансових посередників, порушується принцип вільного та справедливого ціноутворення на відкритому ринку. Внаслідок чого виникають значні штучні відмінності в курсах одного й того ж цінного паперу, що має обіг на різних торгових системах, які між собою не взаємодіють і інвестор втрачає

можливість отримання найкращої ціни на ринку. Така можливість – одна із найважливіших умов справедливого механізму ціноутворення і довіри інвесторів, без чого ринки цінних паперів не можуть розвиватись. Хоч, дані торгові системи мають спільне ядро (одні й ті ж акції обертаються, одні й ті ж брокери/дилери здійснюють операції), однак, у них відсутні: крос-лістинг, взаємне членство, уніфікація технологій (тобто, вони мають різні термінали, системи подання інформації, наказів тощо), відсутня міжбіржова система вводу наказів на ринок, задля визначення найкращої ціни тощо [90, с.109]. Подібну ситуацію можна спостерігати і в Україні. На противагу цьому, в розвинених країнах, зокрема США у 2009 р. при *NYSE Euronext* було утворено комерційний технологічний відділ *NYSE Technologies*, який об'єднує в інформаційному плані (*NYSE Technologies hub*) понад 600 організацій, зокрема: фірми по цінних паперах, фондові біржі, електронні комунікаційні системи та альтернативні торгові систем по таких регіонах: Америка, Європа, Азія [143]. Крім того, існує вимога Комісії по цінних паперах і біржах США (SEC, правило 605 і 606) щодо брокерів, які повинні забезпечити своїх клієнтів найкращою ціною покупки/продажу по країні (*NBBO, National best bid and offer*) за певними цінними паперами (тобто, цінні папери лістингових компаній, крім цінних паперів молодих компаній – *SmallCaps shares*). Іншими словами, інвестори мають можливість одержати найкращу ціну певного цінного паперу не лише по окремій біржі, а по всіх біржах та альтернативних електронних торгових систем, що підключенні до серверу *NYSE Technologies hub*, тобто, така торгова платформа має глобальне охоплення.

С. З. Мошенський зазначає, що головною причиною первинної фрагментарності на ринках, що розвиваються є поліцентричність їхньої інфраструктури і високий рівень сегментації ринку [141, с. 80]. Якщо подивитись на практику побудови фондової інфраструктури передових економік або тих, що успішно розвиваються, то з впевненістю можемо побачити концентрацію їх бізнес діяльності навколо однієї ключової фондової біржі, зокрема: США – Нью-Йоркська фондова біржа, Великобританія – Лондонська фондова біржа, Німеччина – Франкфуртська фондова біржа (*Deutsche Börse Group*), Франція – Паризька фондова

біржа, Нідерланди – Амстердамська фондова біржа, Бельгія – Брюссельська фондова біржа тощо. Більш того, останні три злились із Нью-Йоркською фондовою біржею і утворили глобальну фондову біржу *NYSE Euronext*. Таким чином, можна спостерігати загальну тенденцію до консолідації фондових бірж та стандартизації їх послуг.

На фрагментарних фінансових ринках інформаційна консолідація може здійснюватись двома шляхами: ринковим і регулятивним. Ринковий спосіб передбачає використання послуг інформаційних агентств (або рейтингових тощо), що купують інформацію в організаторів торгівлі і продають її споживачам. Регулятивний спосіб передбачає чітке визначення державою строків і способів подання інформації, а також встановлює вимоги до кожної торгової системи [141, с.81].

2.3. Організаційно-регуляторні фактори розвитку ринків цінних паперів

Динамічний розвиток інформаційно-комунікаційних технологій трансформував організаційно-регуляторну архітектуру світового 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 емерджентних 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, забезпеченням його необхідною та своєчасною нормативно-правовою базою, а також адаптованими до потреб ринку регулятивними інститутами, що відповідають сучасним вимогам як ринку, так і соціальної організації суспільства та надають економіці гнучкості в

мобілізації і розподілі капіталу. Лише ринки цінних паперів в умовах динамічного розвитку економік держав світу, плаваючих валютних курсів та високої мобільності капіталу можуть забезпечити міжнародну стабільність.

З авторської точки зору, система організаційно-регуляторних факторів розвитку ринків цінних паперів складається з таких груп, що схематично відображені на рис.2.9.

<p>Правове забезпечення</p> <ul style="list-style-type: none"> – правове середовище; – своєчасність прийняття необхідних норм права; – урегульованість відносин власності; – оподаткування фінансових операцій; – правова неврегульованість конфліктів інтересів – наявність спадкового права; – тощо. 	<p>Модель регулювання</p> <ul style="list-style-type: none"> – модель мегарегулятора; – традиційна або секторна модель; – модель регулювання за функціями фінансового ринку; – модель «Twin-peak»; – дворівнева модель регулювання (або змішана); – модель саморегулювання; – тощо. 	<p>Інфраструктурне облаштування</p> <ul style="list-style-type: none"> – внутрішнє організаційне середовище (торгова, депозитарна, розрахункова складові та система ризик менеджменту); – зовнішнє організаційне середовище (регулятивна, інформаційна, інноваційна, освітня складові)
<p>Організаційна фрагментарність інфраструктури</p> <ul style="list-style-type: none"> – поліцентричність інфраструктури ринку; – низька ліквідність і привабливість ринку для крупних гравців; – висока вартість послуг; – незручність в управлінні своїм інвестиційним портфелем; – тощо. 	<p>Механізми відновлення порушених прав</p> <ul style="list-style-type: none"> – можливість швидкої компенсації незаконно втрачених коштів за рахунок спец. фондів ринку, а також за рахунок державних коштів у випадках навмисного затягування судових процесів створення публічної бази даних правопорушників, їх правопорушень і санкцій на РЦП 	<p>Міжнародна інтегрованість</p> <ul style="list-style-type: none"> – інфраструктурна інтегрованість; – наявність іноземних та міжнародних фінансових інструментів; – адміністративні обмеження щодо руху капіталу; – відкритість для резидентів іноземних ринків капіталу – тощо.

Рис. 2.9. Система організаційно-регуляторних факторів розвитку ринків цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Зазначені групи факторів уособлюють систему чинників, що мають вплив на розвиток ринку цінних паперів, починаючи з національного рівня. Даний ринок є одним із найбільш регламентованих та регульованих ринків у світі на відміну від товарного. Тому на першому місці відзначено саме правове забезпечення ринку, оскільки 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 – порушує питання про створення надійної системи управління даним ринком через введення чисельних норм та правил, а також формування необхідних регулятивних та організаційних інститутів.

Правове забезпечення як фактор впливу на розвиток ринку цінних паперів. Під правовим забезпеченням розуміється процес своєчасного прийняття необхідних для розвитку фондового ринку форм права. В залежності від правової системи країни основною формою права можуть бути: нормативно-правові акти, правові договори, правові звичаї, судові чи адміністративні прецеденти, релігійні установи чи приписи (ісламське право, канонічне право Ватикану, іудейське право тощо), ідейні основи (марксизм-ленінізм в таких країнах як Північна Корея, в минулому Куба, Китай, колишній СРСР).

Законодавство є зовнішньою формою права, тобто формою існування правових норм, засобом надання їм об'єктивності, визначеності, загальності та їх забезпечення відповідними державними органами в межах їх компетенції.

Однак, неважливо які назви вони носять у різних правових системах, головне їх завдання – 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. [144].

Як зазначає 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, що вимагають від компаній, акції яких котируються на біржі, створювати комітети по

аудиту, до складу яких входять зовнішні директори. Тоді як у Великобританії ця мета досягається за допомогою добровільного 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 [145, с.243].

Різне законодавство країн Європейського Союзу щодо їх національних ринків цінних паперів змусило ЄС створити систему наднаціональних регуляторів та поширити дію їх нормативно-правових актів, зокрема: постанов (*Regulations*), директив (*Directives*) та рішень (*Decisions*) з метою уніфікації і конвергенції європейського законодавства для своєчасного і належного реагування потреб ринку цінних паперів ЄС в правовому забезпеченні.

З усієї сукупності факторів правового забезпечення, що впливають на розвиток ринків цінних паперів, автор зосереджує увагу на таких:

- правове середовище (тобто, яку правову систему використовує країна);
- своєчасність прийняття необхідних норм права;
- урегульованість правовідносин власності;
- оподаткування фінансових операцій;
- наявність та особливості спадкового права;
- правова неврегульованість конфлікту інтересів тощо.

На сьогодні виділяють такі правові системи: англосаксонську, романо-германську, релігійну, традиційну та соціалістичну. Однак світова практика показує, що для розвитку ринку цінних паперів найбільш цікавими із вищезазначених є перші три. Основні характеристики яких представлені в табл. 2.6.

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 ринку цінних паперів є англосаксонська, а за нею – романо-германська. Проте в умовах глобалізації відмінність між зазначеними правовими системами лише створює перешкоди для більш інтенсивної інтеграції локальних ринків цінних паперів у глобальний.

На основі компаративного аналізу вітчизняної та зарубіжної правової бази функціонування ринків цінних паперів виявлено, що країнам англосаксонської правової системи (США, Великобританія, Австралія, Канада, Сінгапур, значні території Індії – як колишніх колоній Британії тощо) 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 системи (Німеччина, Франція, Італія, Іспанія, Австрія, Швеція, Норвегія, Бразилія, Аргентина, Росія, Білорусія, Україна тощо) використовують синтезуючий підхід (тобто, намагається узагальнити всі подібні суспільні відносини, кодифікувати їх, виявити ознаки, і таким чином одним нормативно-правовим приписом врегулювати цілу групу однорідних суспільних відносин).

Таблиця 2.6

Коротка характеристика правових систем

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

Джерело: розроблено автором за даними [146]

Більш того, правове забезпечення ринку цінних паперів може відрізнятися та мати свої особливості навіть в межах однієї правової системи. Вищезазначені підходи щодо правового врегулювання суспільних відносин склалися історично і витікають із соціокультурних цінностей певного етносу.

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 та динамікою фінансового сектору (наприклад, несвоєчасне врегулювання питання щодо «непокритої торгівлі на пониження; використання кредитно-дефолтних свопів; можливо ще постане питання про використання високочастотної торгівлі, що може породжувати в короткостроковій перспективі високу волатильність ринку 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 мобільних, оперативних та інтегрованих в ринок систем регуляції задля швидкого одержання, обробки та аналізу інформації і відповідно попередження негативних наслідків та економічних шоків. Для того, щоб вчасно забезпечувати фінансовий 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 регулятора 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 попереджувати чинники системного ризику.

Одним, із важливих питань для розвитку ринку цінних паперів є урегульованість правовідносин власності, а також, рівень їх охорони, відновлення в результаті порушення та механізми компенсації. Розглядаючи відносини власності, варто зосередити увагу на двох ключових моментах: вплив структури власності на

розвиток ринку акцій та конфлікти інтересів, що перешкоджають виходу підприємства на ринок та понижує його інвестиційну привабливість. Тут слід виділити наступні проблеми:

– в результаті незакінченого процесу перерозподілу власності, топ-менеджери підприємств не володіють значними пакетами акцій підприємства, якими вони управляють. І тому, до тих пір поки не буде сформована більш вигідна для них структура власності, вони не будуть зацікавлені у виведенні даних акціонерних товариств на фондовий ринок;

– ефективність менеджменту залежить і від його відокремленості від власників (мажоритарних акціонерів) і влади. Наприклад, вимоги по корпоративному управлінню в США встановлюють, що кількість незалежних директорів в складі керівництва компанії повинно бути більше половини (вимоги лістингу Нью-Йоркської фондової біржі), то в Китаї – лише не менше, ніж 1/3; в Росії – не менше, ніж 1/4. Крім того, що стосується аудиторського комітету, комітету по призначенням та винагородам: в США вимагається, щоб ці комітети були представлені виключно незалежними директорами; в Китаї – необхідно, щоб незалежні директори склали в них більшість. Однак, в двох цих країнах дані комітети повинні очолюватись незалежними директорами, а в аудиторському комітеті необхідна наявність одного сертифікованого бухгалтера [147, с. 46]. Що стосується України, то членом виконавчого органу акціонерного товариства може бути будь-яка фізична особа, яка має повну цивільну дієздатність і не є членом наглядової ради чи ревізійної комісії цього товариства [ч.4 ст.58 ЗУ «Про акціонерні товариства» від 17.09.2008 р. № 514-VI]. Отже, з даного прикладу видно колосальну різницю в правовому регламентуванні і відповідно як наслідок розвиток даної складової фінансового ринку;

– у зв'язку з важким податковим навантаженням великі підприємства існують як групи невеликих комерційних організацій, створених для оптимізації податків, включаючи офшорні компанії та компанії-резиденти з пільговим режимом оподаткування. Відкритися для такого роду компаній – означає зазнати значних збитків і прийняти на себе політичний ризик, якого до цього часу вони уникали;

– «*stakeholders capitalism*» – це система ринкових відносин, що притаманна перехідними економікам, де відбувається концентрація акціонерного капіталу. Власники крупних пакетів акцій не зацікавлені в продажі їх, і головним чином використовують кредит або інші боргові фінансові інструменти для фінансування своєї господарської діяльності. Крім того, як зазначає Я.М. Міркін, чим більша в країні частка крупних власників в акціонерних капіталах, тим нижчий рівень захисту акціонерів як з точки зору повноти правових норм, так і правозастосування. Відповідно, самий високий рівень захисту акціонерів забезпечують США, Канада, Великобританія та інші країни, орієнтовані на більш диверсифіковану структуру акціонерного капіталу. Економіки цих країн ґрунтуються на моделі «*shareholder capitalism*». Рівень захисту прав акціонерів в країнах романо-германської правової системи буде завжди нижчим, ніж в країнах англосаксонської системи права. Відповідно, слід признати неминучість обмеженості захисту прав акціонерів в країнах, власність в яких зібрана в крупних пакетах акції (яскравим прикладом є Китай, Росія, Україна тощо). 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 цінних паперів. До тих пір, поки власність зібрана в крупні пакети, ринок акцій і портфельні інвестиції будуть мати другорядне значення, носитимуть спекулятивний характер, і будуть відігравати незначну роль у розвитку економіки [90, с. 408].

– непрозора структура власності. Наприклад, коли на підприємствах значні пакети акціонерного капіталу належать офшорним компаніям чи закріплені за номінальними держателями, які не розкривають реальних кінцевих власників тощо.

Крім вищезазначеного, в джерелах можна знайти конфлікти інтересів, що перешкоджають виходу підприємства на ринок і зменшують його інвестиційну привабливість, а саме: розмивання капіталу для посилення контролю за акціонерними товариствами (далі – АТ) и передпродажною підготовкою АТ; скупка акцій до проведення нових емісій для переоцінки основних засобів; передача акцій в довірче управління чи права голосу по довіреності; несанкціоновані крупні угоди;

приховане або перехресне володіння акціями; ініціювання штучного банкрутства [90, с. 120].

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. щодо введення податку на операції спекулянтів з *Wall Street*, в яких він вбачав причину високої волатильності на ринку. «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 в 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, хоч і уряди країн мріють про впровадження даного податку, проте, такі рішення мають більше негативних наслідків для економіки, ніж позитивних. Податки даного роду мають негативний вплив на розвиток фінансового ринку (в тому числі і фондового), тому його можна застосовувати у випадках перегрітості ринку або у інших випадках для його стримання. Крім того, при впровадженні даного податку може активно розвиватись «чорний ринок», на якому регулятори будуть безсильні. З авторської точки зору, на сучасному етапі розвитку міжнародного ринку цінних паперів, національні уряди

повинні намагатись створювати більш сприятливі умови, ніж їхні прямі конкуренти з метою припливу капіталу, збільшення ліквідності ринку та зменшення відсоткових ставок. Внаслідок чого будуть розвиватись інші галузі економіки.

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

Регулювання ринку цінних паперів – це впорядкування діяльності на ньому всіх його учасників і операцій між ними зі сторони організацій, уповноважених суспільством на ці дії. Регулювання ринку цінних паперів охоплює всіх його учасників: емітентів, інвесторів, професійних фондових посередників, організацій інфраструктури ринку [148, с.260]

Автор розглядає регуляторну інфраструктуру як систему, що складається з:

- регуляторних органів (державні та саморегулювні);
- регуляторних функцій та процедур (законодавчих, реєстраційних, ліцензійних, наглядових);
- законодавчої інфраструктури (законодавство);
- етики фондового ринку (правила та стандарти ведення чесного бізнесу, що приймаються СРО);
- традиції та звичаї.

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). У залежності від розподілу функцій контролю за виконанням зобов'язань, вимог законодавства й дотриманням стандартів роботи на фондовому ринку між державою та саморегулювними організаціями 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 саморегульвним організаціям професійних учасників ринку цінних паперів) та змішана (поєднання регулятивних повноважень державних спеціальних органів і саморегульвних організацій) [149, с.20].

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

- традиційна 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 регулювання 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 зазначає Г. Ді Джорджіо, С.Ді Нойя і Л. П'ятті, 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 [150,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 (Додаток Д). Основною причиною переходу до мегарегуляторів є зростання лібералізації ринків та їх відкритості, а також створення фінансових конгломератів, коли один власник володіє декількома різними фінансовими інститутами, які пропонують продукти, що відносяться до різних секторів ринку. Поява нових фінансових інструментів також спричинила ускладнення для регулятивних органів під час класифікації цих інструментів (деривативи часто мають окремі ознаки страхових продуктів – наприклад, кредитні деривативи). Зростає кількість транскордонних пропозицій та перехресні пропозиції фінансових продуктів (банки пропонують страхові та пенсійні послуги, а страхові компанії – банківські тощо). Крім того, принцип саморегуляції фінансових ринків (заснований на ідеї *laissez-faire* – нерегульованого, повністю вільного ринку), що набув поширення у 80-х та 90-х роках ХХ ст., виявив себе недостатньо ефективним в умовах всезростаючої глобалізації світового ринку цінних паперів. Розширилось коло учасників, що є представниками інших культур, соціальних норм (релігія, мораль, звичаї, традиції, право тощо). В таких умовах, зазначає С.З. Мошенський, значення чинників як репутація і взаємна довіра (на чому була заснована система саморегулювання) почало зменшуватись. До того ж, відбулося зростання анонімності завдяки проведенню операцій в режимі реального часу через Інтернет з використання центрального контрагенту. Принципи саморегулювання могли бути ефективними на відносно невеликих ринках, учасники яких були відомі один одному, але за умов ускладнення структури глобального фінансового ринку постала потреба в значно жорсткішому регулюванні з причин зловживань на даному ринку. Тому, посилення державного контролю за фінансовим ринком стало передбачуваною реакцією на лібералізацію фінансових операцій та на зростання мобільності капіталу в глобальному масштабі. За таких умов, традиційний секторний підхід до регулювання фінансових ринків виявився неефективним, і проблема узгодженості регулятивної діяльності між державними органами вирішується або через міжвідомчі робочі групи та консультативні органи, або через створення єдиного органу комплексного нагляду і регулювання – так званого

мегарегулятора [132, с.288, 291, 292]. Значно зросла кількість фінансових компаній, які ведуть всі види фінансових операцій. Це загальна тенденція на світових фінансових ринках, і на думку аналітиків МВФ, все важче стає відокремити банки від небанківських інститутів з метою ефективного регулювання їх діяльності.

Виникнення таких мегарегуляторів є поширеним явищем серед розвинених економік, це тенденція кінця ХХ ст. – початку ХХІ ст. За даними МВФ ще у 2004 р. у 29 країнах існували органи повністю інтегрованого нагляду, з яких приблизно половина була розвиненими економіками Європи [151, с.32]. Проте, вагомою ще залишається частка країн із секторною структурою регулятивних органів. Прихильники підходу «єдиного регулятора» вважають, що в такий спосіб можна зменшити ризики шляхом ефективного перерозподілу, а також вдосконалити систему моніторингу універсальних перехресних пропозицій, сек'юритизованих транскордонних фінансових продуктів та фінансових конгломератів. Критики такого підходу стверджують, що в разі дотримання традиційного підходу й ефективної організації механізмів взаємодії між окремими наглядовими органами немає потреби у створенні мегарегулятора. 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. Поширеною є думка, що якщо певна країна не готова до запровадження мегарегулятора та інтегрованого нагляду за фінансовими послугами з об'єктивних причин, директивне створення такого органу шляхом механічного об'єднання декількох державних регуляторів, орієнтованих на окремі сектори фінансового ринку, буде неефективним і не дасть бажаних результатів [152, с.35].

Цікавим і корисним доповненням є особливості фінансування регуляторів РЦП в різних країнах. Мова йде про те, що існують передові країни, де фінансування регуляторів ринку цінних паперів відбувається за рахунок учасників ринку, які підвітні даному регулятору або ці регулятори заробляють більше ніж витрачають, направляючи кошти до свого бюджету. Наприклад, у Великобританії

основним регулятором на РЦП виступає Відомство з регулювання фінансової діяльності (*Financial Conduct Authority, FCA*), яке повністю фінансується за рахунок компаній, що підзвітні даному відомству, державне фінансування відсутнє. Крім того, розмір оплати визначається в залежності від виду бізнесу, а також розміру ризиків певної компанії для фінансової системи. В США, де головним регулятором на РЦП виступає Комісія по цінних паперах та біржах (далі – *SEC*) взагалі особливий випадок з точки зору її фінансування. Тут відбувається фінансування як за рахунок бюджетних коштів, так і учасників ринку, їх операцій з цінними паперами, кошти від штрафів тощо. Наприклад, за 2014 р. згідно із річним звітом SEC загальний дохід (сюди входить комісійна плата за трансакції з цінними паперами, реєстрацію, тендери, поглинання) склав 1,906 млрд дол., тоді як бюджет регулятора на 2014 р. склав 1,551 млрд дол. І це не враховуючи штрафи (а для *SEC* і казначейства США – це дохід), що склали за 2014 р. 473 млн дол.; дебіторська заборгованість в 120 млн дол. США [153, с.45,47,48]. Схожий приклад можна навести і по Франції, де діє Відомство з фінансових ринків (*Autorité des marchés financiers, AMF*), яке також фінансується за рахунок учасників ринку. Тобто, така практика притаманна передовим економікам. З вищенаведеного можна зробити висновок, що такі регулятори по своїй прибутковості нічим не уступають успішним бізнес-компаніям, але саме головне, що вони не обтяжують бюджет країни та інколи виступають його донорами. І з точки зору автора, це є яскравим прикладом побудови ринкових інститутів в ринковій економіці, які показують свою ефективність.

Важливим фактором розвитку ринку цінних паперів є створення реальних механізмів захисту та відновлення порушених прав на фінансових ринках. 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.

З одного боку стримуючим фактором в зловживаннях буде виступати відповідальність за протиправну діяльність. Наприклад, в 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 [147,с.45], в Росії – штраф до 1млн рубл. та/або позбавлення волі до 6 років [154, стаття 185,6], в Україні – штраф у розмірі до 850 тис. грн. або 150% від одержаного прибутку в результаті такої діяльності (згідно 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 (згідно ч.1-2 ст. 232-1 ККУ від 05.04.2001 р. № 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». Це один із прикладів законодавчих прогалин та його недосконалості, але все це має неабиякий вплив на розвиток ринку цінних паперів певної країни.

А з іншого боку, довіру до фінансових ринків будуть підіймати наявні компенсаційні механізми на випадок, коли у правопорушника недостатньо коштів для відшкодування завданих збитків потерпілій сторонні. В такій ситуації регулятор ринку та його професійні учасники (посередники) повинні займати активну роль, а саме:

- створення спеціальних компенсаційних фондів коштів як внески фінансових посередників ринку відповідно до розміру клієнтських активів;
- створення спеціальних страхових продуктів для покриття ризиків, що стосуються саме надання фінансових послуг;
- встановлення спрощених та чітких процесуальних дій щодо встановлення факту вини фінансового посередника (наприклад, при технічному збої на біржі або брокера);

- встановлення чітких строків відшкодування втрачених коштів за рахунок компенсаційних фондів чи страхувальника;
- попередження ризиків банкрутства фінансових посередників і контрагентів ринку (встановлення належних вимог до капіталу і усунення дрібних учасників; створення системи он-лайн моніторингу фінансового стану професійних 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;
- збереження даних про правопорушників та їх правопорушень на даному ринку в державних базах даних з можливістю публічного доступу. А також, внесення їх в «чорні списки», які будуть унеможливлувати займати даними особами відповідні посади, очолювати фінансові компанії та надавати фінансові послуги.

Дещо позитивне можна взяти із американської практики. Наприклад, при *SEC* створено Фонд захисту інвесторів (*Investor Protection Fund*), який акумулює кошти, одержанні від штрафів за правопорушення на ринку цінних паперів. Ці кошти призначені в першу чергу для виплати компенсації фінансово потерпілим інвесторам, а також для виплат особам які сприяють розслідуванню (їх ще називають інформаторами, *whistleblowers*) та здійснюють розслідування (*SEC OIG's Employee Suggestion Program*). Наприклад, за 2014 звітний рік з цього фонду нараховано витрат для інформаторів в розмірі 25 млн дол. США та 47 тис. дол. США на зарплату/затрати осіб, що розслідували дані справи. Загальний розмір фонду на кінець 2014 р. становив 414,7 млн дол. [153, с.50].

В європейській практиці ці відносини частково урегулюванні за допомогою Директиви ЄС 97/9/ЄС «Про компенсаційні схеми інвестора» від 03.03.1997 р. Даним нормативно-правовим актом здійснюється грошова компенсація клієнту лише в результаті настання двох випадків:

- коли фінансовий посередник не може повернути кошти клієнту в результаті невиконання своїх обов'язків щодо надання інвестиційних послуг (відразу варто зазначити, що в даному випадку не йдеться про компенсацію інвестиційного ризику);

– коли фінансовий посередник не може повернути фінансовий інструмент клієнту.

Згідно ч.1ст. 4 вищезазначеної директиви компенсація здійснюється у розмірі не менше 20 тис. євро на одного інвестора. Варто зазначити, що формування компенсаційних фондів відбувається за рахунок фінансових посередників у розмірі, що становить 0,5% вартості активів компанії. Якщо їх недостатньо, то потрібно збільшити розмір компенсаційного фонду на суму, не більшу ніж 0,5% вартості активів [155].

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 доведено 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.

Ще одним фактором є інфраструктурне облаштування ринку цінних паперів. 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). Інфраструктура – комплекс галузей національної економіки, що забезпечує загальні умови функціонування економіки: дороги, зв'язок, транспорт, освіта тощо. В перекладі з латинського. термін «інфраструктура» розшифровується як *infra* – під, нижче та *structure* – будова, розміщення.

А. А. Мішарєв 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 [156, с.61]).

О. Мацкайлова визначає інфраструктуру ринку цінних паперів як складну систему, що саморганізується та включає сукупність організацій, які обслуговують господарюючих суб'єктів в процесі руху цінних паперів і комплекс технологій, через які забезпечуються функціонування даного ринку. Вона виділяє такі її елементами як: 1) облікова інфраструктура (реєстраційна, депозитарна); 2) торговельна інфраструктура (позабіржова, біржова, альтернативна); 3) розрахунково-клірингова інфраструктура (кліринг, система платежів); 4) регулятивна інфраструктура (державна, саморегулювання); 5) інформаційна інфраструктура (аналітична, консультаційна, рейтингова); 6) страхова інфраструктура; 7) інноваційна інфраструктура; 8) технічна інфраструктура [157, с.32].

К. Яценков вважає, що інфраструктура ринку цінних паперів як підсистема фінансової інфраструктури реалізує свої функції через банківську систему, організаційно оформлене посередництво на фондових і валютних біржах, позабіржове посередництво, інформаційні технології та засоби ділової комунікації, податкову систему, систему страхування комерційного, господарського ризику, страхові (недержавні, державні) компанії, спеціалізовані рекламні, інформаційні агентства, ЗМІ, консалтингові та аудиторські компанії, різноманітні громадські та державно-громадські об'єднання [158, с. 29].

А. Ю. Молодкін 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 ньому. 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). Даний рівень включає такі складові: регулююча, інформаційна, страхова, інноваційна, технічна. Основу інноваційної інфраструктури складають освітні установи: спеціалізовані навчальні заклади, корпоративні системи підготовки кадрів, науково-дослідні інститути; кадрові агентства, венчурні, інжинірингові та консалтингові компанії. Основними суб'єктами технічної інфраструктури є фірми – розробники програмного забезпечення, телекомунікаційні компанії, а також спеціалізовані організації з виробництва бланків цінних паперів і оргтехніки [159, с.29].

В. М. Жупаненко також розподіляє елементи інфраструктури ринку цінних паперів на зовнішні і внутрішні. Однак, внутрішні – він доповнює ще такими складовими як: інформаційна та регулятивна [160, с.31], а у А. Ю. Молодкіна ці компоненти відносяться до допоміжної ланки інфраструктури РЦП.

Схематично модель інфраструктури РЦП на національному рівні можна відобразити рис. 2.10.

З авторської точки зору, інфраструктура РЦП на національному рівні розглядається як дворівнева система, яка складається з:

- внутрішнього організаційного середовища (торгова, депозитарна, розрахункова складові та система ризик менеджменту);
- зовнішнього організаційного середовища (регуляторна, інформаційна, інноваційна, освітня).

Розвиток інфраструктури йде паралельно з розвитком самого ринку, з ростом обсягів на ньому. Головні задачі інфраструктури ринку цінних паперів, як зазначає В. М. Скрипниченко, зводяться до двох основних напрямків: 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. Створення чіткої організаційної структури ринку цінних паперів, коли кожна організація, що працює на ринку, добре і швидко виконує свої функції, дозволяє скорочувати ризики з проведення необхідних операцій з цінними паперами. Зниження вартості операцій досягається за рахунок: стандартизації операції та документів, концентрації операцій в спеціалізованих структурах, застосування нових технологій, зокрема інформаційних [161, с.41].

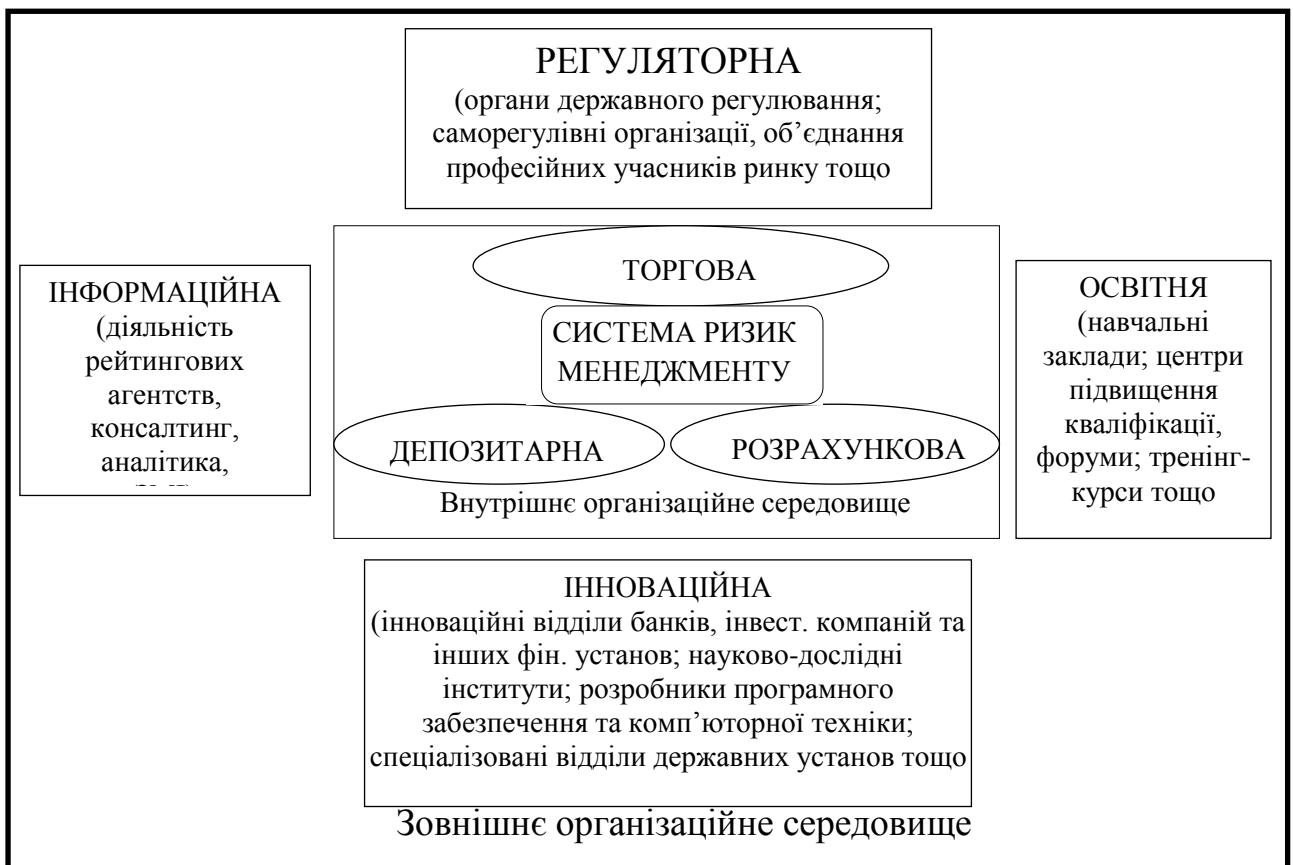


Рис. 2.10. Інфраструктура ринку цінних паперів на національному рівні

Джерело: розроблено автором

В системі організаційно-регуляторних факторів варто виокремити організаційну фрагментарність інфраструктури ринку цінних паперів. В даній роботі організаційною фрагментарністю інфраструктури ринку цінних паперів розуміється наявність великій кількості локальних центрів (наприклад, фондових бірж, депозитаріїв, розрахункових банків тощо), 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;
- незручність управління своїм інвестиційним портфелем;
- зниження ліквідності ринку і як наслідок підвищення його маніпулятивності.

Наприклад, П. Беннет і Л. Ві. дослідивши динаміку цін на акції 39 американських компаній з січня 2002 по березень 2003 року, прийшли до висновку, що підтверджується гіпотеза Х. Мендельсона і А. Мадхавана, згідно з якою фрагментарність зменшує ліквідність і підвищує мінливість цін [162, с.53];

- 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.

При зменшенні організаційної фрагментарності інфраструктури ринку, зростає його консолідація – об'єднання, інтеграція в єдине ціле за рахунок збільшення зв'язків. Важливо відрізнити первинну фрагментарність від вторинної, до якої розвинені фінансові ринки приходять вже після того, як необхідний рівень консолідації був досягнутий. Як зазначає С. З. Мошенський, проявами первинної фрагментарності на емерджентних 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. 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. Вторинна фрагментарність на розвинених ринках – явище принципово іншої природи. Незважаючи на зростання структурної фрагментарності,

інформаційні зв'язки між учасниками розвинених ринків все більше зростають. І хоча сьогодні регіональні ринки цінних паперів географічно і структурно більш фрагментовані, ніж в минулому, на практиці вони набагато більш інтегровані завдяки використанню інформаційних технологій. Це пов'язано з тим, що основою сучасної економіки є глобальна мережа фінансових потоків. Завдяки інформаційним технологіям і розвитку засобів зв'язку така економічна система діє в загальносвітовому масштабі як єдине ціле в режимі реального часу. Оскільки в цій системі все більше поширюються мережеві структури, важливим фактором досягнення успіху стає координація завдань учасників мережі [141, с.76].

Наприклад, в США сучасний етап становлення інфраструктури ринку цінних паперів почався в 1975 р. і було сформульовано п'ять принципів побудови ефективної структури такого ринку: економічна ефективність виконання заявок інвесторів; вільна і чесна конкуренція; прозорість цін; оптимальне виконання заявок; виконання заявок інвестора без участі дилера [163]. Оскільки в США важливе значення мають дрібні інвестори, тут реалізований найбільший ступінь державного регулювання системи консолідації інформації. Будь-яка операція, проведена будь-яким організатором торгів, передбачає обов'язкове розкриття інформації на основі стандартизованих показників.

Як зазначає А. Фріно¹⁷, ще у 1980-х і 90-х роках американські регулятори вважали, що учасники біржі (спеціалісти, дилери) використовують свою ринкову силу через встановлення занадто широких бід-аск спредів для одержання великих прибутків. Оскільки, широкі спреди – явище негативне для ринку (понижує ліквідність), то регулятор вирішив посилити конкуренцію між самими учасниками бірж (спеціалістами, дилерами). Стверджуючи, що негативні наслідки від фрагментації торгової інфраструктури будуть подавлені конкуренцією між дилерами (спеціалістами), і як наслідок, це призведе до пониження бід-аск спредів та вартості трансакцій. Заходи такої політики також включали посилення конкуренції між біржами та позабіржовим ринком (поява АТС, ринків «*dark pool*»

¹⁷ Алекс Фріно (Alex Frino) є головний виконавчий директор Capital Markets CRC Limited, а також професор фінансів в Університеті Сіднея

тощо). Однак така політика є хибною. На думку А. Фріно, конкуренція бірж і фрагментація ринку навряд чи понижують вартість трансакції, більш того, загрожує ліквідності. Він, на прикладі Австралійської фондової біржі, довів, що якщо ринок, який організований на централізованому зборі заявок від учасників переходить в фрагментований (поява декількох бірж, АТС тощо), то це призводить до пониження торгової активності і відповідно, розширюються бід-аск спреда і руйнується ліквідність. Навіть невелике розширення бід-аск спредів нівелює зменшення комісійних через збільшення вартості трансакції. Таким чином, фрагментація торгової інфраструктури призводить до збільшення загальної вартості трансакції і зменшення ліквідності ринку [164, с.24].

Міжнародна інтегрованість ринку цінних паперів характеризується мірою взаємодії та взаємозалежності між інфраструктурою і учасниками вітчизняного ринку цінних паперів 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;
- налагодженість взаємозв'язків національної депозитарної системи з депозитарними системами інших країн та міжнародними депозитарними системами (глобальними кастодіанами, міжнародними центральними депозитаріями);
- інтеграція вітчизняних фондових бірж в міжнародні торгові оператори ринку цінних паперів;
- 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 національного РЦП;
- доступність для пересічного вітчизняного інвестора іноземних ринків цінних паперів, можливість та надійність прямого володіння акціями іноземних компаній тощо;

Перевагами високої інтегрованості РЦП є розширення можливостей як вітчизняних інвесторів на зовнішніх ринках, так і нерезидентів. Крім того, за рахунок доступу до більш дешевого капіталу ширшого кола осіб відбувається прискорення розвитку реального сектору економіки. Доходи від операцій з іноземними фінансовими інструментами надходять в національну економіку.

Висновки до розділу 2

Другий розділ дисертаційного дослідження присвячений детальному аналізу глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів на основі систем факторів: фундаментальних, інформаційно-технологічних та організаційно-регуляторних. Показано вплив ІТ-середовища та організаційно-регулятивних аспектів на його розвиток. В результаті проведеного факторного аналізу розвитку ринків цінних паперів можна зробити такі висновки:

По-перше, глобалізація, як сучасний процес еволюції, призвела до трансформації світової фінансової системи в напрямку розширення такої складової як ринок цінних паперів. Капіталізація лише класичних цінних паперів (акції, облігації) перевищила світовий ВВП більше, ніж в 2 рази. Країни, які вчасно встигли побудувати ефективну фінансову систему, одержали максимальні вигоди від глобалізації (наприклад, такі найбільші в світі імпортери капіталу як: США – 35,5%, Великобританія – 14% тощо).

По-друге, основою розвитку ринку цінних паперів є довіра. Яка може ґрунтуватися на: розумінні основних принципів функціонування ринку цінних паперів; можливостей одержання більшого прибутку в порівнянні з іншими складовими фінансового ринку; надійності своїх інвестицій та гарантій реалізації своїх особистих немайнових та майнових прав, пов'язаних із операціями на ринку цінних паперів; усвідомлення, що цінні папери виникли саме внаслідок потреби інвесторів в такому активі, який би був подільним, мобільним і гнучким в просторі і

часі, а також приносить прибуток як за рахунок зростання відсотку/дивіденду, так і внаслідок приросту капіталу; усвідомлення, що ринок цінних паперів – це механізм, що забезпечує національні і міжнародні фінансові системи гнучкістю в операціях мобілізації та розподілу заощаджень, ризиків задля досягнення економічної рівноваги, стабільності тощо.

По-третє, система фундаментальних факторів розвитку ринку цінних паперів є базовими умовами його розвитку, що складається з: раціональних очікувань учасників ринку (економічна складова), соціальних норм, форми держави. Без наявності фундаментальних факторів ринок цінних паперів не може розвиватись, а й іноді утворитись. Наприклад, в таких країнах як Сомалі, Лівія, Ефіопія, Афганістан, Гватемала, Північна Корея тощо.

По-четверте, ринок цінних паперів – це інструмент, за допомогою якого його учасники можуть управляти своїми фінансовими ресурсами, це альтернатива банківському ринку, який тісно пов'язаний з ним, це механізм, який забезпечує державні фінанси гнучкістю, стабільністю, допомагає безболісно вийти з кризових явищ, реструктуризувати заборгованість або перепродати її. Ринок цінних паперів – не створює матеріальних благ, це обслуговуюча складова сучасної економічної системи, основним призначенням якої є мобілізація та перерозподіл фінансових ресурсів, прав власності на об'єкти матеріального світу, ризиків, трансформація вільних фінансових ресурсів в капітал, обслуговування товарообігу, макроекономічне регулювання, підтримання ліквідності, виконує індикативну та інформативну функції.

По-п'яте, важливою складовою системи фундаментальних факторів є фінансова політика держави, тобто, політика держави в сфері оподаткування, бюджету, грошей, кредиту, відсотка, валютно-фінансових відносин, інвестицій, діяльності інституційних інвесторів. Наявність зайвих обмежень у фінансовій сфері, наприклад таких як: валютні, руху капіталу, заборона купувати іноземні цінні папери і навпаки, високі податки, нелогічні рішення і закони тощо – все це призводить до створення обхідних схем. Прикладом яких можуть слугувати: депозитарні розписки, використання офшорних зон, вихід на іноземні ринки цінних паперів через

додаткових посередників (що збільшує вартість та ризику інвестора), використання альтернативних торгових систем, маскування своїх реальних операцій на фінансовому ринку тощо.

По-шосте, систему інформаційно-технологічних факторів можна умовно розділити на дві групи факторів: ті що сприяють розвитку (техніко-технологічні інновації в сфері ІКТ; діяльність рейтингових агентств; сучасні електронно-інформаційні системи регулюючих та контролюючих органів влади; насиченість ЗМІ фаховими програмами та новинами про ринок цінних паперів; кібербезпека; інформаційна складова ризик-менеджменту на ринку цінних паперів тощо) та ті що його гальмують (інформаційна асиметрія; інформаційна фрагментарність; технологічні ризику (комп'ютерні збої); тощо).

По-сьоме, ступінь інформатизації країни можна охарактеризувати за деякими параметрами розвитку ІТ та інноваційності економіки. До таких параметрів можна віднести: експорт/імпорт ІКТ товарів та послуг, кількість надійних Інтернет серверів, кількість патентних заявок, величина експорту високотехнологічної продукції, розмір витрат на НДДКР, кількість науково-технічних публікацій, кількість заявок на реєстрацію торгової марки, кількість користувачів високошвидкісного Інтернету тощо.

По-восьме, в умовах більш вільного та динамічного руху капіталу, лібералізації та дерегуляції, розвиток світового господарства і окремих країн став більш волатильним і вразливим, розширюючи межі системного ризику. Саме за рахунок ефективної організації елементів інфраструктури ринку, своєчасної нормативно-правової бази, сучасної моделі регулювання та соціальної організації суспільства – можна досягти в економіці гнучкості в мобілізації і розподілу капіталу.

По-дев'яте, система організаційно-регулятивних факторів розвитку ринків цінних паперів складається з: правового забезпечення; моделі регулювання ринку; інфраструктурного облаштування; міжнародної інтегрованості; механізмів відновлення порушених прав; організаційної фрагментарності інфраструктури.

По-десяте, фрагментація торгової інфраструктури призводить до збільшення загальної вартості трансакції і зменшення ліквідності ринку.

Таким чином, в другому розділі роботи проведено дослідження впливу на розвиток ринку цінних паперів трьох систем факторів: фундаментальних, інформаційно-технологічних та організаційно-регуляторних. Глобальні детермінанти розвитку ринку цінних паперів формуються в результаті комплексної дії вищезазначених трьох систем факторів на національному, міжнародному та глобальному рівнях.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора: [80, 204, 208, 216, 235, 246].

РОЗДІЛ 3

ЗБАЛАНСОВАНА МОДЕЛЬ СВІТОВОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1. Новітні виклики світового ринку цінних паперів

Глобалізація світової фінансової системи породжує нові виклики перед суспільством. Виникають глобальні суперечності і дисбаланси, асиметрії та загрози. Все це стає реальністю і потрібно відпрацьовувати механізми попередження та усунення негативних наслідків турбулентного розвитку глобальної фінансової сфери.

Можна погодитися з Б.А. Хейфіцом, що глобальними можна назвати дисбаланси між фінансовою та реальною економікою. Надмірне зростання різних видів фінансових активів є одним із серйозних ризиків сучасного економічного розвитку. Міжнародна організація комісій з цінних паперів (IOSCO) констатує факт поступового заміщення внутрішнього банківського кредитування ринком цінних паперів, особливо в США та Європі, де темпи фінансування за рахунок емісії корпоративних облігацій зростають швидше, ніж банківський кредит. Первинна та додаткова емісія акцій в глобальному розрізі в 2013 р. досягла 833 млрд дол. США, що є лише на 10% менше докризового рівня (до 2008 р.). Тоді як емісія корпоративних облігацій досягла свого максимуму в 3,6 трлн дол. США, з яких 2,2 трлн дол. припадає на нефінансові компанії. Індустрія по управлінню активами налічує активів на суму в 30 трлн дол. США в глобальному розрізі. Активи, що перебувають в управлінні хедж-фондів зросли з 825 млрд дол. США в 2003 р. до 2,2 трлн дол. США в першій половині 2014 р. [165, с.6]. На кінець 2016 р., світові банківські активи становили 99,2% світового ВВП¹⁸ (лише дані підзвітних БМР банків), тоді як цінні папери (акції та боргові цінні папери) – 212%. [99]. І це далеко не всі фінансові інструменти на ринку цінних паперів, що активно використовуються у сучасній практиці. Однак з вищенаведеного видно роль ринку

¹⁸ На кінець 2016р. світовий ВВП становив 75,3 трлн дол. США за даними МВФ.

цінних паперів у розвитку глобальної економіки. Тому побудова на національному рівні сучасної інфраструктури дасть змогу як іноземному, так і вітчизняному капіталу розвивати економіку та приєднатися до глобального ринку фінансового ресурсів.

Як зазначає В. К. Сенчагов, глобальні дисбаланси в широкому сенсі – це прояв діалектичних протиріч світового розвитку між цілями і задачами сучасного суспільства та інструментами і механізмами ринкової економіки. Він виділяє такі приклади економічних глобальних дисбалансів світового ринку цінних паперів як: критична економічна нерівність країн і регіонів світу; дисбаланс між реальною економікою, міжнародною торгівлею, рухом капіталу і надмірним зростанням фінансових трансакцій, що носять спекулятивний характер; дисбаланс між інвестуванням, накопиченням і зберіганням; дисбаланс обмеженості ресурсів при їх нерівномірному розміщенні та розподілі тощо. Глобальні дисбаланси носять якісний характер і далеко не завжди можуть бути кількісно виміряні. Їх вивчення необхідно для того, щоб краще зрозуміти суть процесів, що відбуваються, прогнозувати тенденції світового розвитку та можливі наслідки їх впливу. Ризики при слабкій системі управління можуть переростати в загрози економічної безпеки. В умовах зростаючої відкритості, взаємозалежності і взаємодії національних економік ризики набувають системного характеру [166, с. 446].

При цьому зазвичай категорій «глобальний дисбаланс» використовується в більш вузькому розумінні, характеризуючи лише одне з нерівноважних станів світової економіки, а саме – значні профіцити і дефіцити платіжних балансів країн. В цілому все розмаїття поглядів на незбалансованість платіжних балансів так чи інакше зводиться до відповіді на питання: які чинники є первинними – диспропорції за рахунком поточних операцій або за рахунком руху капіталу? Першу точку зору можна назвати «традиційною», другу – «альтернативною». Традиційна позиція була переважаючою до 2007 р., альтернативна – в теперішній час.

Традиційний погляд – глобальний дисбаланс впливає на рахунок поточних операцій і зумовлює високий експорт / імпорт товарів: низький або високий обмінний курс, розмір дефіциту державного бюджету, експорто- або імпорто-

орієнтоване бізнес-середовище, економічна поведінка приватних осіб, готових зберігати або, навпаки, отримувати позики для збільшення споживання. В США у 2000-х рр. зростання пропозиції долара зробило дешевим довгостроковий кредит і доступним для різних інституційних секторів американської економіки, а високий курс долара стимулював зростання імпорту США. Надлишок коштів в країнах-експортерах нафти не призводить до дисбалансів, оскільки період накопичення нафтових доходів у них закінчується, але занижені курси євро, єни, а головне юаня, зумовили високий профіцит платіжних балансів Німеччини, Японії і Китаю. Скорочення імпорту та збільшення американського експорту неминуче пов'язано із знеціненням долара і можливим повним падінням довіри до американської валюти, що може викликати непередбачувані економічні і політичні наслідки.

Альтернативна точка зору виражена в аналітичній доповіді Б. Бернарке з назвою «глобальний парадокс заощаджень». Спроба більше зберігати свої доходи призводить до зменшення обсягу заощаджень, бо сильно зростає пропозиція грошей, зменшується ставка депозитного відсотка, в зв'язку з чим загальний обсяг заощаджень скорочується. Глобальний «парадокс заощаджень» пов'язаний зі зміною рахунку капітальних операцій платіжного балансу. Надлишок заощаджень в країнах з профіцитом випереджає можливість внутрішнього інвестування і поміщається в долари, викликаючи в США збільшення споживання і інфляцію. На підтвердження виникнення дисбалансів через вимоги надійних активів М. Ель-Еріан наводить як приклад зростання цін на державні цінні папери в четвертому кварталі 2008 р. в США і в другому кварталі 2012 р. в Європі. Глобальні дисбаланси пов'язані не тільки з зовнішньоторговельною політикою, але і з політикою зберігання заощаджень в безризикових іноземних активах, значна частина подібних накопичень – це валютні резерви центральних банків країн, що розвиваються.

Корекція даної причини дисбалансів бачиться в управлінні потоками капіталу: по-перше, необхідно підвищити ефективність, прозорість і надійність національних фінансових систем і, по-друге, зміцнити міжнародне співробітництво та нагляд за ними. І в цілому створити таку валютну систему, яка дозволить країнам з торговим профіцитом – замінювати експорт внутрішнім попитом, країнам з дефіцитом -

збільшити національні заощадження, включаючи корекцію своєї бюджетної політики [167].

Як зазначає Н. Н. Маричева, термін «глобальні дисбаланси» має досить широке трактування і в ряді академічних джерел описується як надмірно роздутий в більшості розвинених країн, в порівнянні з реальною економікою, фінансовий сектор, а всередині фінансового сектора – перманентно зростаючі інвестиції в операції з похідними фінансовими інструментами. Світовий капітал, всупереч економічній логіці, перетікає з країн з дефіцитом капіталу в країни, в яких спостерігається його надлишок [168].

Основна причина глобальних дисбалансів полягає в стратегії інвестування країн, що розвиваються, які, будучи власниками надлишкових грошових ресурсів від продажу енергоносіїв і товарів широкого споживання, шукали безризикові способи вкладення активів. При цьому, в національних економіках можливості для надійного інвестування були відсутні, що призвело азійських інвесторів на ринок цінних паперів США. Інакше таку ситуацію називають «парадоксом заощадження» за авторством Б. Бернанке. Протягом своєї історії країни заходу були нетто-експортерами товарів і послуг, в даний момент ситуація драматично змінилася. Найбільш гостро дана проблема стоїть для США, які, починаючи з 1970-их років, існували в умовах перманентно наростаючого дефіциту платіжного балансу, зростання якого за останні двадцять років відбулося в більш ніж у 18 разів. Прямим наслідком негативного сальдо є збільшення держборгу США, стимульованого валютною оплатою імпортованих товарів.

В своєму дослідженні Н. Н. Маричева, виділяє такі підходи боротьби з глобальними дисбалансами в економіці: оптимістичний, стандартний та реалістичний. В рамках оптимістичного підходу розглядає три варіанти: «Кмітливого інвестора» (самоліквідація дисбалансів шляхом створення суверенних фондів у країнах-власниках американських цінних паперів); «темної матерії» (некоректний спосіб вимірювання зовнішньої торгівлі США, який призводить до викривлення в бік збільшення оцінки дефіциту торгового балансу); «нової економіки» (даний дисбаланс повинен покриватись за рахунок зростання темпів

продуктивності праці). Потім, «стандартний підхід», в рамках якого рішенням проблеми буде – ревальвація або введення вільного плавання юаня в поєднанні з деяким послабленням долара. «Реалістичний підхід» має на увазі корекцію проблем шляхом виправлення причинних аспектів, а саме зниження бюджетних витрат в США і поступову переорієнтацію заощаджень і виробництва на внутрішні ринки в Китаї [168, с.446].

Проблеми глобальних диспропорцій можна узагальнити так: країни з профіцитом платіжного балансу є сильно залежними від економічної політики країн з дефіцитом балансу; значний дефіцит рахунку поточних операцій платіжного балансу (збільшення країнового боргу і іноземного володіння національними активами) зазвичай закінчується різкою девальвацією національної валюти після спекулятивної атаки на валютному ринку; дисбаланси піддають глобальну економіку ризику зупинки інвестиційних потоків: кошти перестають надходити в реальну економіку країн, що розвиваються, але водночас, направляються в надійні активи розвинених країн.

Фінансову кризу 2007-2009 рр. можна пов'язати з глобальним дисбалансом. Країни-експортери і країни, що підтримують низький курс своєї валюти, отримали серйозні доходи в доларах США (частка доларових резервів на 2011 р. становила 62%) [167]. Трансформація або навіть деформація світової економіки і фінансових ринків призвели до того, що ніхто не хоче активно витратити свої кошти, особливо в Азії та Європі, тоді як інші країни страждають від гострого браку вільних грошових коштів. Загальні заощадження Китаю, Японії, Південної Кореї, Тайваню і двох міст-держав Гонконгу і Сінгапуру досягають 40% від їх сукупного ВВП. Це найвищий показник за останні 35 років. Великі дисбаланси можуть бути небезпечні для країн по обидва боки нульової позначки: країни з дефіцитом споживають більше, ніж вони виробляють, ризикуючи накопичити неймовірних розмірів борги, в той час як країни з позитивним сальдо можуть страждати від економічних відхилень, пов'язаних з політикою (включаючи валютні інтервенції і інші способи зниження споживання), яка стимулює чистий експорт, зазначає британський журнал *The Economist*. Зростаючі дисбаланси не означають автоматичного приходу нової кризи в

найближчому майбутньому. Але вони вказують на зростаючу вразливість глобальної економіки для будь-яких шоків – від різкого уповільнення Китаю до надмірно швидкого підвищення процентних ставок в Америці.

Інформаційна асиметрія, що притаманна глобальному ринку цінних паперів, розкривається в працях Нобелівських лауреатів 2001 р. Дж. Акерлофа, М. Спенса, Дж. Стігліца, які своїми працями продемонстрували такі негативні явища ринку як: теорія негативного відбору (Дж. Акерлоф), інформовані агенти ринку дорого продають свою інформацію необізнаним учасникам (М. Спенс), необізнані учасники ринку можуть одержати інформацію опосередковано, через використання фільтрів (Дж. Стігліц) [169, с.8].

Таким чином, виникають такі проблеми на фінансових ринках через асиметрію інформації: проблема несприятливого відбору (*adverse selection*); проблема ризику недобросовісності (*moral hazard*); проблема дорогої верифікації стану (*costly state verification*).

Однак інформаційна асиметрія породжує одне із найбільш руйнівних для ринку цінних паперів явище – фіктивного ціноутворення на активи. Невірною ціною на певні фінансові інструменти може триматися тривалий період часу, надаючи хибні сигнали необізнаним учасникам ринку.

Сучасний мінливий фінансовий світ практично кожен день породжує нові стартапи, інноваційні лабораторії, генерує потоки венчурних інвестицій, що спрямовані на розвиток нових технологій. Каталізаторами зародження фінансово-технологічних трендів є два основні чинники:

– події 2008 року показали суспільству, що традиційна модель спілкування між фінансовими інститутами і споживачами має величезну кількість вад, які і привели до глобальної фінансової кризи;

– зародження абсолютно нового покоління молоді, яке суспільство іменує «Мілленіалами» (Покоління – Y), що кинуло виклик класичній моделі обслуговування клієнтів з боку банків, страхових і керуючих компаній. Мілленіали вимагають мобільності, зручності, швидкості, нижчої вартості послуг і візуалізації інформації.

В результаті склалися ідеальні умови для початку нового етапу в історії фінансів. Фінансові інновації та технології нівелюють посередників і знижують витрати на фінансові послуги, створюють зручні та інтуїтивно зрозумілі мобільні додатки, які дозволяють не витратити час у чергах, візуалізують всі стадії фінансових відносин, індивідуалізуючи процес фінансових відносин, що дозволяє клієнтам відчувати себе в особистому кабінеті, як вдома, з масою індивідуальних налаштувань. Прикладами Фін-теху є: крауд-фандінг, крауд-інвестинг, *p2p* – технології, цифрові валюти, візуалізація, технологія «ланцюжка блоків» (*blockchain*). Фінтех галузь радикально перетворює взаємини бізнесу і фінансового сектора.

За даними доповіді Дж. Чаплина, у найближчі два роки лідером Фінтех-розробок стане Азія, а за нею Африка, Північна Америка, Латинська Америка і, нарешті, Європа. Відсутність інфраструктури в країнах, що розвиваються, звільняє місце для інновацій. Країни, що розвиваються здатні запропонувати нові рішення, що виходять за рамки стандартних бізнес-моделей». Таким чином, фінтех-компанії в країнах, що розвиваються, не тільки піклуються про зручність послуг, вони створюють нову інфраструктуру, в якій мільйони людей зможуть скористатися перевагами реальної економіки [170].

Комп'ютеризація та розвиток глобальної мережі Інтернет відкрив перед суспільством нові комунікативні можливості. Ці та інші зрушення призвели до глобальних перетворень, зокрема виникненню глобальних інституцій (рис. 3.1).

Таким чином, внаслідок розвитку засобів комунікацій, Інтернет-технологій та транспорту створюються умови для взаємодії між суб'єктами глобальної економіки, спрощується доступ до інформації (знань) та її (їх) обміну, відбувається універсалізація нормативного регулювання міжнародних відносин та формування глобальних координуючих та регулюючих центрів (інститутів) впливу.

Як зазначає Д. Г. Лук'яненко, всі національні економіки є перехідними з огляду на формування контурів майбутньої світогосподарської структури [83, с.4].

Під впливом розвитку та поширення загального глобалізаційного процесу, зокрема, окремих його напрямків, відбувається формування глобальних інститутів,

які на сьогодні здійснюють, в основному, координуючу роль між суб'єктами глобальної економіки, тим самим набуваючи досвіду в якості мегарегулятора. Можливо, в майбутньому компетенція глобальних інститутів значно розшириться, оскільки світове господарство все більше потребує урегульованості та контрольованості комплексних міжнародних відносин. Більш того, альтернативного сценарію поки що ніхто не запропонував.

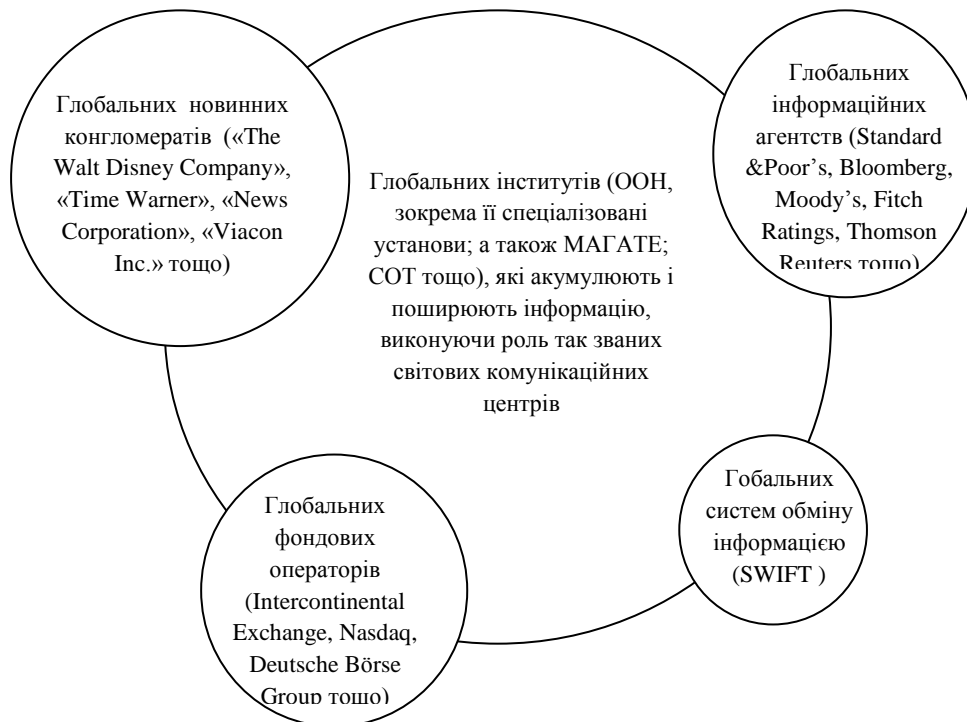


Рис.3.1. Формування систем глобальних інституцій

Джерело: розроблено автором

Дослідники фінансової глобалізації двояко характеризують даний процес. З одного боку, фінансова глобалізація сприяє інтеграції країн до світової фінансової системи, що може мати багато вигод, особливо для країн, які розвиваються, із сегментованими фінансовими ринками. Компанії із фінансово відсталих країн отримують доступ до зрілих фінансових ринків, які є ліквідними та пропонують довгострокове фінансування. Така інтеграція також допомагає країнам покращити власну фінансову систему. Як наслідок, вартість капіталу знижується та знімаються фінансові обмеження. З іншого боку, фінансова глобалізація крім своїх позитивних впливів спричинює й поглиблює асиметричність регіонального та структурно-функціонального розподілу глобального капіталу, стимулюючи його

надконцентрацію у невеликій групі постіндустріальних країн та створюючи своєрідний фінансовий полон відсталих країн, які через механізми зовнішнього фінансування та лібералізацію внутрішніх фінансових ринків опиняться перед загрозою втрати економічного та політичного суверенітету [171, с.11]. Збільшення вразливості відсталих економік (Мексиканська криза 1994-1995 рр., Східно-азійська 1997-1998 рр., Російська 1998 р., Бразильська 1998-1999 рр., сучасна глобальна фінансова криза 2008 р. тощо) в умовах глобалізації нашою багатьох економістів на висновок про те, що такі країни повинні лібералізувати свої фінансові системи поступово, а ті, що уже лібералізували – повинні задуматись над впровадженням певного виду контролю за капіталом. В. А. Поляченко стверджує, що світова економіка, насамперед, у розвинених країнах, протягом останніх десятиліть перетворилась з продуктивної на спекулятивну. Порушено фундаментальну пропорцію ринкової економіки: вартість грошей в обігу має відповідати вартості вироблених товарів та послуг. Замість традиційної формули товарно-грошового обміну «Г-Т-Г», маємо безтоварну формулу «Г-Г», що відбиває спекулятивну сутність новітньої фінансової системи та сучасного фондового ринку [172, с.364].

Як зазначає О. В. Плотніков, формування єдиних загальносвітових ринків у фінансовій сфері і поступова інтеграція глобальних ринків різних фінансових інструментів у єдиний світовий фінансовий ринок ставить на порядок денний питання про виникнення глобальних монополій як наслідок фінансової глобалізації [173, с.197]. Тобто, на світовій арені з'являються нові глобальні гравці (суб'єкти світової економіки), які суттєво впливають на процеси протікання як фінансової, так і загальної глобалізації. Д. Г. Лук'яненко стверджує, що такі глобальні гравці є локомотивом нерегульованої фінансової глобалізації з кон'юнктурою світового фінансового ринку, що перебуває під їх фактичним контролем. Сучасний період світогосподарського розвитку загалом і фінансової глобалізації зокрема, характеризується глобальним економічним прагматизмом на користь корпорацій і країн-світових лідерів [174, с.190].

У сучасних умовах становлення країни як такої та її «виграшна» інтеграція у світову спільноту значним чином залежить від розвитку її фінансової системи, а тим

більш, ефективної фінансової політики. Іншими словами, фінансова глобалізація, що в теперішніх умовах тісно межує з фінансовим глобалізмом, диктує вимоги для країн, задоволення яких і визначає подальший успіх держави. Але тут виникає дисбаланс, оскільки країни світу взагалі знаходяться на різних рівнях розвитку як їхньої економіки, так і свідомості. Наприклад, О. Г. Білорус зазначає, що специфіка процесів глобалізації в постіндустріальну епоху полягає у тому, що глобалізація вже відбулась, але не для всіх країн, одні країни її майже пройшли і знаходяться у постіндустріальній фазі, другі – її проходять, треті – знаходяться на етапі традиційної (консервативної) індустріалізації, а четверті – ще й не дійшли до неї [175, с.73]. Тому країни, що знаходяться на різних рівнях розвитку, по-різному розуміють вирішення питання щодо побудови ефективної фінансової системи, а вона є визначальною у розвитку та адаптації країни до світогосподарського простору.

Важливим на сьогодні постає питання інституціонального облаштування економічної, зокрема фінансової системи. Як зазначає Ю. М. Пахомов, від якості, повноти і системності сформованих інститутів успіх держави залежить вирішальним чином. Причому, потреба у цьому (інституціалізації) тим більша, чим більш демократичним є суспільство, адже, саме в умовах демократії сильніше проявляються фактори мінливості, асиметрії і невизначеності, які упорядковуються саме через інститути. Інституційна інфраструктура не лише забезпечує, але й оптимізує взаємодію ринку і держави. З одного боку, вона збагачує і диверсифікує її (державні) функції, а з другого – трансформує грубі регулятивні засоби в інструменти м'якої корекції і «тонкої настройки». Компонентам інституціональної ринкової інфраструктури властиві ознаки саморегулюючих механізмів, що й об'єднує їх з ринком. І що особливо важливо, повноцінне інституціональне облаштування економіки забезпечує формування повноцінних фінансових ринків і прискорює процеси капіталізації економічного середовища [175, с.283].

Глобальний капітал має тенденцію до переливу між розвинутими ринками, а слаборозвинені – відчують постійну нестачу в ньому. Як зазначає М. Обсфельд і А. Тейлор, в попередніх двох століттях до Великої Депресії, яка є переломним

моментом, на їх думку, капітал рухався вільніше від країн донорів до периферії, ніж це відбувається на сучасному етапі глобалізації ринків капіталу. На сьогодні країни донори інвестують відносно більшу частину свого капіталу одна в одну і відносно менше у периферійні країни, ніж це вони робили століття назад. Це, в свою чергу, ілюструє важливість в побудові ефективної національної фінансової системи для залучення капіталу від іноземних інвесторів, і недоліки у відсутності такої системи. На думку Обсфельда та Тейлора, століття назад багато із периферійних країн були частинами окремих імперій. Таким чином, не сформована фінансова система таких периферійних країн, які були під наглядом імперської влади, відіграла незначну роль, ніж фінансова система в сучасних умовах окремих незалежних держав. [176, с.377].

Як зазначає О. Л. Бакаєв, з трьох головних цілей макроекономічної політики: стабільність валютного курсу; внутрішня економічна стабільність; вільних рух капіталу – країна може досягти одночасно лише дві з них [85, с.202].

Саме фінансова система і фінансова політика країни слугує провідником фінансової глобалізації, а їх якість відкриває доступ до глобального капіталу. Дослідження сучасної економічної історії дає нам яскраві приклади щодо побудови ефективної фінансової системи такими країнам як: Нідерланди, Велика Британія, Франція, Німеччина, Японія, які стали фінансовими інноваторами з вигідними результатами для їхнього економічного розвитку. П. Л. Руссу та Р. Сілла проаналізували економічну історію становлення вищезазначених країн, які першими, починаючи з XVI століття, побудували те, що ми на сьогодні називаємо сучасна фінансова система, головні ознаки якої притаманні сучасній фінансовій системі, а саме: сильні державні фінанси, стабільні гроші, система банків на чолі з центральним банком, ринок боргових цінних паперів та ринок акцій. [176, с.373].

Констатуємо суперечливість фінансового глобалізму та неоднозначність його впливу на розвиток ринку цінних паперів, у роботі систематизовано ключові його виклики за характером впливу на ринок, що відображені на рис. 3.2. Все це призводить до непередбачуваності глобальної фінансової системи, високої

волатильності на фінансових ринках, асиметрії в розподілі глобального капіталу та його руху, і в кінцевому випадку до економічних криз.

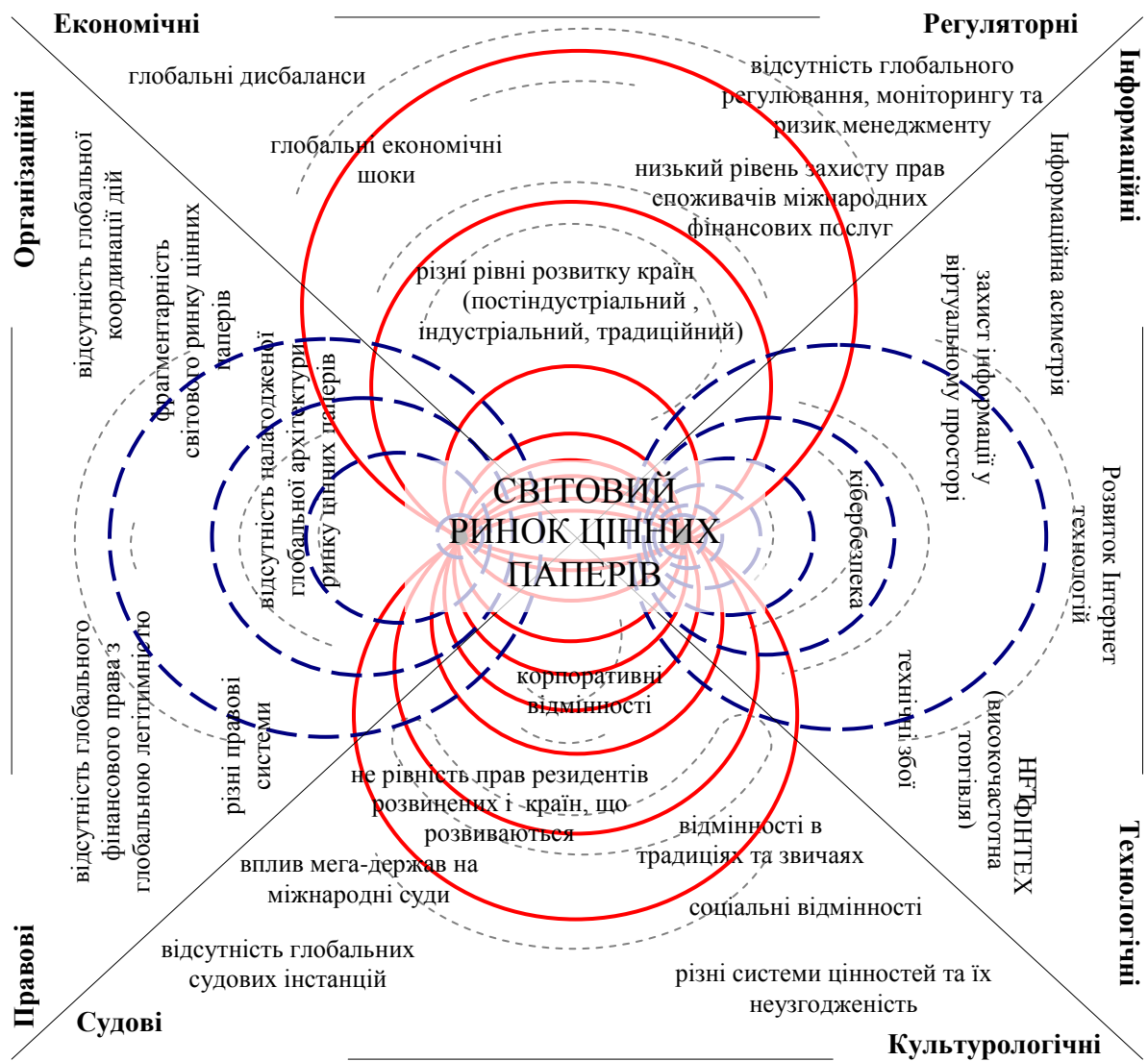


Рис. 3.2. Новітні виклики фінансового глобалізму у вимірах «концентричних кіл Аполлонія»

Джерело: розроблено автором з використанням праці Кравчук Н. Я. «Фінансові дисбаланси світової економіки в умовах асиметрії глобального розвитку» [177, с.15]

За даними McKinsey & Company, за рахунок використання фінансових технологій (далі – ФІНТЕХ) з'явилося 30 нових продуктів і послуг. Нові пропозиції пропонують широкий спектр фінансових послуг: розрахунки, грошові перекази, кредитування, роздрібна торгівля, управління капіталом, фінансове управління підприємствами малого і середнього бізнесу, корпоративне і інвестиційне

банківське обслуговування, а також страхування. Схематично вони відображені на рис. 3.3.

У зв'язку із розвитком ФІНТЕХ-у відбувається регулятивний зсув. На багатьох ринках регулятори відіграють більш активну роль у контролі за галуззю, часто заохочуючи його розвиток, наприклад, дотримуючись ізольованого програмного середовища або тесту та навчального підходу, який дозволяє компаніям-виробникам експериментувати, не впливаючи на всю фінансову систему.

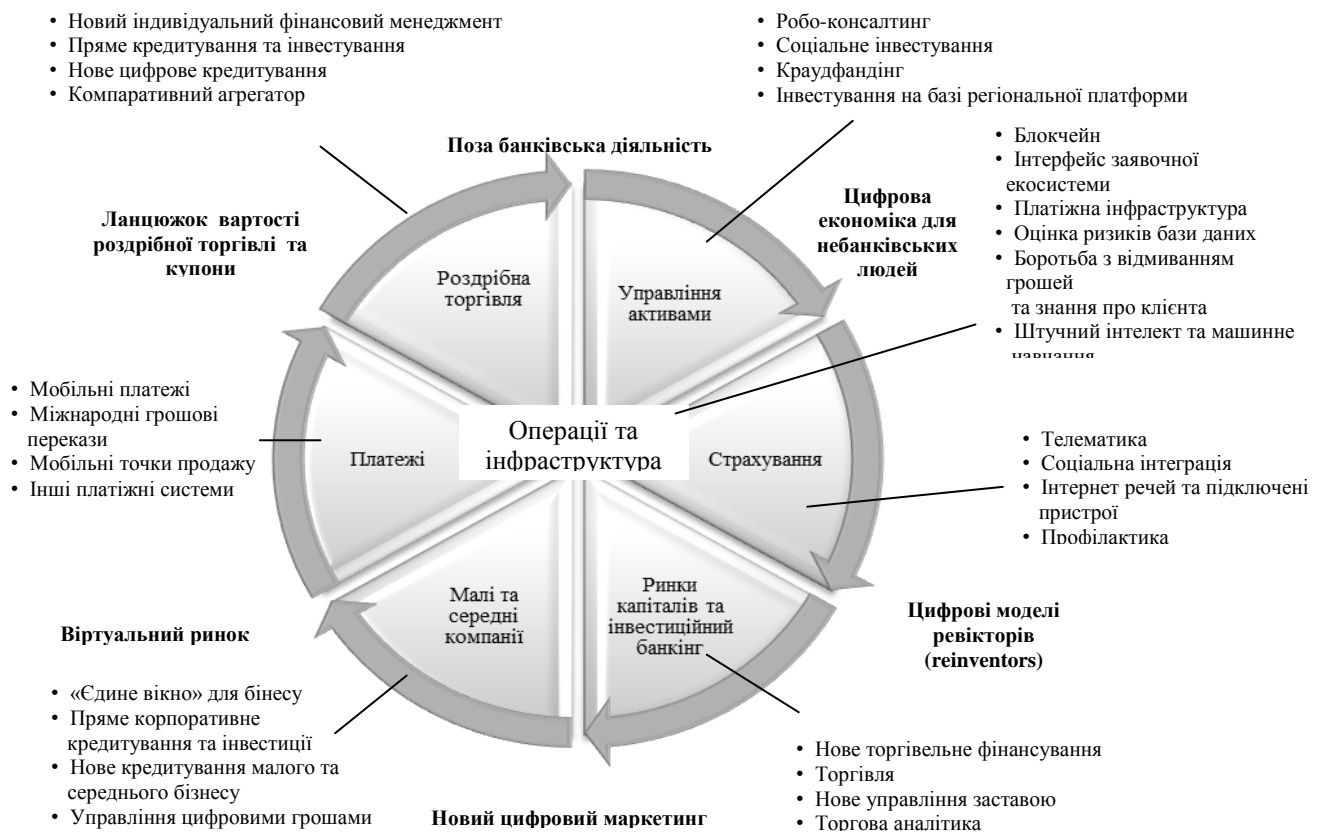


Рис.3.3. Сучасні напрямки розвитку ФІНТЕХ-у

Джерело: розроблено автором за даними [178]

Наприклад, у Сполученому Королівстві Відомство з регулювання фінансової поведінки (FCA) країни запустило проект Innovate, програму, яка керує новими технологіями через регулюючі процеси та швидку систему зворотного зв'язку. Регулятори також все частіше залучаються до виховання кластерів, які організовують великі освітні та громадські заходи на багатьох ринках. Тому, в Британії виникає проблема як затрати на регулювання впливатимуть на учасників

ринку, особливо на початковому етапі, оскільки регулятори все частіше формують еволюцію та зростання галузі ФІНТЕХ-у.

Всесвітній економічний форум і *Oliver Wyman* визначили шість інновацій, які Фінтех привніс в фінансову галузь: розширення доступу до фінансових послуг; зниження цін; поліпшення ризик-менеджменту; диверсифікація ризиків; об'єднання зусиль учасників ринку; посилення конкуренції. Автори звіту нарахували рівно стільки ж ризиків, які несе в собі Фінтех-бум: альтернативне кредитування; електронізація ринку; безпека даних; загроза несумлінності; надійність платежів; прогалини законодавства [180].

В результаті проведеного дослідження, всю сукупність неотеричних викликів автором запропоновано об'єднати в наступні групи за характером їхнього впливу на глобальний ринок цінних паперів, а саме:

- *організаційні* (виклики, що стосуються питань побудови глобальної архітектури ринку цінних паперів, вирішення проблем фрагментації глобального ринку та координації дій);

- *регуляторні* (виклики, пов'язані зі створенням глобальної системи регулювання та моніторингу даного ринку; попередження ризиків та їх усунення; захист прав споживачів міжнародних фінансових послуг; механізми відновлення їх порушених прав; забезпечення прозорості ринку в глобальному масштабі тощо);

- *технологічні* (виклики, пов'язані із сучасними фінансовими інноваціями та технологією торгівлі, технічними збоями як програмного забезпечення так і обладнання, кібербезпекою тощо);

- *інформаційні* (виклики, що виникають в результаті нерівномірного доступу до інформації (інформаційної асиметрії), питань захисту інформації у віртуальному просторі тощо);

- *економічні* (виклики, що характеризуються глобальними дисбалансами у економічних відносинах між країнами, глобальними економічними шоками, різним рівнем розвитку країн світу тощо);

- *культурологічні* (виклики, що включають конфлікти різних систем цінностей, їх неузгодженість та протиріччя);

– *правові* (виклики, пов'язанні зі зростаючою потребою глобальних учасників в глобальних нормах права, які були б легітимними та діючими);

– *судові* (виклики щодо ефективності захисту своїх прав та власності в глобальному розрізі; неможливість одержання об'єктивних судових рішень в умовах конфліктів між країнами та їх конкуренції; виникає необхідність в створенні глобальних судових інстанцій).

3.2. Система моніторингу та регулювання світового ринку цінних паперів

Стрімкий розвиток технологій комунікацій та транспортних зв'язків призвів до прискорення темпів глобалізації світогосподарських відносин, особливо у фінансовій сфері. Зростаюча швидкість змін породжує турбулентність на світових фінансових ринках, справитись з якою не під силу жодній окремій державі (якою економічно могутньою вона не була б, тобто США). Тому, перед людством та урядами, в першу чергу, постає питання про вироблення глобальних систем регулювання та моніторингу фінансових відносин з метою попередження ризиків, забезпечення транспарентності та захисту прав інвесторів в світовому фінансовому просторі.

Твердження Гоббса, що з плином часу індивіди розуміють необхідність обмеження своєї абсолютної свободи, яка по причині егоцентричної природи людини веде лише до виникнення постійних конфліктів та насильства, і прагнучи уникнути небезпеки війни, люди добровільно обмежують свої права на користь держави, укладаючи «громадський договір», завданням якого стає забезпеченням миру та безпеки своїх громадян [181] – є актуальним і для утворення глобальних регулюючих інститутів, а згодом і глобального уряду.

Розглядають різні варіанти організації глобального правління та їх перспективи, зокрема: ідея формування єдиного світового уряду, реформа ООН, гегемонія США, мережева організація глобального управління. На думку автора,

останній підхід є найбільш перспективним. Він полягає в тому, що глобальне управління, в основу якого буде покладено мережевий, а не ієрархічний принцип організації, виходить з поліцентричності світу і передбачає участь в управлінні не тільки держав і міждержавних утворень, а й інших учасників.

Вся проблема полягає в тому, що на сучасному етапі розвитку виникли глобальні гравці, для яких не існує всеохоплюючого глобального правового поля, але лише фрагментарні національні правові системи. Останні не спроможні забезпечити стабільну, прогнозовану та регламентовану діяльність глобальних гравців (міжнародних фірм). Таким чином виникає необхідність у створенні впливових глобальних регулятивних інститутів та систем моніторингу в цілому і в фінансовій сфері зокрема. До наднаціонального (глобального) регулювання фінансового ринку країни ще не перейшли, а національне регулювання уже втрачає свою актуальність. На сьогодні ще не сформована трьохрівнева модель інститутів глобального фінансового ринку. Умовно інститути глобального фінансового ринку можна відобразити на рис.3.4.

Зазначені інститути глобального рівня виступають в ролі консультативних дослідницьких центрів, аналітичних баз даних, їх рішення носять рекомендаційний характер і не мають прямого регулятивного впливу на національні та регіональні інститути влади та глобальних гравців. Всі ці три рівня існують паралельно, взаємозв'язок відбувається лише по лінії обміну інформацією і лише тією інформацією, яку передадуть національні регулятори (тобто, перевірити достовірність її неможливо). Така ситуація унеможливорює своєчасне виявлення та попередження ризиків глобальної фінансової системи та контролю за глобальними системоутворюючими міжнародними фірмами.

Турбулентний характер глобальної фінансової системи спонукає розвиток сучасних систем глобального моніторингу та регулювання. Мамрова І. Ю. виділяє трирівневу архітектуру глобальної координації, що включає:

– «Групу двадцяти» – на рівні глав держав і урядів, а також на рівні міністрів фінансів і глав центральних банків, яка встановлює основні пріоритети для глобального фінансового управління;

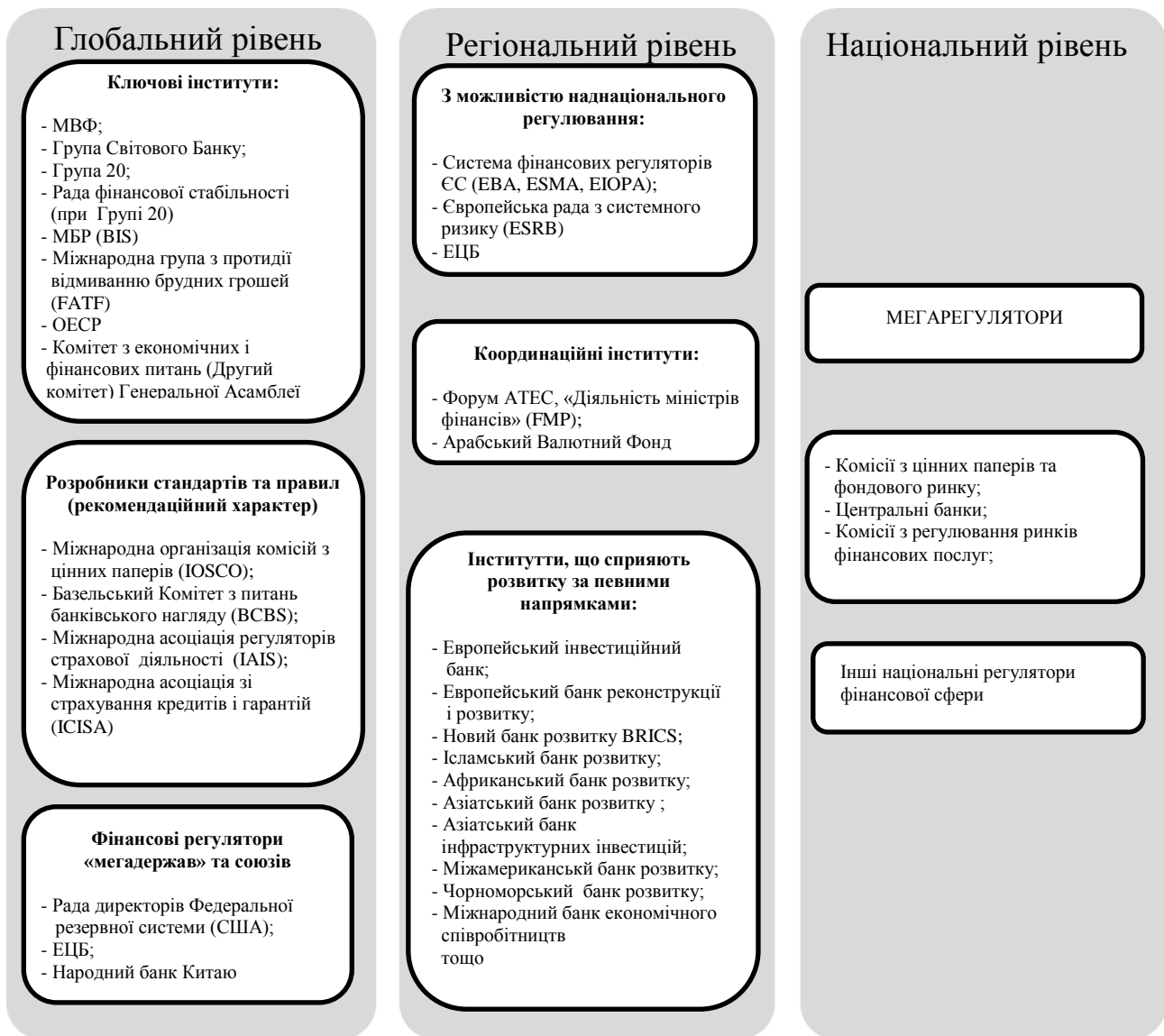


Рис. 3.4. Система інститутів світового фінансового ринку

Джерело: розроблено автором

– Раду з фінансової стабільності (РФС), що складається з представників міністерств фінансів / казначейств та центральних банків. РФС транслює пріоритети «двадцятки» і координує діяльність міжнародних організацій, що встановлюють стандарти, випускаючи доповіді і рекомендації;

– органи, що встановлюють стандарти (*SSBs*), включаючи Базельський комітет з банківського нагляду (БКБН), Міжнародну організацію комісій з цінних паперів (*IOSCO*) та Міжнародну асоціацію органів страхового нагляду (*IAIS*). Вони об'єднують національні фінансові регулятори з метою сприяння зближенню регулюючих норм і поліпшення співпраці по нагляду шляхом визначення стандартів

і методик, що забезпечують керівництво для однакових дій національних регуляторів.

На думку Мамрової І.Ю., глобальне фінансове регулювання знаходиться зараз на роздоріжжі: членам «Групи двадцяти» належить зробити вибір між відмовою від ефективної системи реформування фінансового регулювання (створення якої і було головним мотивом, що об'єднав їх в 2008 р.) або відмовою від частини суверенітету шляхом прийняття договору, який зробить загальним завдання вироблення частини процесів фінансового регулювання (через РФС і органи, які встановлюють стандарти, але в обов'язковій формі). Автор зазначає, що фінансове регулювання – один з ключових пріоритетів «Групи двадцяти» [182, с. 72-74].

В рамках ініційованих «Групою двадцяти» реформ регулювання, завдання, що раніше знаходилися виключно у компетенції конкуруючих національних регуляторів, були підняті на глобальний рівень. У міжнародних фінансових фірм, що стикаються з різними правилами в кожній країні, не було іншого вибору, крім як покладатися на своє «домашнє» регулювання всупереч нормам регулювання приймаючої їх юрисдикції. Звідси виникли ризики так званого «регуляторного арбітражу», з'явилися нерегульовані зони фінансової діяльності. В умовах суттєвої інтернаціоналізації фінансових операцій все це створювало небезпечні умови для поширення ризиків окремого ринку або окремих операцій для глобальної фінансової системи в цілому. Тому перші зусилля «двадцятки» були спрямовані на узгодження спільних регулюючих норм. Нові інституціональні процеси були в той час найкращими з можливих, враховуючи відсутність нормативної бази для міжнародного співробітництва в цій галузі [182, с. 73].

Однак на сьогодні рішення цих всіх міжнародних організацій носять рекомендаційний характер. Тому уряди і глобальні гравці до них відносяться не серйозно, оскільки немає жодних санкцій за порушення стандартів, що приймаються даними організаціями. Таким чином, з авторської точки зору, виникає питання про створення Інклюзивної моделі глобального моніторингу та регулювання ринку цінних паперів і поступовий перехід до наднаціонального рівня регулювання (рис.3.5). Оскільки ринок цінних паперів є частиною фінансового ринку і тісно

пов'язаний з банківським, валютним, ринком драгметалів, страховим, ринком управління капіталом, недержавного пенсійного забезпечення тощо, то доцільно створювати єдиний глобальний інститут розвитку світового фінансового ринку.



Рис. 3.5. Інклюзивна модель глобального регулювання фінансового ринку

Джерело: розроблено автором

На рис.3.5. відображено авторське узагальнене бачення інклюзивної моделі глобального регулювання фінансового ринку через створення Ради глобального фінансового ринку (далі – РГФР). У зв'язку з тим, що кожна країна має свої особливості в побудові національної регулятивної архітектури, тому наведені різні регулятори. Інклюзивний характер передбачає рівноправну участь представників країн-членів у прийнятті рішень РГФР, формування глобальної фінансової політики та її реалізація, розробка глобальної фінансової нормативно-правової бази, стандартів, механізмів захисту споживачів фінансових послуг та контроль, регулювання професійних учасників глобального фінансового ринку. Ієрархічність структури говорить про консолідацію повноважень та інформації про ринок задля вироблення найкращих практик регулювання та досягнення ключових задач розвитку глобальної фінансової сфери. Це дворівнева система глобального регулювання фінансово ринку, що включає мегарегулятор на національному рівні та РГФР – на наднаціональному.

Слід виділити дві основні складові даної моделі і відобразити склад їх учасників, зокрема вони представлені на рис. 3.6.

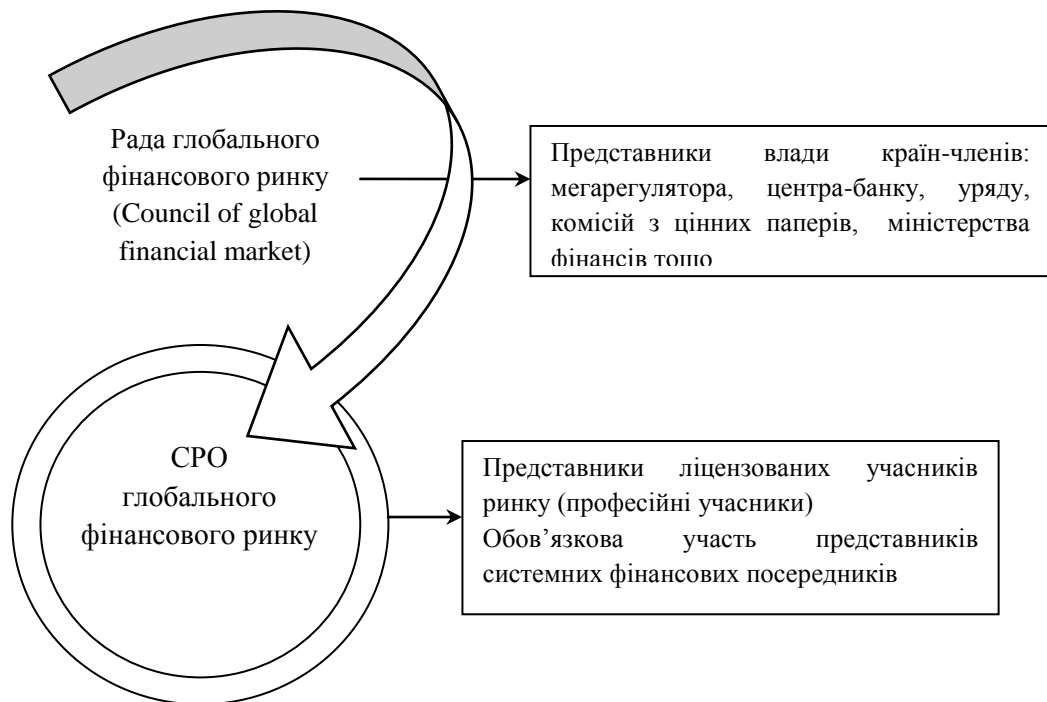


Рис. 3.6. Склад учасників ключових інститутів глобальної моделі регулювання

Джерело: розроблено автором

Автором пропонується в глобальній регулятивній системі представництво не лише органів національних урядів, а представників глобального фінансового ринку. Це дасть змогу поєднати ринковий та державний підходи в регулюванні глобальної фінансової системи.

Якщо розглядати світових піонерів в розвитку фінансового законодавства та систем регулювання, то варто розглянути практики країн ЄС та США в побудові їх фінансового ринку, решта країн світу дублюють їх.

Розглянемо сучасні регулятивні підходи на фінансовому ринку ЄС (наднаціональний рівень). З вересня 2009 р. регулятивна архітектура фінансового ринку ЄС суттєво змінилася, було утворено Систему фінансових регуляторів (ESFS), що складається із трьох Відомств:

- Європейського банківського відомства (*EBA*);
- Європейського відомства з цінних паперів та ринків (*ESMA*);

– Європейського відомства із страхування та пенсійного забезпечення (*EIOPA*).

Крім того, було створено Європейську Раду з питань системного ризику (*ESRB*). Європейські регулятивні Відомства (*ESAs*) та *ESRB* почали свою роботу з 1 січня 2011 р. і замінили колишні наглядові комітети¹⁹. Можна зробити висновки, що в ЄС відбувається консолідація регулятивних органів в фінансовій сфері. Центральним координуючим та регулюючим пан-європейським органом на ринку цінних паперів ЄС є Європейське відомство з цінних паперів та ринків (далі – *ESMA*, *European Securities and Markets Authority*). Крім вищезазначених регуляторів в складі Єврокомісії створено експертні групи по різних напрямках розвитку ринку ЄС, що розробляють та реалізують загальноєвропейську політику в сфері фінансових ринків.

Ключовими напрямками цієї фінансової політики ЄС є: кліринг та розрахунки; забезпечення/застава (*Collateral*); гармонізація законодавства в сфері цінних паперів; врегулювання питання вибору юрисдикції (Гаазька конвенція з цінних паперів від 13 грудня 2002 р.); врегулювання операцій з позабіржовими деривативами (Постанова ЄС №648/2012); діяльність Центральних депозитаріїв (*CSDs*).

Відповідно до звіту Експертної групи з інфраструктури ринку ЄС (*EGMI*), інфраструктура ринку цінних паперів розглядається як система, що складається з двох складових: торгова (представлена біржами та позабіржовим ринком) та пост-торгова (*post-trading*). Особлива увага приділяється саме пост-торговій інфраструктурі в якій виділяють такі складові: центральні контрагенти (*Central Counterparties (CCPs)*); центральні депозитарії (*CSDs*) та торгові репозитарії (*Trade Repositories (TRs)*) [183. с.7].

Як реакція на фінансову кризу 2008р. в результаті чого відбулося банкрутство банку *Lehman Brothers* та проблеми з *AIG* (американська страхова

¹⁹ До 2010р. існували три комітети по фінансовим послугам для мікро фінансового нагляду (нагляд за окремими фінансовими установами) на рівні ЄС і їх рішення носили лише рекомендаційний характер, зокрема: Комітет європейських банківських регуляторів (*CEBS*), Комітет з питань європейського страхування та пенсійного забезпечення (*CEIOPS*), Комітет європейських регуляторів з цінних паперів (*CESR*).

компанія), представники G20 в Пітсбурзі 2009р . прийняли рішення, що всі стандартизовані позабіржові деривати повинні торгуватися на біржі чи альтернативній електронній платформі, де здійснюється кліринг через центрального контрагента. Інформація про всі операції з позабіржовими деривативами повинна бути зареєстрована на серверах торгових репозитаріїв. І ці умови потрібно виконати не пізніше кінця 2012 р. [184, с.16]. Таким чином, з'явився новий інститут – торговий репозитарій. А з метою упорядкування позабіржового ринку деривативів було прийнято Єврокомісією Делеговану постанову «Про регулювання технічних стандартів з клірингових зобов'язань» [185].

З точки зору Єврокомісії, модель вертикальної інтеграції торгової та пост-торгової інфраструктури має свої переваги в плані координації та недоліки – в конкуренції. З метою посилення конкуренції в торговій інфраструктурі вводяться наступні 4 складові ринку [186]:

- регульовані ринки (фондові біржі);
- багатосторонні торгові системи (*MTFs, Multilateral Trading Facilities*);
- системні виконавці (*Systematic Internalisers*);
- центральні контрагенти (*CCPs, Central Counterparties*).

Варто також відмітити Директиву ЄС 97/9/ЄС «Про компенсаційні схеми інвестора» від 03.03.1997р., за рахунок якої зростає довіра до її ринку цінних паперів. Як уже зазначалось в підрозділі 2.3 даної роботи, згідно ч.1 ст.4 директиви здійснюється компенсація у розмірі не менше 20 тис. євро. на одного інвестора. Компенсація здійснюється не за інвестиційні ризики, а за неякісно (з правопорушенням) наданні фінансові послуги посередників даного ринку. Формування коштів фонду відбувається за рахунок фінансових посередників у розмірі, що становить 0,5% вартості активів компанії. Якщо їх недостатньо, то потрібно збільшити розмір компенсаційного фонду на суму не більшу ніж 0,5% вартості активів [187].

Аналізуючи сучасні регулятивні підходи ЄС, можна побачити посилення інтеграційних процесів з метою забезпечення стабільного фінансового ринку.

Розглянемо сучасні регулятивні підходи ринку цінних паперів США. Згідно Закону Додда-Франка «Про реформування Уолл-Стріт та захисту споживачів» від 21.07.2010 р. – одним із основних напрямків є консолідація регулятивних органів в фінансовій сфері, посилення захисту прав споживачів фінансових послуг, встановлення нових вимог до торгівлі позабіржовими деривативами (торгівля ними переводиться на біржі або через клірингові організації), введення спеціального режиму ліквідації системних фінансових компаній (*Orderly Liquidation*) та виявлення і управління ризиками фінансової системи (для цього створено новий орган – Рада з нагляду за фінансовою стабільністю (*Financial Stability Oversight Council, FSOC*), їй відведено центральне місце в новій системі фінансового регулювання). *FSOC* – визначає, які фінансові організації в країні є системоутворюючими. Крім державного регулювання РЦП, є СРО (це фондові біржі, *FINRA*, клірингові організації, повний список в додатку 3).

Імплементоване в Закон Додда-Франка Правило Волкера²² (*The Volcker Rule*) обмежує участь банків США в операціях купівлі-продажу цінних паперів на власні кошти, але які призначені для покриття зобов'язань перед його клієнтами. Тобто, дане Правило – відокремлює інвестиційно-банківські послуги, приватний капітал, власні хедж-фонди фінансових установ від споживчого кредитування. Зокрема, правило Волкера забороняє банкам, які використовують гарантії уряду, інвестувати кошти вкладників в хедж-фонди і фонди прямих інвестицій в обсязі, що перевищує 3% від їх капіталу першого рівня, а також володіти більш ніж 3% капіталу таких фондів. Правило Волкера ґрунтується на припущенні про те, що великі угоди банків, пов'язані з використанням власних коштів для купівлі-продажу цінних паперів, мають сильний вплив на стан всього банку в цілому і можуть призвести до загрози збереження вкладів роздрібних і корпоративних клієнтів банку. Як зазначає М. Бернштам²³, Пол Волкер запропонував дуже просте правило: банки можуть займатися ризикованими фінансовими операціями тільки і виключно на замовлення своїх клієнтів. Тоді клієнти самі і ризикують. А якщо банк буде ризикувати грошима

²² Пол Волкер, колишній глава Федеральної Резервної Системи, був призначений головою ради з питань економічного відновлення США в 2009 році Бараком Обамою. Рада була створена як реакція на фінансову кризу в 2007-2008 роках.

²³ Науковий співробітник Гуверівського центру Стенфордського університету в США

вкладників в своїх інтересах, заради власного прибутку, то і виникає ситуація, коли вигоди виявляються приватними, а втрати – лягають на платника податків та на всю фінансову систему [188].

З метою забезпечення інвестора найкращою ціною на акції була створена Національна ринкова система (*National Market System, NMS*) [189]. Тобто, регулятори створили повністю об'єднаний в інформаційному плані національний ринок акцій, щоб подолати його фрагментарність і забезпечити єдині котировки ціни на одні й ті ж самі акції в межах країни.

Для боротьби з технічними збоями (наприклад, «Миттєвого обвалу» (*Flash Crash*) 6 травня 2010р.) відбулося впровадження нового елементу онлайн-моніторингу і контролю за торговою активністю *MIDAS (Market Information Data Analytics System)* в січні 2013р. Ця система в режимі реального часу (із швидкістю до 1 мікросекунди, 10^{-6} с.) відображає інформацію про: виставлені/зміненні/відмінені/виконанні торгові заявки та котировки за акціями, їх цінові діапазони, об'єми, ІД кожної заявки – з торгових платформ 13 національних фондових бірж одночасно. Кожний день система збирає приблизно 1 млрд записів (максимально до 100 млрд записів за один раз) про торгову активність [190], що дає змогу як учасникам ринку, так і регулятору аналізувати природу руху ціни, її волатильності. А також для регулятора ідентифікувати власника заявки. Це все полегшує роботу при виявленні маніпулювання цінами та іншої протиправної діяльності на ринку.

Для компенсації незаконно втрачених коштів інвесторів на ринку цінних паперів США створено:

– Корпорацію по захисту інвесторів в цінні папери (*Securities Investor Protection Corporation, SIPC – 1970 р.*). Це федеральна організація без мети одержання прибутку, підзвітна і підконтрольна *SEC*, не є СРО, фінансується за рахунок внесків членів даної корпорації. Вона виконує дві ключові функції в разі банкрутства чи інших фінансових проблем свого клієнта (брокера/дилера, що є

членом корпорації²⁶): забезпечує і організовує повернення грошей і цінних паперів від клієнта до інвестора; якщо у клієнта недостатньо коштів чи цінних паперів, що належать інвестору, то SIPC надає страхове покриття в розмірі – 500 тис. дол. по вимогам у цінних паперах, і 250 тис. дол. грошових вимог інвестора. Також, сюди відносять випадки, коли цінні папери інвестора були втрачені, незаконно надані як забезпечення, присвоєні, вкрадені. Фонд формується за рахунок внесків брокерів/дилерів, розмір яких становить – 0,0025 від їх чистого операційного доходу (згідно із Рішенням Ради директорів SIPC від 17.09.2015р.). Цільовий орієнтир для розміру фонду складає – 2,5млрд дол. Крім того, Фонд має право купувати урядові цінні папери і одержані відсотки по ним направляти в даний фонд, тим самим збільшуючи його. Також, в разі недостатності коштів Фонду, він має право на кредитну лінію від Міністерства фінансів в розмірі 2,5 млрд дол. [191];

– Фонд захисту інвесторів (Investor Protection Fund – створений в 2010 р.) Фонд використовується для фінансування діяльності Відділу інспекції (*OIG, Office of Inspector General*) SEC та для нагороди так званих «інформаторів»²⁷. Кошти Фонду формуються за рахунок відрахувань від штрафів, що одержує SEC; до Фонду направляються кошти, які не були поверненні ошуканим інвесторам, якщо розмір фонду не перевищує 300 млн дол., в іншому випадку до Загального фонду Міністерства Фінансів США; також фонд може одержувати кошти з бюджету країни. SEC може розміщувати кошти Фонду в урядові цінні папери і одержувати відсотки по ним

З аналізу сучасних регулятивних підходів найбільш розвинених фінансових систем світу, зокрема: країн ЄС (наднаціональний рівень) та США – можна побачити їх схожість. Решта країн світу так чи інакше копіює досягнення фінансових систем США і ЄС, створюючи умови для конвергенції національних фінансових систем. Таким чином, можна виділити загальну тенденцію в розвитку передових фінансових систем, що представлена на рис.3.7.

²⁶ А згідно вищезазначеного Закону (SIPA, Securities Investor Protection Act), кожний брокер/дилер повинен бути членом SIPC

²⁷ «Інформатори» (whistleblowers) – особи, що надали важливу і корисну інформацію Відділу інспекції SEC про певні правопорушення на ринку цінних паперів. Іншими словами, їх ще називають – «донощиками»

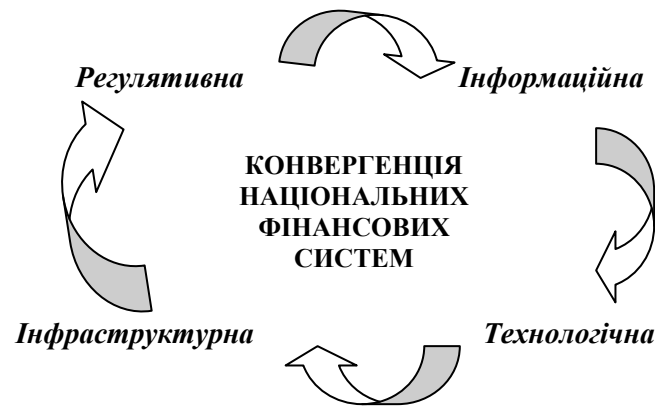


Рис.3.7. Провідна тенденція сучасних фінансових систем

Джерело: розроблено автором

Враховуючи успішну світову практику щодо побудови регулятивної інфраструктури фінансового ринку, автором пропонується створення мегарегулятора на фінансовому ринку України для подальшої його інтеграції у глобальну фінансову систему. Створення мегарегулятора є вимогою сучасного етапу розвитку фінансового ринку України. Така модель регулювання ринку цінних паперів вже існує в ряді країн (Німеччина, Франція, Австрія, Бельгія, Південна Корея, Сінгапур, Японія, Росія, Польща тощо).

Основними чинниками, які підштовхують до створення мегарегулятора, на думку автора, є:

- універсалізація фінансових інститутів (наприклад, банк який має ліцензії на всі види діяльності на фінансовому ринку України, але підзвітний трьом регуляторам);
- відсутність у відповідних державних органів влади повної картини про діяльність певної фінансової установи;
- уніфікація стандартів та вимог щодо звітності підзвітних суб'єктів підприємницької діяльності;
- зменшення державних витрат;
- посилення державного регулювання та попередження ризиків;
- підвищення зручності у взаємодії з регулятором учасників фінансового ринку;
- зменшення «бюрократичних бар'єрів» для бізнесу;

- встановлення «он-лайн» контролю для системно важливих гравців ринку;
- посилення захисту прав інвестора;
- підвищення відповідальності регулятора перед учасниками ринку;
- покращення гнучкості державної фінансової політики;
- інтеграція у світовий фінансовий простір тощо.

На українському фінансовому ринку діють три регулятори: Національний банк України; Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку; Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг (далі – Нацкомфінпослуг). В табл. 3.1 наведено учасників ринку, що підзвітні даним регуляторам.

З табл. 3.1. видно, що деякі учасники ринку здійснюють свою діяльність відразу на всіх секторах фінансового ринку (наприклад, банки) є підзвітними відразу всім регуляторам. А це підвищує адміністративні витрати бізнесу і держави, час потрачений на оформлення, перевірку та здачу звітів, бюрократичні витрати тощо. Все це можна спростити і оптимізувати в межах одного регулятора з впровадженням сучасних технологій збору та обробки даних.

Таблиця 3.1

Розподіл учасників ринку за підзвітністю регулятора на фінансовому ринку України

НБУ	НКЦПФР	Нацкомфінпослуг
<ul style="list-style-type: none"> – банки; – Розрахунковий центр – клірингові установи (в частині грошових розрахунків) 	<ul style="list-style-type: none"> – торговці цінними паперами (брокери, дилери, андерайтери, компанії з управління цінними паперами); – компанії з управління активами інституційних інвесторів; – депозитарні установи; – фондові біржі; – клірингові установи 	<ul style="list-style-type: none"> – фінансові компанії; – довірчі товариства; – кредитні спілки; – ломбарди; – недержавні пенсійні фонди; – страхові компанії; – лізингові компанії; – інвестиційні фонди; – інвестиційні компанії

Джерело: розроблено автором за даними українського законодавства в фінансовій сфері

Згідно п.4 ст.16 ЗУ «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 № 3480-IV, членство професійних учасників ринку цінних паперів щонайменше в одному об'єднанні професійних учасників ринку цінних паперів та/або

саморегульованій організації – обов’язкове. В Україні на даний момент діє три СРО: Асоціація «Українські фондові торговці» (АУФТ); Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів (ПАРД); Українська Асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ).

Наприклад, універсальній фінансовій компанії, такій як банк, з усіма видами ліцензій на фінансовому ринку України, потрібно бути учасником і платити членські внески у всі такі організації. Більш того, відповідати правилам та статуту кожної із них. Таким чином, виникає пропозиція автора, залишити лише одну СРО, що буде універсальною і об’єднувати всіх професійних учасників фінансового ринку незалежно від виду їх діяльності. Надати їй повноваження, такі, як наприклад, в США має СРО «Відомство з регулювання фінансової індустрії» (*FINRA, Financial Industry Regulatory Authority*).

На думку автора, створювати мегарегулятор на фінансовому ринку України варто на базі НБУ, головними аргументами такої ідеї є:

- НБУ – найвпливовіший регулятор на фінансовому ринку України;
- на сучасному етапі розвитку, фінансова система України – банкоцентрична (тобто, ключову роль відіграють банки);
- НБУ реалізує одну із головніших складових фінансової політики – монетарну політику, що має суттєвий вплив на весь фінансовий ринок. І така політика повинна формуватися на підставі комплексних даних, а не лише по банківській діяльності;
- фінансова могутність регулятора та ефективність (власний капітал складає 168,9 млн грн. [192], в 2017р. НБУ перерахує 45млрд грн. до державного бюджету [193, стаття 15]. Тоді як на діяльність НКЦПФР в 2016р. держава потратила – 53,414 млн грн [119, с. 117], на діяльність Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг в 2017р. – 9,8 млн грн. [194])
- незалежність регулятора як від негативного впливу інших органів влади, так і крупних гравців ринку тощо.

Крім того, банкоцентричність фінансової системи можна побачити в табл. 3.2, де наведено вибірково, але важливі параметри фінансового ринку країни.

Таблиця 3.2

Вибіркові параметри фінансового ринку України

Показник	2016	2015	2014	2013	2012	Джерело
ВВП України за рік у фактичних цінах , млрд грн	2383,18	1988,54	1586,92	1465,2	1404,67	Держкомстат
Обсяг біржової торгівлі акціями, у % до ВВП	0,09	0,26	1,54	3,07	1,53	Звіт НКЦПФР 2016 р.
Обсяг торгів корпоративними облігаціями, % до ВВП	2,33	2,70	4,41	6,75	8,89	Звіт НКЦПФР 2016 р.
Обсяг торгівлі деривативами, % до ВВП	0,10	0,30	0,60	1,23	1,77	Звіт НКЦПФР 2016 р.
Кредити надані банками, % до ВВП	42,37	35,90	55,05	54,55	49,43	Дані НБУ

Джерело: створено автором

Дані по ринку акцій взяті лише з біржової торгівлі, оскільки обсяги біржової торгівлі акціями відображають наближену до реальності картину даного ринку. У 2016 р. частка позабіржового ринку акцій склала 99,6% (480,38 млрд грн.). Однак торгівля, що відбувається на позабіржовому ринку, не відображає реального ціноутворення на активи і справжню мету купівлі/продажу фінансових інструментів. Крім того, коло учасників позабіржового ринку, як правило, обмежене і заздалегідь визначене. Тому, таку діяльність важко віднести до ринкової.

Критики ідеї створення мегарегулятора в Україні апелюють до таких тверджень: фінансова система ще не готова до таких змін; відбудеться узурпація влади президентом, КМУ чи ВРУ; такі зміни призведуть до хаосу на фінансовому ринку; краще залишити все як є; це політичне рішення, а не економічне; багатофункціональність мегарегулятора послабить його позиції в кожній конкретній сфері регулювання; різний ступінь підготовки нормативної бази цих ринків; зменшення значущості більш дрібних сегментів фінансового ринку тощо.

Л. Кривенко, О. Ісаєва в своїй статті наводять такі аргументи проти мегарегулятора: мінімізація ефекту економії масштабу (внаслідок бюрократизації даного органу); зростання моральної небезпеки; розпорошення об'єктів регулювання; обмеженість синергії (через різні підходи регулювання різних фінансових установ) [196, с.33].

На думку автора, створення мегарегулятора передбачає зміну організаційної структури НБУ. На сьогодні вона має вигляд представлений в Додатку Ж. Нова організаційна структура НБУ як мегарегулятора повинна максимально відповідати структурі вітчизняного фінансового ринку.

Найвищим органом управління в НБУ є Рада НБУ. Згідно ст.10 ЗУ «Про НБУ» [197], склад цієї Ради формує Верховна Рада України (призначає чотирьох членів) та Президент України (також, призначає чотирьох членів). Крім того, президент подає на затвердження ВРУ кандидатуру Голови НБУ, яка також входить до складу Ради НБУ. Таким чином, для критиків, що стверджують про узурпацію влади при створенні мегарегулятора, варто сказати – вона вже узурпована. Оскільки, згідно із вищезазначеною статтею президент може назначати 5 із 9 членів Ради НБУ. Якщо брати приклад США, то там всі 7 членів Ради правління Федеральною резервною системою взагалі назначає сам президент за підтвердженням сенату [199]. Однак, нам не потрібно сліпо копіювати іноземну практику, а створювати ефективно діючу фінансову систему і модель її регуляції. Виникає питання, а чому лише президент і ВРУ назначає членів ради НБУ, чому в цих призначеннях не приймають участь професійні учасники фінансового ринку України (тобто, банки, брокери, страхові компанії, системно важливі фінансові компанії тощо)?! Це говорить про те, що держава не довіряє учасникам ринку, ліцензування яких сама і здійснює. Як наслідок, регулятор не розуміє що потребує ринок, а його гравці вимушені формувати свої квазідержавні представницькі органи (громадські організації, СРО, асоціації, об'єднання тощо) для захисту своїх інтересів від самої держави. Досліджуючи організаційні структури центральних банків іноземних країн, можна помітити, що такі недоліки притаманні всім.

Важливим при формуванні мегарегулятора є створення прозорої, зрозумілої, ефективно організації структури. Потрібно чітко визначити, хто формує, реалізує і несе відповідальність за «порядок денний». Мається на увазі існування в структурі «половинчастих» органів управління. Наприклад, Рада НБУ формує монетарну політику держави, а правління НБУ реалізує її. І що саме цікаво, Голова НБУ несе відповідальність перед Президентом та ВРУ, а не перед Радою НБУ [197].

Тому, з авторської точки зору, таку практику потрібно завершувати. Автором пропонується скасувати Раду НБУ, а всю відповідальність перекласти на голову та членів правління мегарегулятора (що пропонується створити в майбутньому). Порядок обрання яких також потрібно змінити. Членами правління у авторській організаційній моделі НБУ (Додаток Ж 1) є директори відповідних департаментів фінансового ринку, які разом з головою і будуть формувати, реалізовувати та нести відповідальність перед народом, учасниками ринку, ВРУ, президентом тощо.

В роботі запропонована авторська організаційна модель мегарегулятора на фінансовому ринку України, що побудована з урахування моделей іноземних мегарегуляторів та особливостей вітчизняного фінансового ринку (Додатку Ж 1). Організаційна структура вітчизняного мегарегулятора, на думку автора, повинна будуватись за ключовими секторами фінансового ринку. Кожному із яких буде приділена достатня увага, оскільки ними будуть займатись окремі департаменти, що дасть змогу залучити висококласних спеціалістів та сконцентруватися на однорідній групі проблем. Однак, всі ці департаменти повинні бути об'єднанні між собою інформаційно та організаційно, працювати під «одним дахом», взаємодіяти в режимі реального часу, акумулювати данні ринку в однаковому форматі та за одними уніфікованими стандартами. Вся інформація фінансового ринку повинна стікатись в Департамент інформації, який буде її обробляти, аналізувати та тісно співпрацювати з головою та членам правління мегарегулятора. Юридичним відділам департаментів надаються повноваження з розслідування правопорушень на відповідному сегменті фінансового ринку. Тобто, в результаті моніторингу, нагляду за підзвітними учасниками, дані відділи відразу можуть збирати докази протиправних дій з подальшим накладенням санкцій або передачі доказів у відповідні органи влади. Така опція потребує відповідно підготовлених кадрів, юристів в сфері фінансових ринків із економічними бекграундом. А роль юридичних відділів відповідних департаментів потрібно посилювати з метою боротьби з правопорушниками, захисту прав інвесторів та підвищення прозорості ринку.

В представленій автором моделі мегарегулятора, на базі НБУ створюється такий колегіальний орган як: Національна фінансова рада (далі – НФР, назва

придумана автором, її можна змінити) (Додатку Ж 1). Його призначення – це координація діяльності фінансового ринку з іншими органами влади. Оскільки тема засідань даного органу – фінансовий ринок України та фінансова політика, то доцільно його створити на базі мегарегулятора. Його робота повинна проводитись у формі колегіальних засідань, в результаті яких приймаються відповідні рішення, що визначають напрямки діяльності регулятора в рамках загальнодержавної політики. НФР не втручається в діяльність мегарегулятора. НФР буде координаційним центром, для «зв'язки часів» з усіма іншими структурами держави та ринку. Звісно, склад учасників НФР можна змінювати та доповнювати, оскільки автором підібрані найбільш значущі та компетентні в сфері регулювання фінансових ринків.

Автором пропонується змінити порядок вибору голови та членів НБУ, надати можливість професійним учасникам фінансового ринку обирати голів департаментів, а саме: Департаменту банківської діяльності; Департаменту ринку цінних паперів; Департаменту депозитарно-клірингової діяльності; Департаменту страхового ринку; Департаменту недержавних пенсійних фондів. Призначення голови НБУ залишити таким як є, тобто, за поданням Президента України Верховній Раді України. Надати повноваження голові НБУ обирати директорів наступних структурних підрозділів: Департаменту монетарної політики, Департаменту платіжних систем та Департаменту інформації. Відповідно голова НБУ буде нести відповідальність за всю діяльність мегарегулятора, і додаткову відповідальність – за монетарну політику, платіжні системи та якість фінансової інформації, що буде надавати мегарегулятор.

Крім вищезазначеного, потрібно змінювати та доповнювати чинне законодавство фінансового ринку. І почати потрібно з Конституції України, а саме зі статті 99, де зазначено, що: «Забезпечення стабільності грошової одиниці є основною функцією НБУ». Що не відповідає дійсності, більш того, курс гривні – це інструмент монетарної політики. Як його можна підняти в ранг цілей та місії – не зрозуміло. Більш розширений варіант завдань і цілей центробанку представлений в іншому дослідженні автора [198]. На думку, автора, статтю 99 Конституції України

потрібно викласти в такій редакції: «Економічне зростання та підвищення благополуччя населення України є основною функцією НБУ».

Друге, доповнити ЗУ «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» від 12.07.2001 № 2664-III, розділами про механізм швидкої компенсації незаконно втрачених клієнтських грошей фінансовим посередниками, надання неякісних фінансових послуг, введення в оману клієнтів, затвердити типові зразки договорів тощо. Цим же Законом, можна створити фонди компенсації грошових коштів, порядок їх формування і розподілу на кожному сегментів фінансового ринку.

Також не вистачає українському законодавству Закону «Про інвестиційних консультантів», який є в американській практиці (Investment Advisers Act of 1940). На 2016р. під управлінням чотирьохсот найбільших інвестиційних консультантів в знаходилось 56,3 трлн дол. [201] Даний нормативний акт покликаний регулювати діяльність всіх тих, хто надає фінансові консультації за платню, а також захистити інвестора. Як виявилось в американській практиці, було багато шахраїв, які надавали так звані «гарячі поради» та брали плату за сумнівні витрати своєї діяльності довгий час були поза державним наглядом, в тіні. Не хотілось би повторювати цю практику на вітчизняному фінансовому ринку. Враховуючи пропозиції автора, зазначені в підрозділі 3.1. щодо створення прямого доступу на біржу всіх учасників ринку, то роль брокерів ринку цінних паперів суттєво зміниться і перейде в сторону інвестиційних консультантів.

На думку автора, потрібно створити холдингову компанію (Додаток Е), яка буде володіти: «Центральною біржею України» (яку пропонується ще створити) (назва придумана автором, далі – ЦБУ), Центральним депозитарієм (центральним контрагентом), Розрахунковим центром. Тобто, щоб торгова інфраструктура забезпечила повний цикл надання фінансових послуг з операціями з цінними паперами, який можна розділити на три складові: перед торговий період; торговий; пост-торговий.

Яскравими прикладом такої бізнес-моделі є Франкфуртська фондова біржа (Deutsche Börse AG), яка і є холдинговою компанією [202].

Враховуючи вищезазначене, автором запропонована інформаційно-інтегрована модель регулювання фінансового ринку та її взаємодія зі світом, що схематично відображено в Додатку Ж 2. На якому видно, що дана модель буде складатись з чотирьох рівнів:

- регулятивний;
- інфраструктурний;
- рівень споживачів інфраструктурних послуг (інвестори, емітенти, банки, ІСІ, брокери, андерайтери, інвестиційні консультанти, КУА, фізичні та юридичні особи тощо);
- рівень споживачів фінансових послуг (фізичні та юридичні особи, що використовують банківські послуги, брокерські послуги з торгівлі цінними паперами, консалтингу тощо) [203]

Дана модель передбачає прямий доступ на центральну біржу не лише професійних учасників, а й звичайних фізичних та юридичних осіб. Останні можуть також виходити на біржу і через фінансових посередників (брокерів, інвестиційних консультантів тощо) сплачуючи їм додатку комісію за послуги.

Регулятивний рівень складається з СРО, Мегарегулятора та координаційного центру – НФР.

В інформаційно-інтегрованій моделі регулювання фінансового ринку України, інфраструктурний рівень інтегрується з інфраструктурою передових фінансових ринків (Додатку Ж 2). Це робиться з метою підвищення мобільності капіталу між даними країнами (регіонами), одержання світового досвіду, розширення бази інвестиційних активів та можливостей інвестора, в першу чергу, українського.

Найнижчий рівень інформаційно-інтегрованої моделі регулювання фінансового ринку України представлений споживачами фінансових послуг – це рівень фізичних та юридичних осіб, що будуть використовувати послуги фінансових посередників, зокрема: банків, брокерів, КУА, інвестиційних консультантів тощо (Додатку Ж 2). Тобто, це можуть бути пересічні громадяни (резиденти/нерезиденти України), компанії, що займаються в інших сферах економіки і яким необхідна

компетентна допомога на фінансовому ринку України та світу. Фізичні та юридичні особи – споживачі інфраструктурних послуг (рівень 3) відрізняються тим, що вони самі мають прямий доступ на Центральну біржу України (ЦБУ), мають рахунки в Центральній депозитарії та Розрахунковому центрі. Тобто, здійснюють фінансові операції без посередників, мають відповідний рівень фінансових знань.

Для підвищення компетентності та попередження ризиків доцільно, з авторської точки зору, проводити сертифікацію фізичних та юридичних осіб (з 3-го рівня, які самі виходять на ЦБУ). Таку сертифікацію можна зробити одноразовою, коли збираються займатись фінансовою діяльністю вперше, для того щоб прояснити зацікавленим особам структуру ринку, права та обов'язки учасників ринку, перелік фінансових послуг даного ринку, види та особливості товару фінансового ринку; механізми захисту своїх прав тощо.

3.3. Нейтралізація загроз світового ринку цінних паперів

Світовий ринок цінних паперів відноситься до числа надскладних відкритих систем, де взаємодіють безліч учасників, які здатні до самоорганізації в дуже складні структури і участі в колективній поведінці різного типу. Він вразливий від впливу деструктивних чинників і здатний транслювати його на інші елементи глобальної економічної системи. У цих умовах особливого значення набуває проблема забезпечення безпеки ринку цінних паперів, тобто такого його стану, коли гарантуються захищеність розвитку всієї фінансової системи і її здатності задовольняти інтереси учасників фондових операцій. Невиконання ринком цінних паперів своїх функцій паралізує економічні зв'язки і становить загрозу економічній безпеці країни і світу в цілому. Необхідно відзначити, що в розвинених країнах, капіталізація ринку є індикатором її конкурентоспроможності. А. К. Бекряшев

трактує економічну безпеку фондового ринку як такий його стан, при якому відсутня або допустима міра ризику заподіяння шкоди суб'єктам економічних відносин у зв'язку з катастрофічною зміною вартості фінансових інструментів, неефективністю ринку і недостатнім захистом майнових прав його учасників. Не менш значущим, є підтримка на допустимому рівні ймовірності перенесення системного ризику з ринку цінних паперів на інші елементи фінансової системи і нефінансовий сектор економіки. Забезпечення безпеки – необхідна умова реалізації ринком цінних паперів його базових функцій [205].

Як вже було зазначено, сучасний глобальний ринок цінних паперів стикається з наступними загрозами, що відображені на рис. 3.8.

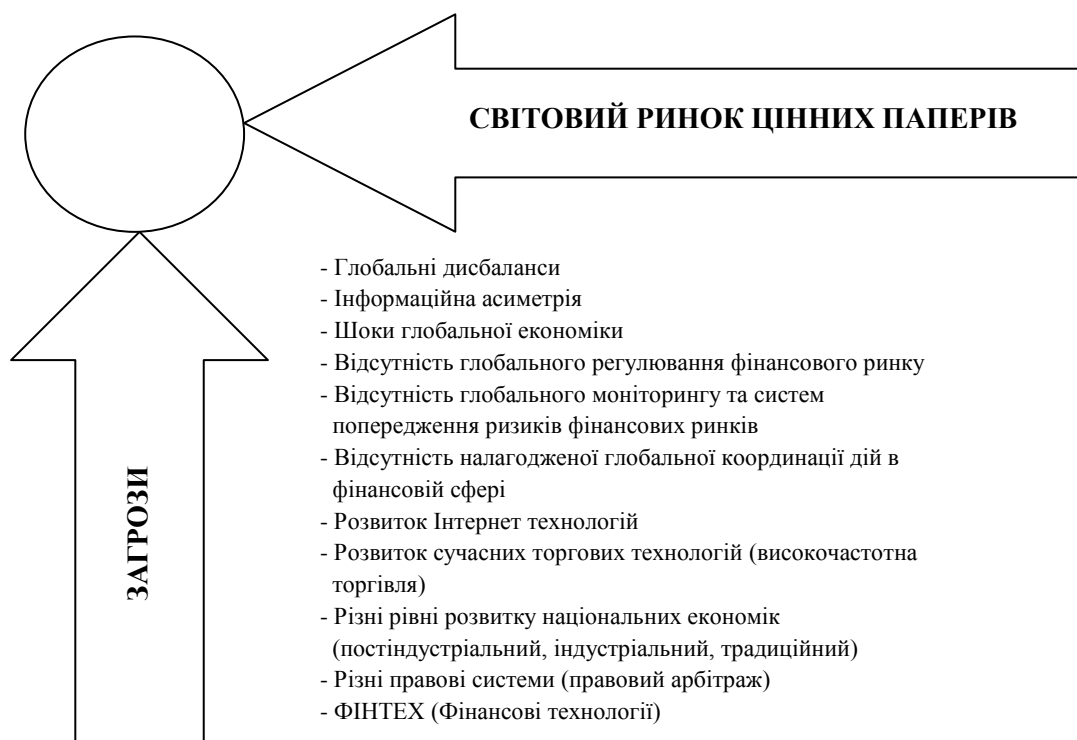


Рис.3.8. Загрози світового ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Забезпечення економічної безпеки глобального ринку цінних паперів повинно реалізовуватись, починаючи з національного рівня за допомогою інститутів (як державних, так і недержавних) використовуючи механізми реалізації, захисту інтересів і розвитку національних фінансів, здатність ефективно здійснювати перелив капіталів між регіонами і секторами економіки, своєчасно і оперативно

реагувати на ринкові зміни і дії кримінального характеру, що підривають економічну стабільність ринку цінних паперів.

Значення РЦП в ринковій економіці таке, що його руйнування або дестабілізація може серйозно порушити весь процес відтворення. Тому важливо знати, в чому полягають потенційні загрози функціонуванню РЦП для того, щоб розробити комплекс заходів щодо їх локалізації. До деяких із загроз відносяться: випуск і розміщення не забезпечених реальними активами цінних паперів; штучне завищення вартості акцій з метою приховування справжнього стану підприємства-емітента; використання РЦП для «відмивання» брудних грошей; маніпулювання цінами з метою спонукання інвесторів до здійснення операцій з цінними паперами; підробка цінних паперів; використання в корисних інтересах інсайдерської інформації для здійснення операцій; наявна можливість використання іноземними фірмами портфельних інвестицій для оволодіння блокуючим або контрольним пакетом акцій національних підприємств з метою ліквідації їх як потенційних або реальних конкурентів; низький рівень економічної грамотності населення, що створює можливість проведення шахрайських операцій на РЦП та виникнення соціальної напруженості; *green-mail* (високоінтелектуальний корпоративний шантаж) тощо.

На тлі фінансової глобалізації та формування загальносвітового фінансового ринку проблема забезпечення економічної безпеки ринку цінних паперів стає ще більш актуальною, оскільки вплив тих чи інших світових коливань економічної кон'юнктури на внутрішньоекономічні процеси відбувається безпосередньо через фінансову систему.

Таким чином, все це можливо подолати в результаті створенні збалансованої моделі глобального ринку цінних паперів (рис.3.9.).

На думку автора, для нейтралізації загроз глобального ринку цінних паперів варто працювати у таких напрямках (рис.3.10.). Сучасний етап розвитку світового фінансового ринку потребує вироблення глобальної фінансової політики, глобального регулювання, глобального моніторингу та глобальних систем попередження ризиків. На рис.3.4. (підрозділ 3.2), показано, що на сьогодні

наднаціональне регулювання фінансового ринку часткового здійснюється лише в ЄС, в решта країн світу – це національне регулювання і міжнародні угоди. Більш того, глобальне регулювання взагалі відсутнє, що дає чудові умови для глобальних гравців (міжнародних фірм) використовувати різні правові системи для максимізації прибутку за рахунок інших.

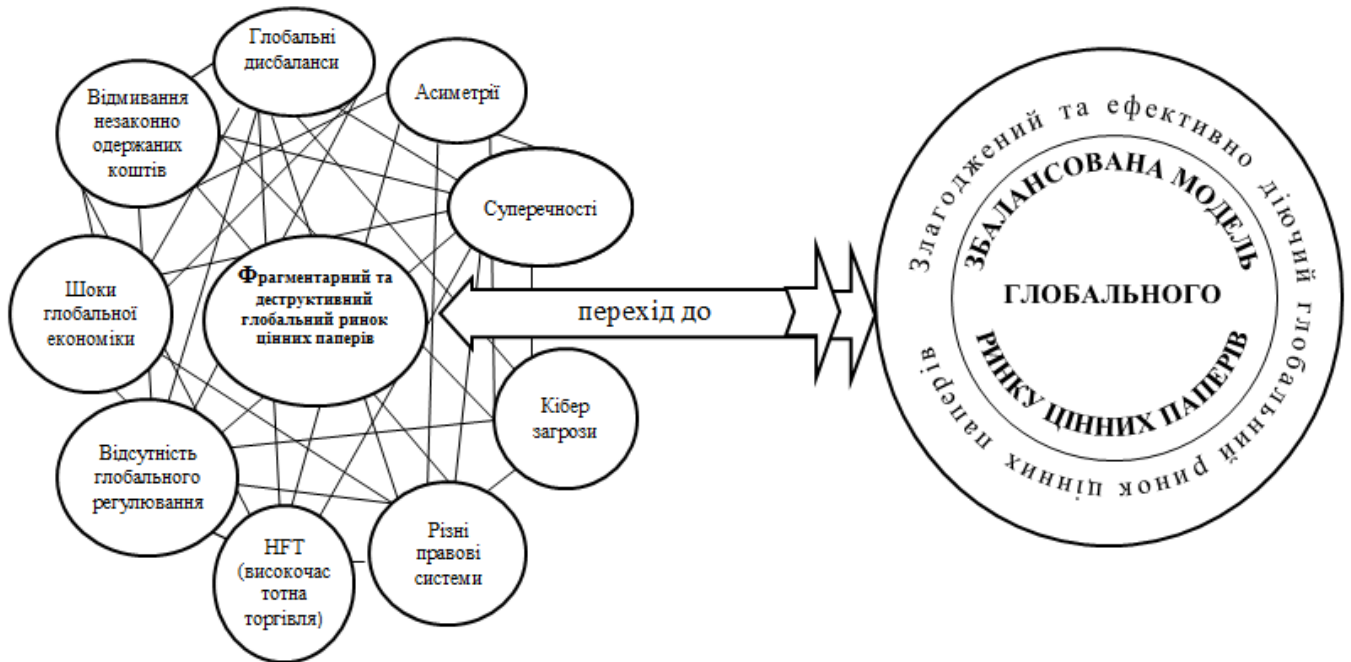


Рис. 3.9. Схеми подолання загроз світового ринку цінних паперів через створення його збалансованої моделі

Джерело: розроблено автором

Стрімкий процес глобалізації суспільних відносин підштовхує до вирішення проблем та загроз світового фінансового ринку. Однак, враховуючи законодавче та інституційне відставання в облаштуванні глобального фінансового простору, постає питання про створення нової моделі взаємодії учасників на якісно іншому рівні – глобальному. В той час, коли національні уряди думають про облаштування їх фінансової системи, варто вже звернути увагу і на побудову глобальної наднаціональної моделі ринку цінних паперів. Авторське бачення такої моделі відображене на рис.3.11. де відображена логіка інституціоналізації світового фінансового ринку з урахуванням найкращих практик передових фінансових систем світу (США, ЄС, Японії) та вимог часу.

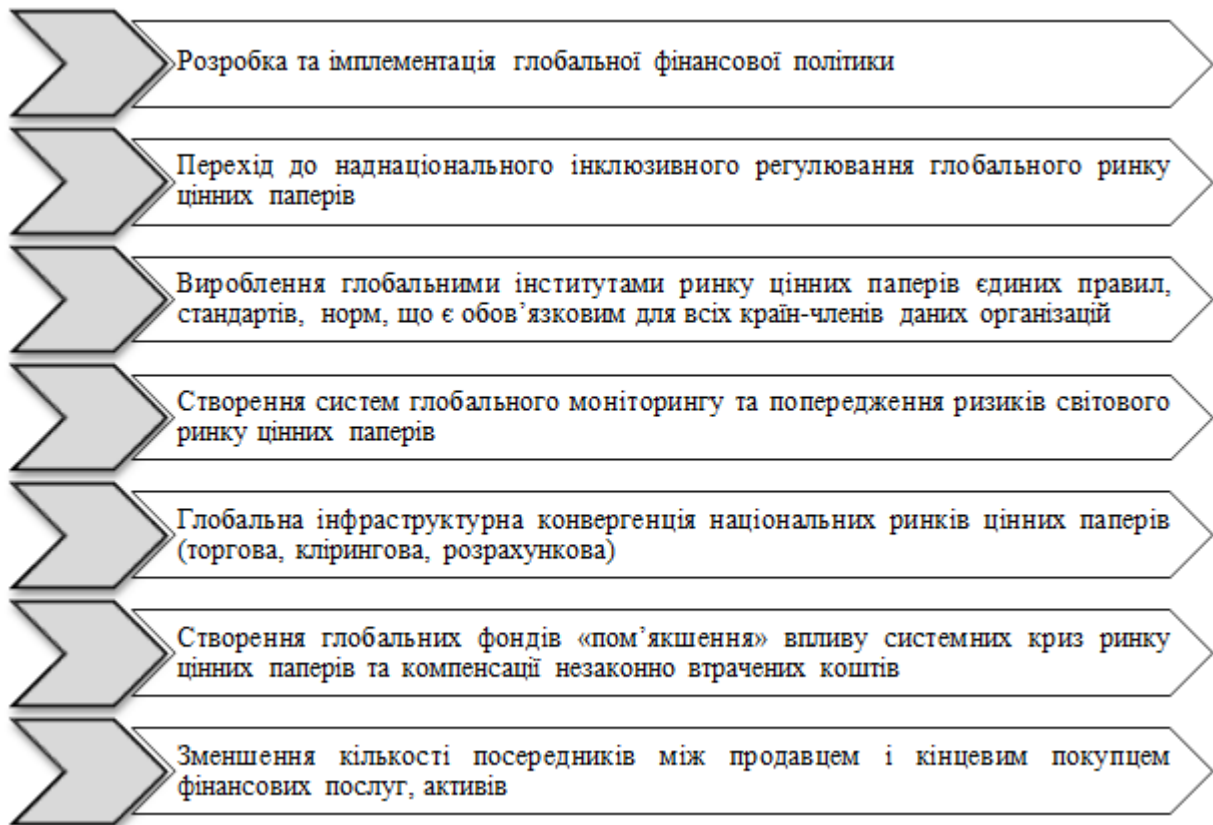


Рис.3.10. Напрями нейтралізації загроз світового ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Однією із ключових ланок такої системи стає Департамент інформації, моніторингу та ризик-менеджменту. Головна задача якого – акумуляція актуальної інформації про ринок, учасників та характер їх взаємовідносин; моніторинг операцій учасників в режимі реально часу; виявлення ризиків глобальної фінансової системи. Однак рішення приймаються Радою глобального фінансового ринку (далі РГФР) – головний елемент цієї системи, колегіальний орган на принципах рівноправності та інклюзивності.

Для взаємодії з іншими міжнародними організаціями, урядами, представниками президентів та іншими відомствами на базі РГФР створений координаційний центр. Також, в даній моделі поєднується урядове та ринкове регулювання через створення глобальної саморегулювальної організації. Як зразок для початку діяльності такої СРО, можна взяти приклад американської *FINRA* (*Financial Industry Regulatory Authority*) яка поряд із державним регулювання здійснює розслідування на ринку цінних паперів, моніторинг операцій, навчання персоналу

фінансових посередників та зацікавлених осіб, накладає санкції на правопорушників тощо. Кінцевим клієнтам в даній схемі надається можливість прямого виходу на ринок, без зайвих витрат.

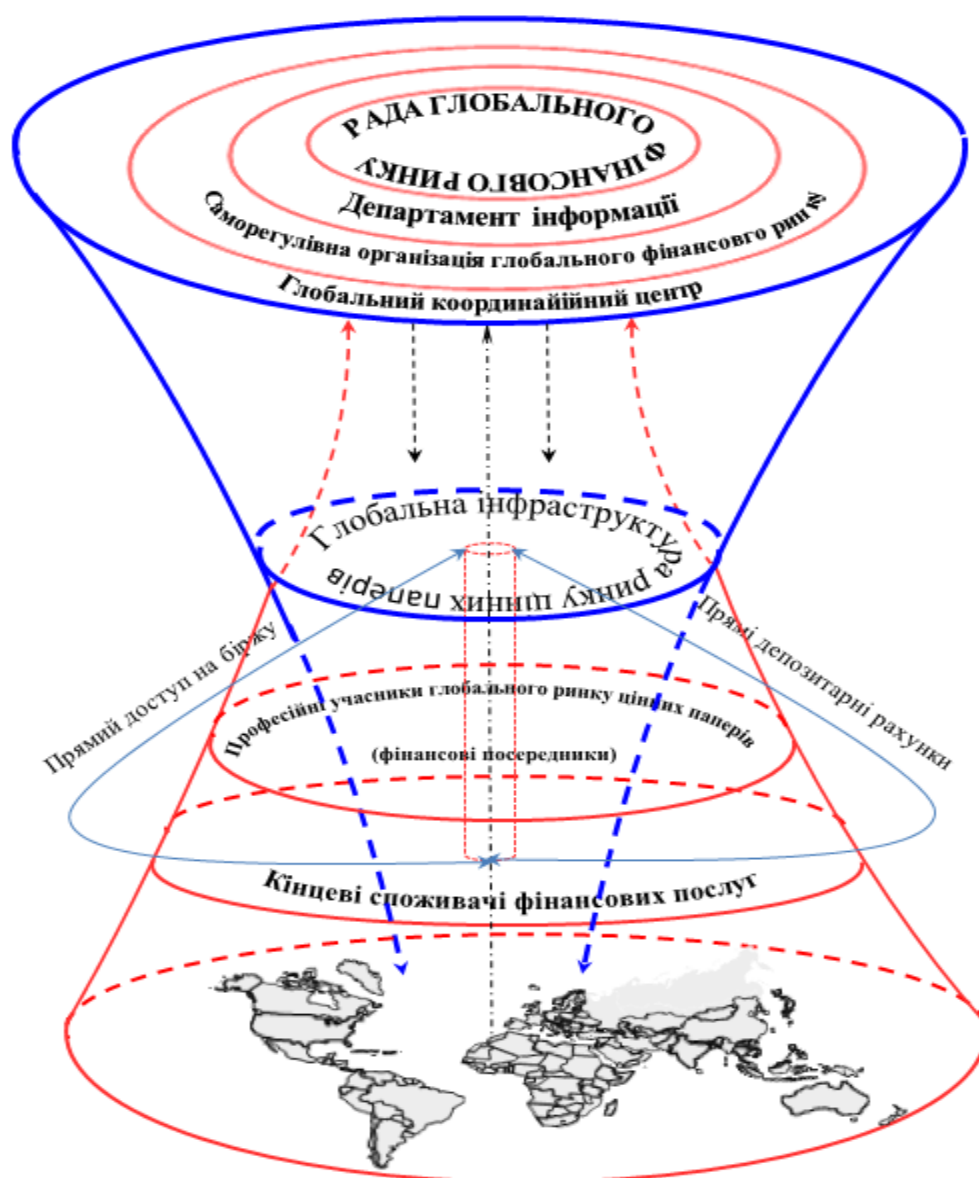


Рис.3.11. Збалансована модель світового ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором з використання праці З.О. Луцишин «Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації» [206, с.244].

Проте для менш обізнаних учасників ринку залишається можливість використовувати послуги брокерів, компаній з управління активами тощо. І для забезпечення надійності та підняття довіри до ринку створюється фонд компенсацій незаконних втрат на даному ринку за рахунок внесків професійних учасників ринку

(в тому числі інфраструктурних компаній – бірж, депозитаріїв, розрахункових банків).

Для нейтралізації загроз глобального ринку цінних паперів, з авторської точки зору, можуть бути використанні наступні інструменти нейтралізації загроз світового ринку цінних паперів, що представлені на рис.3.12.

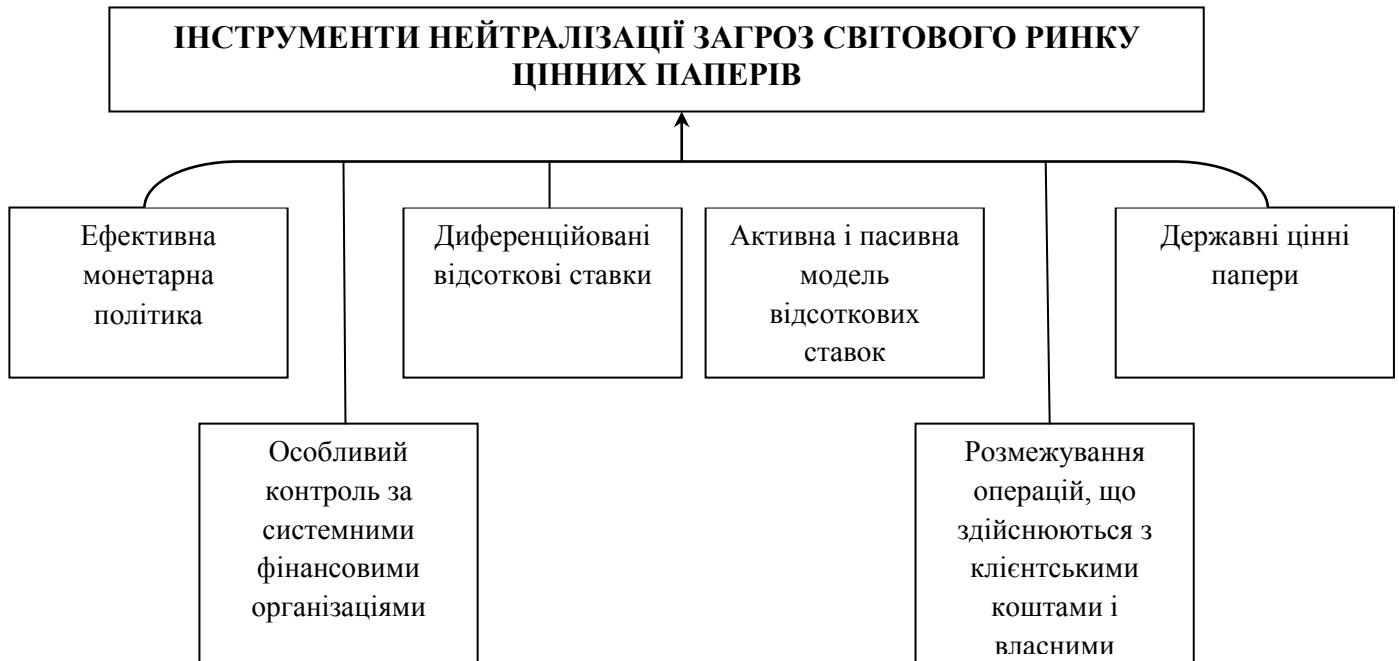


Рис.3.12. Інструменти нейтралізації загроз світового ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором

Для підтвердження взаємозв'язку між розвитком ринку цінних паперів та інструментами монетарної політики (а саме: грошовим агрегатом МЗ і кредитною відсотковою ставкою) були побудовані економетричні моделі з попередньо проведеним групуванням обраної вибірки країн (47 країн) методом кластеризації з урахуванням різних рівнів розвитку ринків акцій за такими параметрами – капіталізація лістингових акцій, обсяг торгів лістинговими акціями, кількість лістингових компаній.

Оцінимо вплив величини грошового агрегату МЗ та кредитної відсоткової ставки на ринкову капіталізацію лістингових компаній за допомогою методів економетричного моделювання. Для цього нами було зібрано достовірну статистичну інформацію щодо значень вищезгаданих показників у 47 країнах Світу у період 1992 – 2016 рр.. Джерелом статистичної інформації є [207, 257].

При побудові економетричних моделей необхідно враховувати, що різні рівні соціально-економічного розвитку вибраних країн можуть обумовлювати існування відмінностей між цими країнами у функціонуванні ринку цінних паперів. Тому, на наш погляд, попередньо необхідно дослідити ці відмінності та розбити всі країни на декілька однорідних груп, а оцінювання економетричних моделей здійснювати для кожної групи окремо. У цьому випадку побудова економетричних моделей ринкової капіталізації лістингових компаній відбуватиметься у два етапи: на першому етапі необхідно згрупувати країни за рівнем розвитку ринку цінних паперів, на другому — побудувати економетричні моделі. Розглянемо більш детально кожний етап.

Виконати групування країн за показниками рівня розвитку ринку цінних паперів можна на основі методів кластерного аналізу, основною метою якого є розподіл об'єктів на однорідні групи (кластери). При цьому об'єкти всередині кластеру мають бути схожими між собою згідно з деяким критерієм, а об'єкти із різних кластерів мають максимально відрізнитись один від одного. Перевагою кластерного аналізу є можливість проведення групування об'єктів одночасно за кількома ознаками [209].

Для проведення кластеризації країн ми використовували такі показники: *capital* — ринкова капіталізація лістингових компаній (млрд. дол.), *amount* — об'єм торгів лістинговими акціями (млрд. дол.), *quantity* — кількість лістингових компаній (од.). Кластеризація проводилась на основі даних за 2016 рік за методом *k*-середніх в ППП Statistica. Перед кластеризацією початкові дані було нормалізовано. З метою визначення оптимальної кількості кластерів ми виконали розбивку країн на 2, 3, 4 і 5 кластерів. Вибір найкращої кількості кластерів ґрунтується, по-перше, на розрахунку критеріїв якості розбиття, по-друге, на можливості логічної економічної інтерпретації кожного кластеру. Ми використовували такі критерії для перевірки якості розбиття як сума квадратів відстаней до центрів кластерів та сумарна внутрікластерна дисперсія: мінімальні значення цих критеріїв відповідають найкращому варіанту розбиття на кластери [210, ст. 159]. Значення цих критеріїв подано в табл. 3.3.

Таблиця 3.3

Значення критеріїв якості розбиття країн на кластери за рівнем розвитку ринків цінних паперів

	2 кластери	3 кластери	4 кластери	5 кластерів
Сума квадратів відстаней до центрів кластерів	28,219	19,1178	15,771	10,848
Сумарна внутрікластерна дисперсія	0,160	0,129	0,123	0,128

Як можемо побачити, найкращими варіантами розбиття на кластери є розбиття на 4 або 5 кластерів. Водночас, починаючи з 3 кластерів, темп зменшення критеріїв якості розбиття суттєво уповільнюється, тому можемо висунути гіпотезу, що оптимально розбити країни на 3 кластери. Також на користь 3-х кластерів свідчать результати економічної інтерпретації отриманих кластерів. Зокрема, як можна побачити на рис. 1, при розбитті країн на 3 кластери до 1-го кластеру входять країни, з найменшою кількістю лістингових компаній та найнижчим рівнем їх ринкової капіталізації, до 2-го кластеру – з найбільшою кількістю лістингових компаній та найвищим рівнем їх ринкової капіталізації, 3-й кластер займає проміжне становище. Тому 1-й кластер можна інтерпретувати як кластер з країнами, що характеризуються низьким рівнем розвитку ринку цінних паперів, 2-й кластер являє собою кластер країн з найвищим рівнем розвитку ринку цінних паперів і, відповідно, 3-й кластер утворюють країни із середнім рівнем розвитку ринку лістингових акцій (рис. 3.13). Перелік країн, що входять до кожного кластеру подано в Додатку 3.2.

Для оцінювання впливу величини грошового агрегату М3 та кредитної відсоткової ставки на ринкову капіталізацію лістингових компаній нами побудовано економетричні моделі за даними щодо середніх в кожному з 3-х кластерів значень показників за 1992-2016 рр.:

$$\ln y_j = a_0 + a_1 x_{1j} + \varepsilon_j, \quad (1)$$

$$\ln y_j = a_0 + a_1 x_{2j} + \varepsilon_j, \quad (2)$$

де y_j – середнє в j -тому кластері ($j = \overline{1,3}$) значення ринкової капіталізації лістингових компаній (млрд. дол.), x_{1j} – середнє в j -тому кластері значення

грошового агрегату М3 (% від ВВП), x_{2j} – середнє в j -тому кластері значення кредитної відсоткової ставки (%), a_0 , a_1 – коефіцієнти моделі, які необхідно оцінити, ε_j – випадкова складова економетричної моделі [211].

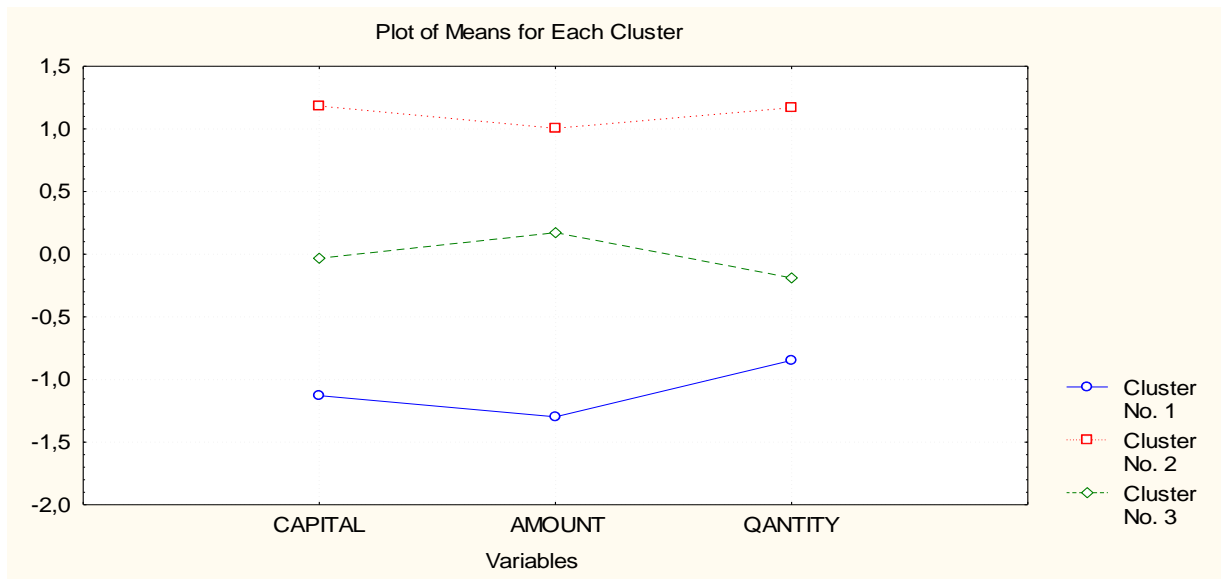


Рис.3.13 Середні значення (нормалізовані) показників капіталізації, обсяги торгів, кількості компаній, – у трьох кластерах (лістингові акції)¹

Джерело: розраховано автором за даними Світового Банку, по Україні – за даними річних звітів НКЦПФР

Також була розрахована узагальнена модель, для якої знаходились середні по всіх 47 країнах значення y , x_1 та x_2 . Зазначимо, що ми використовували не абсолютні значення ринкової капіталізації лістингових компаній, а їх натуральні логарифми. Це дозволило, «вирівняти» дані та уникнути явища гетероскедастичності. Оцінювання економетричних моделей виконувалось за методом найменших квадратів (МНК) у ППП MS Excel за допомогою стандартної функції «Лінійн». Результати оцінювання моделей (1) і (2) подано у табл. 3.4. та 3.5., де для трьох кластерів та в цілому по 47 країнах наведено значення коефіцієнтів a_0 та a_1 , рівень їх значимості за критерієм Стюдента, величину коефіцієнта детермінації R^2 , F-критерій Фішера та рівень його значимості. Рівень значимості F- та t- критеріїв в таблиці позначено так: для p -рівня $\leq 0,01$ – ***, для p -рівня $\leq 0,05$ – **, для p -рівня $\leq 0,1$ – *.

¹ Середні значення (нормалізовані) показників capital, amount та quantity при розбитті на 2, 4 та 5 кластерів подано в додатку 3.1.

Таблиця 3.4

Результати оцінювання моделей залежності ринкової капіталізації лістингових компаній від величини грошового агрегату МЗ (у % від ВВП)

Параметр	кластер 1	кластер 2	кластер 3	Узагальнена модель
a_0	-2,601	3,177	0,703	0,670
a_1	0,069	0,028	0,061	0,047
R^2	0,849	0,836	0,845	0,861
F	129,953	116,892	124,983	141,987

Джерело: розраховано автором за даними Світового Банку, по Україні – за даними річних звітів НКЦПФР

В табл. 3.4, всі моделі та коефіцієнти в моделях є статистично значимими, тобто побудовані моделі є якісними та адекватними. Коефіцієнт детермінації в усіх моделях перевищує 0,8, тобто рівняння отриманих моделей більше, ніж на 80% пояснюють поведінку залежної змінної – ринкової капіталізації лістингових компаній, що також свідчить про високу якість побудованих моделей. Отримані значення коефіцієнтів a_1 дозволяють зробити такі висновки. Існує пряма залежність між величиною грошового агрегату МЗ та ринковою капіталізацією лістингових компаній. При цьому у 1-му та 3-му кластерах отримано найсуттєвіший вплив величини грошового агрегату МЗ: його зростання на 1% дозволяє збільшити ринкову капіталізацію лістингових компаній на 0,069% та 0,061% відповідно. Одновідсоткове збільшення грошового агрегату МЗ у країнах, що формують 2-й кластер, призводить до збільшення ринкової капіталізації лише на 0,028%, у країнах в цілому (без їх попереднього розбиття на кластери) – на 0,047%.

Таблиця 3.5

Результати оцінювання моделей залежності ринкової капіталізації лістингових компаній від величини кредитної відсоткової ставки

Параметр	кластер 1	кластер 2	кластер 3	Узагальнена модель
a_0	3,381	8,958	5,074	5,759
a_1	-0,073	-0,233	-0,056	-0,087
R^2	0,707	0,817	0,641	0,714
F	55,599	102,916	41,048	57,404

Джерело: розраховано автором за даними Світового Банку, по Україні – за даними річних звітів НКЦПФР

Аналогічно до попередніх результатів, отримано, що всі моделі та їх коефіцієнти є статистично значимими. Коефіцієнти детермінації виявились дещо нижчими, тобто на зміну величини ринкової капіталізації більший вплив має величина грошового агрегату М3, а не кредитна відсоткова ставка, проте їх значення є досить високими для того, щоб побудовані моделі характеризувались хорошою якістю.

Від'ємні значення коефіцієнтів a_1 говорять, що між кредитною відсотковою ставкою та ринковою капіталізацією існує обернений зв'язок. Найбільший вплив кредитна відсоткова ставка має в країнах 2-го кластеру – її збільшення на 1% призводить до зменшення ринкової капіталізації на 0,233%. Зростання кредитної відсоткової ставки на 1% зменшує ринкову капіталізацію лістингових компаній на 0,073% у 1-му кластері, на 0,056% у 3-му кластері та на 0,087% у всіх країнах в цілому.

Отже, проаналізувавши побудовані нами економетричні моделі, можемо зробити загальний висновок, що такі фактори як величина грошового агрегату М3 та кредитна відсоткова ставка мають суттєвий вплив на ринкову капіталізацію акцій лістингових компаній досліджуваних країн. При цьому попередня кластеризація країн дозволила побудувати більш інформативні та змістовні моделі. А саме отримано, що в країнах з високим рівнем розвитку ринку цінних паперів (кластер 2) провідний вплив на ринкову капіталізацію лістингових компаній має величина кредитної відсоткової ставки. Натомість для країн з низьким та середнім рівнями розвитку ринку цінних паперів більш вагомим є вплив величини грошового агрегату М3.

Переходячи до аналізу світової практики подолання фінансових криз, розглянемо позитивний досвід країн-піонерів (США, ЄС, Японія) в фінансовій сфері по нейтралізації її загроз і ризиків.

Зрушення, що відбулися на початку 21-го століття в глобальному фінансовому просторі чітко продемонстрували велике значення монетарної політики для економіки та її вплив на розвиток ринків цінних паперів. Нетрадиційні

методи монетарної політики ще в 90-х роках 20 століття почав використовувати Банк Японії, який зіткнувся з проблемою дефляції.

Однак роль монетарної політики для світової фінансової системи і національних фінансових ринків зокрема, яскраво проявилася в результаті впровадження політики так званого «Кількісного пом'якшення» Федрезервом США після кризи 2008 року. За рахунок чого центробанку США вдалося зберегти ринок цінних паперів від обвалу, вийти з від'ємних темпів економічного розвитку в позитивні та подолати зростання безробіття (табл.3.9). Також, ілюстрацією вищесказаному може слугувати дані табл. 3.6.

Таблиця 3.6

**Вплив вливання грошових коштів Федрезервом США
на їх ринок акцій**

Рік	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Капіталізація лістингових компаній США, трлн дол. США	16,33	17,00	19,56	19,92	11,58	15,08	17,28	15,64	18,68	24,03	26,33	25,07
зміна капіталізації за рік, трлн дол. США	2,06	0,67	2,57	0,36	-8,34	3,50	2,20	-1,64	3,03	5,35	2,31	-1,26
Річні вливання коштів федрезерву США, млрд дол. США		—		26,7	32,34	1355	58,4	195	490	-4,36	1112	478

Джерело: розроблено автором за даними Світового Банку та даними Ради директорів Федрезерву США (Board of Governors of the Federal Reserve System), взято річну зміну показника Reserve Bank Credit на початок січня відповідного року. Темним кольором в таблиці виділено роки в які здійснено найбільші впливання грошових коштів.

Отже, як бачимо з табл.3.3., в піковий 2008 р., капіталізація лістингових компаній США провалилася на – 8,34 трлн дол. США. Щоб падіння не продовжилося далі вниз, центробанк США в 2009 р. влив на ринок 1,355 трлн дол. США. В результаті вдалося не лише зупинити падіння, а й прискорити зростання до +3,5 трлн дол. США в 2009 р. Крім того, дані табл.3.3. наглядно демонструють про фінансові потрясіння на фінансовому ринку США і в 2014 р., оскільки Федрезерв для підтримки ринку затратив майже таку ж суму (1,112 трлн дол. США) як і після кризи 2008 р. Тому успішний міжнародний досвід реалізації монетарної політики

викликає науковий інтерес з метою використання його у вітчизняній практиці як для розвитку вітчизняного РЦП, так і економіки в цілому.

Монетарна політика є одним із основних сучасних інструментів так званого «м'якого» налаштування параметрів економіки. Монетарну політику визначає і здійснює центральний банк країни. Тому, дуже важливо виставити правильні завдання та цілі перед своїм центробанком, за реалізацію яких він буде нести відповідальність (в Україні згідно із ст.51 ЗУ «Про НБУ» від 20.05.1999 № 679-XIV, НБУ несе відповідальність перед Президентом та Верховною Радою України). Потрібно мати на увазі, що регулятор несе відповідальність лише за законодавчо встановлені для нього завдання.

Аналізуючи діяльність центральних банків в найбільш розвинених економіках світу, варто перш за все, зупинитись на цілях і завданнях, що ставляться перед ними. Спершу розглянемо місію і законодавчо встановлені функції центрального банку України. Місія НБУ – це забезпечення цінової та фінансової стабільності з метою сприяння сталому економічному розвитку України. Для досягнення та підтримки цінової стабільності Національний банк застосовуватиме режим інфляційного таргетування [212, с.2]. Іншими словами, головне завдання НБУ є таргетування інфляції, навіть стабільність курсу національної валюти відходить на задній план. Тоді як згідно ст. 99 Конституції України та ст. 6 ЗУ «Про НБУ» основною функцією НБУ є забезпечення стабільності грошової одиниці, тобто обмінного курсу. Тому потрібно або змінювати Конституцію і Закон, або – місію НБУ. Крім того, аналіз динаміки курсу національної валюти в період з 6 лютого 2014 р. (курс НБУ USD/UAH – 7.99) по 26 лютого 2015 р. (курс НБУ USD/UAH – 30,01, показує зростання долара по відношенню до гривні за рік – 376%), що говорить про порушення Конституції України або вимоги Конституції не відповідають реальному стану речей на ринку. Згідно Дорожньої карти НБУ, до політики монетарного таргетування вони перейшли в 2014 р. [213]. Тобто з 2014 р., основною функцією НБУ стало – таргетування інфляції. Наскільки вдало це виходить зробити НБУ, можна побачити з графіку інфляції (беремо лише індекс споживчих цін, рис.3.14.).

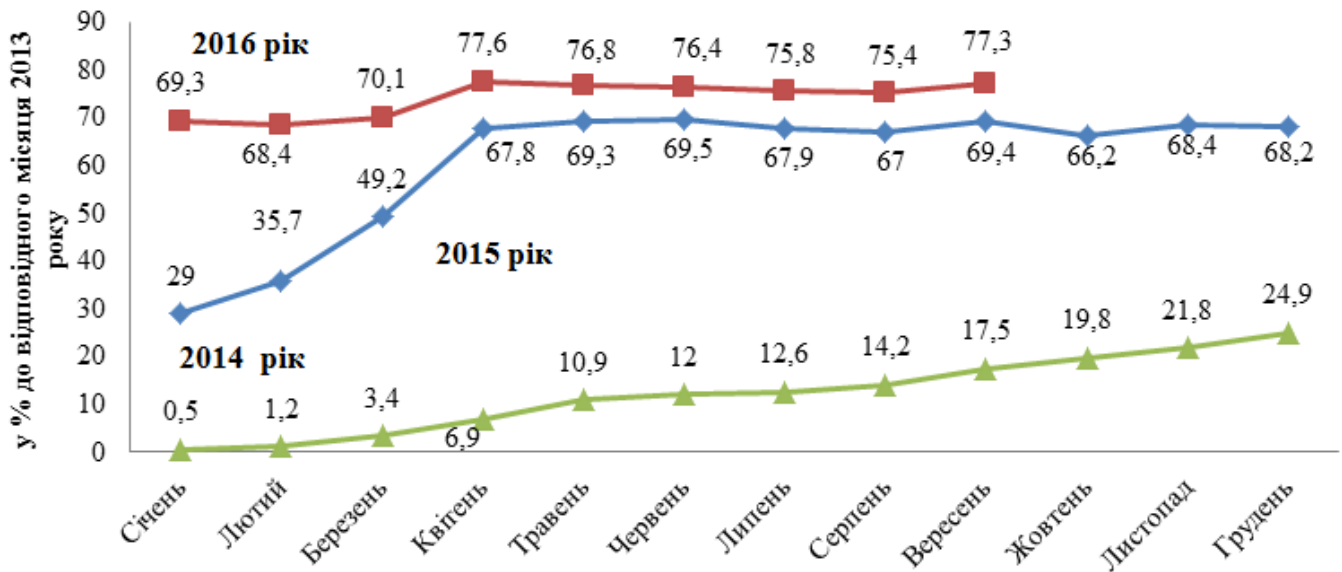


Рис.3.14. Динаміка інфляції, у % до відповідного місяця 2013 року

Джерело: розроблено автором за даними Держкомстату України

Отже, як видно з графіку, виконати поставлене завдання щодо таргетування інфляції поки що не вдається. Починаючи з 2014 р. і аж до вересня 2016 р. інфляція продовжує зростати, лише зменшились темпи цього зростання. Можливо для досягнення бажаних показників інфляції та обмінного курсу нацвалюти потрібно ставити зовсім інші цілі та завдання перед НБУ?! Щоб відповісти на це запитання проаналізуємо базові речі в діяльності центральних банків передових економік світу. Для порівняння наведемо офіційні місії центробанків передових економік світу в табл. 3.7.

Таблиця 3.7

Місія та завдання центробанків передових економік світу

Назва Центробанку країни	їх офіційна місія
Федеральна резервна система, США	<ul style="list-style-type: none"> – забезпечення максимальної зайнятості, стабільності цін і зниження довгострокових відсоткових ставок; – нагляд та регулювання банків і захист кредитних прав споживачів; – встановлення стабільності фінансової системи і стримування системних ризиків на фінансових ринках; – надання фінансових послуг депозитарним установам, уряду США, офіційним іноземним організаціям, включаючи посилення ключової ролі Федрезерву в національних платіжних системах [223]. Як ми бачимо, завдання центробанку США значно ширші (а тому й більша відповідальність), і навіть експансіоністські

Європейський центробанк (ЄЦБ), Єврозона	– це підтримка цінової стабільності: збереження обмінного курсу євро [224].
Банк Японії	емісія банкнот; здійснення грошового та монетарного контролю; забезпечення безперешкодних розрахунків між банками та іншими фінансовими установами; забезпечення цінової стабільності [225].
Банк Англії	Первинною місією Банку Англії є сприяння добробуту свого народу, що досягається за рахунок: – підтримки суспільної довіри до її банкнот; – забезпечення низьких і стабільних цін, а також таргетування споживчої інфляції на рівні 2% річних; – забезпечення суспільної довіри і впевненості в фінансових інститутах, ринку, інфраструктурі та фінансовій системі в цілому; – попередження та усуненні системних ризиків [226].

Джерело: розроблено автором

Як показує світовий досвід передових економік світу (ЄС, Японія, США, Великобританія тощо) сучасна політика щодо таргетування інфляції не виконується в повній мірі. Наприклад, прийнятною споживчою інфляцією для даних країн є 2% річних, однак всі заходи (політика низьких відсоткових ставок та монетарного стимулювання), які приймають дані країни не дають змоги їм стабільно контролювати інфляцію (табл.3.8). Тому, виникає запитання, а чи можливо взагалі її контролювати?!

Таблиця 3.8

Динаміка середньозваженого індексу споживчих цін, % зміни за рік

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
США*	1,60	3,10	2,10	1,50	1,61	0,12	1,28	2,11
Японія	-0,70	-0,30	-0,04	0,40	2,76	0,79	-0,11	0,37
Великобританія	3,30	4,50	2,80	2,60	1,46	0,04	0,66	2,63
Єврозона**	2,20	2,80	2,20	0,80	-0,20	0,20	1,10	1,40
ЦІЛЬОВИЙ ОРІЄНТИР	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00

Джерело: розроблено автором *для США, Японії, Великобританії за даними Міжнародного валютного фонду; ** За даними Європейського центрального банку на кінець відповідного року, у % зміни за рік.

Отже, як показують дані табл.3.8, споживча інфляція в даних країнах живе своїм власним життям. Таким чином, поставлене перед НБУ завдання щодо таргетування інфляції може мати такий же успіх, як і забезпечення «стабільності»

обмінного курсу. З точки зору автора, варто сконцентрувати увагу саме на темпах економічного розвитку та безробітті (або зайнятості).

Саме регулювання цих параметрів економіки дозволить вирівнювати інші, зокрема інфляцію, стабільність курсу. Яскравим прикладом є монетарна політика США від початку гострої фази Фінансової кризи (кінець 2008 р.) і до 2015 р., включаючи один із її елементів, так зване «Кількісне пом'якшення» (*QE1* – з листопада 2008 р., *QE2* – листопад 2010 р., *QE3* – вересень 2012 р.). Весь набір підтримуючих і стимулюючих інструментів монетарної політики США можна відобразити таким агрегуючим показником як «Кредити Федрезерву» (*Reserve Bank Credit*) (або ще можна їх назвати вливання грошових коштів з боку центрального банку США). Якщо на 2 січня 2008 р. цей показник становив 891,74 млрд дол. США, то вже на 31 грудня 2008 р. – 2246,53 млрд дол. США, тобто виріс на 252% за рік [227]. На 4 листопада 2015 р. даний показник складав 4451,74 млрд дол. США, тобто з січня 2008 р. виріс на 499%. Така була ціна фінансових потрясінь 2008 р., наслідки яких ще не виправлені і до сьогоднішнього часу.

Таблиця 3.9

Компаративний аналіз між рівнем безробіття, темпами зростання ВВП та річними вливаннями коштів в США

Рік	Загальний рівень безробіття в США, %*	Річні вливання коштів Федрезерву США, млрд дол.**	Середнє значення за 2009-2015рр., млрд дол.	ВВП США, % зміни за рік в цінах 2009р.***
2007	4,6	26,66	—	1,8
2008	5,0	32,34	—	-0,3
2009	7,8	1354,75	526	-2,8
2010	9,8	58,42		2,5
2011	9,2	194,47		1,6
2012	8,3	489,87		2,2
2013	8,0	-4,36		1,5
2014	6,6	1111,83		2,4
2015	5	478,18		1,5****
Кореляція (за 2009-2014рр.)		-0,70		—
Всього (за 2009-2015рр.)	—	3683,16	—	

Джерело: розроблено автором *за даними Бюро трудової статистики США (Bureau of Labor Statistics); **за даними Ради директорів Федрезерву США (Board of Governors of the Federal Reserve System), взято річну зміну показника Reserve Bank Credit на початок січня відповідного року; ***за даними Бюро економічного аналізу США (Bureau of Economic Analysis); ****на 3 квартал 2015р.

Отже, в табл. 3.9. монетарна політика США має суттєвий вплив на рівень безробіття в країні. Це підтверджується і показником кореляції, що склав $-0,7$ (або 70%), тобто чим більше вливання коштів зі сторони центрального банку, тим більше зменшується безробіття. Як бачимо, пік рівня безробіття в США припав на 2010 р. (9,8%) і в результаті значного вливання коштів в економіку (що склало 3,68 трлн дол. США з початку 2009 р. і по січень 2015 р.) через різні фінансові механізми та інструменти, показник рівня безробіття в жовтні 2015 р. впав до 5,0%.

Також існує сильна залежність (коефіцієнт кореляції $-0,61$) між темпами росту економіки США та її монетарною політикою. За рахунок вливання найбільшої суми коштів (1,35 трлн дол. США) в 2009 р. вдалось переломити негативний тренд темпів росту ВВП США з $-2,8\%$ в 2009 р. до $+2,5\%$ в 2010 р. Однак з табл. 3.5. бачимо, що споживча інфляція в США у вересні 2015 р. (в річному вимірі) склала 0%, а планувалось -2% .

Таким чином, дані цих двох таблиць є ще одним підтвердженням тези автора, що центральні банки в своїй політиці повинні приділяти основну увагу саме економічному зростанню та рівню зайнятості населення. Більш того, дані параметри хоч більш-менш регулюються сучасними монетарними методами, тоді як інфляція та стабільність цін є похідними від двох перших параметрів (рівень безробіття, економічне зростання).

Таким чином, якщо ми хочемо розвивати власну економіку, то основними завданнями (або мандатами за який НБУ буде нести відповідальність) монетарної політики НБУ повинні бути: рівень/темпи економічного зростання; зайнятість (або рівень безробіття); продуктивність праці (або фондівіддача, ефективність вкладення 1 грн); купівельна спроможність громадянина; нагляд та регулювання банків; захист прав споживачів банківських послуг; забезпечення стабільності фінансової системи і стримування системних ризиків на фінансових ринках; забезпечення суспільної довіри до фінансової системи країни.

Як показує світова практика, всі інші завдання, такі як стабільність обмінного курсу, таргетування інфляції, низькі відсоткові ставки – є похідними від вищеперерахованих. Обмінний курс, інфляція, відсоткові ставки – це лише

інструментарій центрального банку в реалізації монетарної політики, і ніяк не може виступати в ролі його завдань/цілей.

Потрібно в політиці центробанків розмежувати відсотки, що надаються бізнесу в:

– фінансовій сфері (банкірам та іншим фінансовим організаціям);

– і у сфері, непов'язаної з фінансами (виробництво, переробка, торгівля, логістика тощо). Такий підхід дасть змогу не надувати фінансові бульбашки на ринку цінних паперів, а реальний приріст ВВП, підвищення зайнятості, добробуту населення і відповідно ринково оправданих цін на фінансові інструменти. Основним чинником виникнення фінансових бульбашок по тим чи іншим фінансовим інструментам (чи то акції, чи то іпотечні облігації або деривативи тощо) є доступ банкірів, менеджерів інвестиційних компаній та інших фінансових установ до дешевих або інколи безкоштовних (тобто, це гроші їх клієнтів) грошових ресурсів, що розв'язують їм руки і руйнують справедливе ціноутворення в погоні за великим прибутками.

В практиці США для подолання такої ситуації було прийнято Правило Волкера в Законі Додда-Франка «Про реформування Уолл-Стріт та захисту споживачів» від 21.07.2010 р. Звичайно, це Правило лише перша спроба якимось чином впорядкувати діяльність фінансових організацій, що мають доступ до клієнтських рахунків. Однак воно не накладає обмеження на відсоткові ставки, не здійснює їх диференціацію. Також відсутні реальні стимули для фінансових організацій надавати кошти реальному бізнесу під низькі відсотки, в той час коли високоризиковані фінансові інструменти можуть дати значно більший дохід в короткостроковій перспективі. Це все створює загрози та ризики «фінансових пірамід» через використання складних схем синтетичних фінансових продуктів, де маскується реальна ціль їх використання.

На думку автора, диференційовані відсоткові ставки в залежності від мети та цілей використання одержаних від центрального банку грошей є першим кроком в розмежуванні «фінансових грошей» і «реальних грошей». Таким чином, в своїй монетарній політиці центробанк зможе здійснювати паралельне і роздільне

регулювання фінансового та реального сектору економіки. Потрібно чітко розділяти цілі на які беруться кошти в центробанку. Тобто, якщо комерційний банк залучає кошти з центробанку для торгівлі валютою на міжбанку, то тут потрібно виставляти одні відсоткові ставки і вимоги. А якщо комерційний банк залучає кошти на кредитування наприклад компаній по обробці зернових – то в такому випадку відсоткові ставки повинні бути зовсім іншими.

Дешеві гроші є безспірним фактором розвитку не лише ринку цінних паперів, а й економіки в цілому. Питання лише полягає в тому, кому і на яких умовах ці дешеві гроші видавати. Практика передових країн, зокрема США, країн Євросони показує, що кошти спочатку даються банкірам, а ті в свою чергу вирішують куди далі ці гроші вкладати. Логіка така, що банкіри краще знають, який вид бізнесу буде більш прибутковим, тому і вкладають туди ці дешеві гроші. Однак, реальний життєвий досвід показує, що основною мотивацією банкірів (як і всіх інших людей) є не розвиток якогось бізнесу, створення робочих місць, а швидке самозбагачення. Внаслідок чого, де-юре все нормально, а де-факто – велика поляризація населення на багатих і бідних. Інакше кажучи, така стратегія стимулювання економіки неефективна, оскільки банкіри не будуть кредитувати економіку в умовах політичної нестабільності і високих ризиків. Ці кошти підуть на фінансові ринки для короткострокових високодохідних інвестиційних операцій з фінансовими інструментами, що також буде мати негативний вплив і на справедливе ринкове ціноутворення.

Враховуючи швидкі темпи розвитку комунікативних Інтернет-технологій можливо варто задуматись про зменшення кількості фінансових посередників, їх консолідацію на базі єдиної фінансової інформаційної платформи (так званого єдиного банку) у формі публічного акціонерного товариства, яку всі учасники разом і будуть розвивати. Чим менше посередників, тим дешевші кошти. Сучасні інформаційні технології відкривають нові можливості не лише для комунікацій, а для управління процесом. Це дасть змогу перейти до схеми взаємовідносин (рис.3.15.).

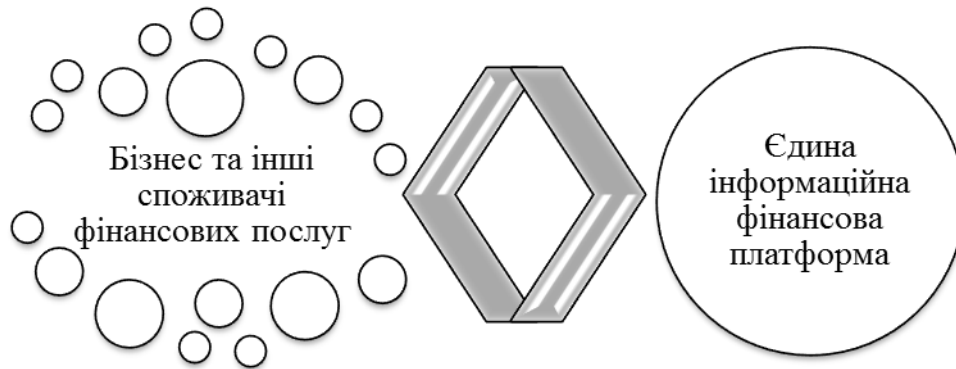


Рис. 3.15. Схема відносин бізнесу з банками в інформаційному суспільстві

Джерело: розроблено автором

Мова не йде про накладення обмеження на фінансовий ринок, мова про те, щоб учасники фінансового ринку: не роздували ціни, а потім різко їх обвалювали, створюючи шоки та негативні наслідки для реальної економіки; здійснювали фінансові операції в межах своїх власних ресурсів, а не за рахунок дешевих кредитів (так званого левереджа та непокритої торгівлі) чи клієнтських грошей; не створювали фінансові інструменти для прикриття реальних цілей своєї діяльності, а також – «сміттєві» фінансові інструменти; були націлені, як не дивно це звучить в сучасних умовах, на чесне одержання доходу на фінансових ринках.

Звичайно, чесність учасників повинна забезпечуватись сильною рукою держави, зокрема: за рахунок жорстких санкцій за правопорушення; політикою демотивації учасників ринку обійти закон, обліку правопорушників та їх публічного внесення до чорного списку з описом їх правопорушень тощо.

Значний вплив на характер розвитку економіки (і РІЦП в тому числі) має політика відсоткових ставок центробанку:

– якщо центральний банк притримується політики високих ставок – то це притаманно так званій пасивній моделі економічного зростання. Коли депозитні ставки високі, а кредити недоступні (або дорогі). Це призводить не до розвитку реального сектору економіки, а до заробляння відсотків на відсотках. Банки розміщують свої кошти на кореспондентських рахунках в один одного та в центробанку, торгують державними цінними паперами з фіксованим доходом. Бізнес ставиться в скрутне становище і майже весь свій дохід віддає банкам. Така

модель руйнує економіку і з часом призводить до переходу на активну модель розвитку;

– якщо центробанк притримується політики низьких відсоткових ставок, то він переходить до активної моделі доходу. Це ситуація, за якої доступні кредити, не вигідні депозити. Тобто гроші не зависають в банківській системі, а вимушені йти в бізнес з метою одержання більших прибутків. Така модель сприяє розвитку фінансового ринку в цілому, оскільки капітал стає потребувати більш ефективних механізмів його перерозподілу, мобільності та рентабельності, а банківський депозит уже задовольнити ці вимоги не в змозі. В такій ситуації економіка оживає.

Для підтвердження вищесказаного наведемо статистичні дані по найбільш розвиненим економікам і порівняємо їх з відповідними даними по Україні (табл. 3.10, 3.11).

Отже, табл. 3.10. і 3.11 показує, що Україні притаманна пасивна модель відсоткових ставок. Бізнесу перманентно не вистачає коштів для саморозвитку, оскільки вони занадто дорогі. Банкам, у умовах політичної нестабільності краще розміщувати свої кошти в НБУ по 13% (табл. 3.11) (в 2015 р. ця ставка становила 27% - табл.3.12).

Таблиця 3.10

**Динаміка ринкових відсоткових ставок кредиту
на міжбанківському ринку, у % річних**

рік	Ринкова відсоткова ставка, % річних (міжбанківський ринок)									
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Єврозона	3,98	3,78	0,7	0,48	0,82	0,06	0,05	0,05	-0,24	-0,44
США	5,02	1,93	0,16	0,18	0,1	0,14	0,11	0,09	0,13	0,38
Великобританія	5,67	4,68	0,53	0,48	0,52	0,48	0,45	0,41	0,39	0,43
Японія	0,47	0,46	0,11	0,09	0,08	0,08	0,07	0,07	-	0
Швейцарія	2	0,01	0,05	0,04	0,07	-0,02	0,01	-2	-1	-1,75
Ізраїль	4	2,5	1	2	2,75	2	1	0,25	0,1	0,1
Україна	2,27	13,71	12,64	3,42	7,11	12,15	4,5	12,81	21,88	15,57

Джерело: розроблено автором за даними МВФ

Тому, якщо подивитись на депозитні відсоткові ставки розвинених країн (табл.3.11) і порівняти їх з українськими, то з впевненістю можна сказати, що вітчизняні банкіри зовсім не зацікавлені в кредитуванні економіки (плюс до цього ще додати національні ризики).

Гроші, що обертаються в основних масах на міжбанківському ринку і до економіки не доходять (рис.3.15). Таке відчуття, що основною задачею економіки є благополуччя банків та їх операцій. Хоч насправді банки створювались для забезпечення грошовими ресурсами найбільш перспективних галузей реальної економіки.

Таблиця 3.11

Депозитні ставки центробанків та міжбанку, %

Країна/установа	Показник	Значення, %
Європейський центральний банк (за даними ЄЦБ), вересень 2016	депозитна ставка овер-найт (Deposit facility rate), %	-0,4
Федрезерв (за даними Федрезерву), вересень 2016	депозитна ставка овер-найт (Term Deposit Facility), %	0,5
Банк Англії, (за даними Банку Англії), вересень 2016	депозитна ставка по стерлінгу на 3 місяці (Sterling certificate of deposit rates), у % річних в середньому за квартал	0,4
Японія, міжбанк (за даними МВФ за 2015р.)	річна депозитна ставка, %	0,41
Швейцарія, міжбанк (за даними МВФ за 2015р.)	річна депозитна ставка, %	-0,18
Ізраїль, міжбанк (за даними МВФ за 2015р.)	річна депозитна ставка, %	0,45
Гонконг (Китай,)міжбанк (за даними МВФ за 2015р.)	річна депозитна ставка, %	0,01
Канада, міжбанк (за даними МВФ за 2015р.)	річна депозитна ставка, %	0,08
Україна (за даними НБУ), жовтень 2016	Відсоткова ставка НБУ по депозитним сертифікатам, %	13

Джерело: розроблено автором

Рис.3.16 чітко показує, що починаючи з 2014 р. іде різкий скачок розміщення коштів комерційними банками в НБУ. І це можна пояснити надзвичайно привабливими відсотковими ставками в кризовий для країни період (табл.3.12).



Рис.3.16. Рух грошових коштів між НБУ і комерційними банками України за відповідний рік

Джерело: розроблено автором за даними Національного Банку України, на підставі звіту про операції НБУ по регулюванню ліквідності банків

Ось де криється одна із головних причин (крім впливу курсу долара на гривню) великої інфляції в країні. Дані табл. 3.12. свідчать про те, що НБУ щедро фінансує певні комерційні банки, даючи їм заробляти великі прибутки не прикладаючи ніяких зусиль.

Таких високих депозитних відсоткових ставок центрального банку немає в жодній розвиненій країні, це притаманно корумпованим та відсталим економікам. Коли в Україні відсоткова ставка складає 21,22%, а в Єврозоні – 0,4%, то виникає логічне запитання: Як ця економіка ще виживає?

Таким чином, без наведення порядку в відсотковій політиці НБУ, переходу до активної моделі розвитку економіки, не те що можна говорити про розвиток РЦП, а й економіки в цілому. Оскільки, нормальний розвиток РЦП повинен іти слідом за розвитком реальної економіки, а не ігнорувати його.

Державні цінні папери – важливий сучасний інструмент нейтралізації загроз глобального ринку цінних паперів. За допомогою яких, регулятор може опосередковано впливати на ліквідність і відповідно на відсоткові ставки по кредитам/депозитам та корпоративним облігаціям (тобто, на вартість залучення грошей для бізнесу).

Таблиця 3.12

Депозитні відсоткові ставки НБУ

Рік	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Максимальні значення відсоткової ставки по депозитним сертифікатам НБУ за відповідний рік, у % річних									
через постійно діючу лінію рефінансування	10,5	н/д	15	9	6,8	6,8	2	7,5	20	18
шляхом проведення тендеру	8	25	25	9,5	н/д	н/д	6,8	13,5	27	21,22

Джерело: розроблено автором за даними звітів НБУ

Якщо державою ставиться ціль розвитку і підтримки власної економіки, то на перший план виходить питання вартості грошей для бізнесу (малого, середнього, великого). Саме відсоткові ставки по корпоративним облігаціям виступають тим мірилом вартості грошей для бізнесу на ринку боргових цінних паперів країни. А сам

ринок корпоративних боргових цінних паперів є альтернативою банківською кредиту.

Від ступеня надійності залежить і відсоткова ставка по таким цінним паперам, тобто надійні ЦП – мають найнижчу відсоткову ставку. Найбільш надійним вважаються державні боргові цінні папери, зокрема державні облігації, депозитні сертифікати НБУ. Потім ідуть муніципальні, а за ним аж корпоративні боргові цінні папери. Отже, як бачимо, відсоткова ставка по корпоративним борговим цінним паперам, як правило, буде завжди вища, ніж відсоткові ставки по державним та муніципальним борговим цінним паперам. Тому, коли держава виставляє високі відсоткові ставки по державним борговим цінним паперам, вона відразу збільшує вартість залучення грошей бізнесу через корпоративні облігації. Якщо брати українську економіку, то в таких умовах бізнесу перекриваються всі шляхи до фінансових ресурсів, оскільки вони стають дорогими, а на власні кошти – «далеко не заїдеш» (тобто, підприємство не буде інвестувати в розвиток). Відсутність дешевого банківського кредиту, низьких ставок по корпоративним облігаціям, відсутність розвиненого ринку акцій створюють всі умови для розвитку кризи в економіці країни в ринкових умовах. Для розуміння українських реалій, наведемо деякі параметри вітчизняного боргового ринку в таб. 3.13.

Таблиця 3.13

Обсяги торгів борговими цінними паперами України, (млрд грн)

Показник	2011	2012	2013	2014	2015	Частка обсягу торгів від загального, у % за 2015р.
Загальний обсяг торгів	2171,1	2530,9	1677	2331,94	2172,7	100%
Обсяг торгів депозитними сертифікатами	76,72	13,59	150,77	893,8	1233,1	56,76
Обсяг торгів державним облігаціями	855,55	1217,1	721,47	688,09	283,36	13,04
Обсяг торгів корпоративними облігаціями	103,7	124,89	98,87	69,92	53,77	2,47 %

Джерело: розроблено автором за даними річного звіту НКЦПФР за 2015р.

Отже, в табл. 3.13, весь обсяг торгів корпоративними облігаціями становить 2,47% від загального обсягу торгів усіма цінними паперами в Україні. Причиною цього, є занадто високі відсоткові ставки, по державним борговим цінним паперам. Це говорить про те, що ринку корпоративних облігацій в країні майже не існує, і

відповідно вітчизняні підприємства позбавлені даного виду залучення грошових ресурсів. З іншої сторони, дана таблиця показує, що лєвова частка торгів на сьогоднішній день (56,76%) припадає на депозитні сертифікати НБУ, які купують банки. Тобто, величезні гроші ніяким чином не задіяні у фінансуванні економіки, а розміщуються в НБУ під великі відсотки (табл.3.12). Таким чином, ми розвиваємо нашу економіку номінально (друкуємо кошти, і видаємо їх вітчизняним банкірам у вигляді відсоткових ставок). Тобто, це не розвиток реальної економіки, а створення «красивої статистики», яка нічим не обґрунтована.

Для порівняння наведемо дані розвинених країн, в яких уряд ставить перед собою завдання щодо розвитку економіки (табл.3.14). *Treasury Bills* – це фінансовий борговий інструмент схожий на депозитний сертифікат НБУ (відсоткові ставки – табл.3.12).

Як бачимо, ситуація суттєво відрізняється від вітчизняної практики. Відсоткові ставки майже нульові. Тобто, і залучення коштів підприємствами вищезазначених країн (табл.3.14) буде здійснюватись по низьким відсотковим ставкам. Для компаній, що працюють в розвинених країнах, створюються декілька шляхів залучення дешевих коштів: дешеві кредити, низькі ставки по корпоративним облігаціям, розвинений і ліквідний ринок акції.

Таблиця 3.14

Відсоткові ставки за короткостроковими борговими цінними паперами в розвинених країнах

Країна	Відсоткові ставки по урядовим борговим цінним паперам (Treasury Bills), терміном до 1-го року, % річних		
	2013	2014	2015
США	0,04	0,05	0,06
Великобританія	0,3	0,38	0,44
Швейцарія	-0,1	-0,13	-1,03
Японія	0,06	-0,01	-0,02
Франція	0,04	0,06	-0,02
Іспанія	1,17	0,39	0,05
Ізраїль	0,88	0,25	0,15

Джерело: розроблено автором за даними МВФ

Для розвитку механізму залучення коштів підприємством через розміщення корпоративних облігацій, потрібно створювати ліквідний і прозорий ринок таких

інструментів. Прозорість даного ринку можна забезпечити через перехід торгівлею корпоративними облігаціями виключно через біржу. Але, потрібно розуміти, що витрати для учасників таких торгів повинні бути меншими, ніж ті що існують на позабіржовому ринку. Взагалі, за 2015р. об'єм біржової торгівлі цінними паперами в Україні складав всього 13,2% (або 286,21 млрд грн.) від загального обсягу (2172,67 млрд грн.) торгів. Параметри українського біржового ринку наведено в табл.3.15.

З табл. 3.15 видно, що на біржовому ринку України торгують в основному державними облігаціями (87,4% у 2015р.), як правило, банки та фінансові посередники (брокери). В результаті такої торгівлі, кошти залишаються в фінансовій сфері і ніякого ролі у розвитку економіки не відіграють.

Таблиця 3.15

Структура вітчизняного біржового ринку цінних паперів за видами фінансових інструментів

Показник	2011	2012	2013	2014	2015
Загальний обсяг торгівлі цінними паперами, млрд грн.	2171,1	2530,87	1676,97	2331,94	2172,67
Обсяг біржової торгівлі, млрд грн.	235,44	263,67	463,43	619,7	286,21
частка біржового ринку, у % до загального	10,8	10,4	27,6	26,6	13,2
	Частка від обсягу біржової торгівлі в Україні за видами фінансових інструментів, %				
державні облігації	42,1	67,8	74,6	88,1	87,4
корпоративні облігації	9,1	10,0	10,3	5,3	4,7
акції	29,1	8,2	9,7	3,9	1,8
деривативи	10,1	9,4	3,9	1,5	2,0

Джерело: розроблено автором за даними річного звіту НКЦПФР за 2015р.

Таким чином, в роботі зазначено, що нейтралізація загроз глобального ринку цінних паперів може проводитись в двох напрямках: інституційному та інструментальному. Задля побудови збалансованої моделі світового ринку цінних паперів необхідно створювати сучасні системи моніторингу та регулювання, які б мали глобальний характер.

Висновки до розділу 3

Третій розділ дисертаційного дослідження присвячений дослідженню новітніх викликів фінансового глобалізму, оцінки та аналізу глобальних систем регулювання, розробка механізмів нейтралізації загроз дисбалансів та асиметрій гетерогенного світового ринку цінних паперів. Загальні висновки по третьому розділу можна сформулювати наступним чином:

Перше, за умов фінансового глобалізму на гетерогенному світовому ринку цінних паперів породжуються новітні виклики, дисбаланси та асиметрії функціонування ринку цінних паперів із-за переважно об'єктивно обумовлених шоків глобальної економіки, відсутності системи глобального регулювання, моніторингу та ризик-менеджменту фінансових ринків, інформаційної асиметричності в Інтернет-середовищі, що акселерується різними рівнями розвитку національних економік (індустріальний та постіндустріальний). Новітні виклики за своєю природою діляться на організаційні, регулятивні, технологічні, інформаційні, економічні, культурологічні, правові, судові.

Друге, провідна тенденція сучасних фінансових систем (наприклад: США, ЄС, Японія) характеризується конвергенцією на: регулятивному, інформаційному, технологічному та інфраструктурному рівні. Такі процеси відбуваються з метою зменшення затрат на посередників, збільшення ліквідності ринку, розширення спектру фінансових активів та послуг, зменшення ризиків. Дискусія на тему що краще: підвищення конкуренції між інфраструктурними об'єктами ринку чи їх консолідація, – все більше тяжіє до останнього. Оскільки, практика показує, що фрагментарність ринку коштує дорожче для інвестора (або споживача фінансових активів, послуг), ніж організована консолідація фінансового простору.

Третє, для успішної інтеграції в світовий фінансовий ринок, автором пропонується модернізувати вітчизняну фінансову систему через реформування її регулятивної та інфраструктурної архітектури (Додаток Е, Ж 1, Ж 2). Створення мегарегулятора є вимогою сучасного етапу розвитку фінансового ринку України.

Єдиний мегарегулятор в середині якого відбувається розподіл за секторами фінансового ринку. Кожному із яких буде приділена достатня увага, оскільки ними будуть займатись окремі департаменти, що дасть змогу залучити висококласних спеціалістів та сконцентруватися на однорідній групі проблем. Однак, всі ці департаменти об'єднанні між собою інформаційно, організаційно та взаємодіють в режимі реального часу. Національний фінансовий ринок потребує змін чинного законодавства і прийняття нового. Зокрема, автором, пропонується внести зміни до Конституції України в статті 99, де сказано, що: «Забезпечення стабільності грошової одиниці є основною функцією НБУ» і викласти її в такій редакції: «Економічне зростання та підвищення благополуччя населення України є основною функцією НБУ». Крім цього, доповнити вітчизняне законодавство – Законом України «Про інвестиційних консультантів». Питання інформації на фінансовому ринку повинно стати одним із ключових. Оскільки, це має прямий вплив на прозорість ринку, створення максимально рівних умов для споживачів фінансових послуг та інвесторів, а також зменшення шахрайства, інсайдерської інформації та маніпулювання.

Четверте, Провідні країни світу та їх об'єднання активно використовують інструменти монетарної політики для стимулювання розвитку своїх економік за допомогою ринку цінних паперів. Економетричні моделі показали значний взаємозв'язок між величиною грошового агрегату М3 (прямо пропорційний, суттєвий – понад 80%), кредитною відсотковою ставкою (обернена залежність, суттєва – понад 70%) та ринковою капіталізацією лістингових компаній. Для країн з розвиненим ринком цінних паперів переважне значення для розвитку ринку акцій має розмір кредитної ставки, тоді як для країн з низьким та середнім рівнями розвитку ринку цінних паперів більш вагомим є вплив величини грошового агрегату М3.

П'яте, загрози гетерогенного світового ринку цінних паперів потребують своєчасного вирішення та їх попередження. Одним із варіантів рішення даного питання є створення Інклюзивної моделі світового регулювання фінансового ринку та поступовий перехід до наднаціонального рівня регулювання. Національні

регулятори вже не справляються з глобальними гравцями (міжнародними фірмами). Це дворівнева система глобального регулювання фінансово ринку, що включає мегарегулятор на національному рівні та Раду глобального фінансового ринку – на наднаціональному. Для пом'якшення впливу системних криз ринку цінних паперів, розглядається можливість створення компенсаційних фондів для відшкодування споживачам фінансових послуг незаконно втрачених коштів та зменшення кількості посередників між продавцем і кінцевим покупцем фінансових послуг, активів. До інструментів нейтралізації загроз відноситься: ефективна монетарна політика; диференційовані відсоткові ставки; особливий контроль за системними фінансовими організаціями; розмежування операцій, що здійснюються з клієнтськими коштами і власними; активна і пасивна модель відсоткових ставок; державні цінні папери.

По-шосте, евольвенти оптимуму, що знаходяться в околі природніх коливань цін ринку, під впливом глобальних детермінант, можуть виходити за межі допустимих значень, породжуючи неотеричні виклики, які потрібно збалансовувати за допомогою сил зовнішнього впливу на ринок. Тобто, набуває актуальності питання побудови збалансованої модель світового ринку цінних паперів.

Основні результати розділу опубліковані в наукових працях автора: [195, 198, 203, 216, 222, 257].

ВИСНОВКИ

У дисертації теоретично узагальнено та запропоновано нове вирішення наукової проблеми обґрунтування глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів, формування збалансованої моделі його функціонування в умовах генерації новітніх викликів, що дало автору підстави сформулювати такі висновки.

1. Економічна природа ринку цінних паперів характеризується як комплексна система суспільних відносин, інститутів та інструментів, що еволюціонувала від античних часів до сьогодення під впливом різних світоглядів – міфологічного, релігійного та наукового. Виокремлено три моделі сучасної ринкової корпоративної поведінки – раціональна, психологічна та комбінована. Еволюцію ринків цінних паперів характеризують шість етапів його розвитку: античний (до V ст.); середньовічний (XI–XV ст.); зародження базових інструментів (XVI – XVIII ст.); інтернаціоналізаційний (XIX ст. – початок XX ст.); державно-регулятивний (середина XX ст.) та глобальний (кінець XX ст. – початок XXI ст.). Кожний етап його функціонування має свої детермінанти розвитку та характерні особливості, що об'єднуються за критеріями - ступінь державного впливу на ринок, трансформація систем цінностей інвестора, інструментальна диверсифікація, капіталізація ринку цінних паперів.

2. Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів характеризуються об'єктивністю та системним характером. Серед найбільш значущих виокремлено: діджиталізацію та віртуалізацію, інструментальну диверсифікацію, всеохоплюючу інституціоналізацію, регуляторну уніфікацію, кризовість та турбулентність. Аналіз глобальних детермінант доцільно здійснювати на основі аналізу впливу фундаментальних, інформаційно-технологічних, організаційно-регуляторних факторів на національному, міжнародному та глобальному рівнях. Система фундаментальних факторів розвитку ринку цінних паперів складається з раціональних очікувань учасників ринку (економічний складник), форми державного устрою та соціальних норм; система інформаційно-технологічних

факторів враховує стимулюючі та стримуючі заходи, а система організаційно-регулятивних факторів передбачає правове забезпечення моделі регулювання ринку, його інфраструктурне облаштування, міжнародну інтегрованість.

3. За умов фінансового глобалізму на гетерогенному світовому ринку цінних паперів породжуються новітні виклики, дисбаланси та асиметрії функціонування ринку цінних паперів із-за переважно об'єктивно обумовлених шоків глобальної економіки, відсутності системи глобального регулювання, моніторингу та ризик-менеджменту фінансових ринків, інформаційної асиметричності в Інтернет-середовищі, що акселерується різними рівнями розвитку національних економік (індустріальний та постіндустріальний). Новітні виклики за своєю природою діляться на організаційні, регулятивні, технологічні, інформаційні, економічні, культурологічні, правові, судові.

4. У світовій теорії і практиці зароджувались інституційні та інструментально-регулятивні механізми нейтралізації загроз ефективному та соціально-орієнтованому функціонуванню світового ринку цінних паперів. Перший напрям передбачає створення мегарегуляторів на національному рівні та Ради глобального фінансового ринку – на наднаціональному, реалізацію збалансованої моделі світового ринку цінних паперів. Важливим є поєднання державного та ринкового регулювання, створення компенсаційних фондів, зменшення кількості посередників, консолідація інформації про учасників ринку. Другий напрям включає реалізацію ефективної монетарної політики, активну й пасивну моделі диференційованих відсоткових ставок, розмежування операцій з клієнтськими та власними коштами, контроль за системно важливими фінансовими організаціями, ефективне управління державними цінним паперами загалом.

5. Економетричне моделювання дозволяє поглибити факторний аналіз ключових взаємозв'язків у процесі прогнозування трендів загальносвітової динаміки та розвитку ринку цінних паперів. Економетричний аналіз показав значний взаємозв'язок між величиною грошового агрегату М3 (прямо пропорційний, суттєвий – понад 80%), кредитною відсотковою ставкою (обернена залежність, суттєва – понад 70%) та ринковою капіталізацією лістингових компаній. Для країн з

розвиненим ринком цінних паперів переважне значення для розвитку ринку акцій має розмір кредитної ставки, тоді як для країн з низьким та середнім рівнями розвитку ринку цінних паперів більш вагомим є вплив величини грошового агрегату МЗ.

6. Ринок цінних паперів України пройшов декілька етапів у процесі свого становлення, що характеризувались високими (у період приватизації та акціонування), середніми (у постприватизаційний період) та низькими (у кризові та післякризові періоди) темпами розвитку. На сьогодні національний ринок цінних паперів інтегрується у європейський та світовий, для чого необхідна системна інституційна та інфраструктурна його модернізація з імплементацією міжнародних принципів і норм функціонування. Потребується регулятивна та інформаційна консолідація ринку шляхом створення інформаційно-інтегрованої моделі його регулювання із заснуванням відповідних інститутів – холдингової компанії (власника інфраструктурних об'єктів), компенсаційних фондів, оптимізацією посередницьких структур. Важливим є інфраструктурне підключення національного ринку цінних паперів до світових фінансових центрів та фондових платформ.

7. Всеохоплююча інформатизація, діджиталізація та віртуалізація економіки і, особливо, інвестиційного бізнесу, формують передумови якісної трансформації парадигми ринку цінних паперів. Одночасно руйнуються традиційні уявлення і практики переважно національного підходу в його організації та регулюванні. Натомість актуалізуються пошуки легітимізованих та дійових глобальних регуляторів і арбітрів, ефективна діяльність яких можлива лише за умов використання мережевих ресурсів і технологій. У цьому контексті доцільно оцінювати і потенціал розвитку ринку цінних паперів України шляхом його інституційного та інфраструктурного оновлення.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Бекряшев А.К. Фондовый рынок России в условиях мирового финансового кризиса // Научный вестник Омской академии МВД России. – 2009. № 1.
2. Рубцов Б.Б./Современные фондовые рынки: учебн. пособие для вузов. – М.:Альпина Бизнес Букс, 2007.- 926с
3. Michie R.C./The global securities market: a history/Oxford University Press, 2006. 399 pages
4. NASDAQ – офіційний сайт біржі США/ Електронний ресурс, режим доступу: <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/s/securities-markets>
5. Rothbard, Murray: Making Economic Sense, 2nd edition. (Ludwig von Mises Institute, 2006, ISBN 9781610165907), p. 426
6. Mahipal Singh, 2011, ISBN 9788182055193, April 2011
7. O'Sullivan, Arthur; Sheffrin, Steven M. (2003). Economics: Principles in Action. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall. p. 283. ISBN 0-13-063085-3.
8. Cambridge Dictionary, Електронний ресурс, режим доступу: [//dictionary.cambridge.org/dictionary/english/securities-market](http://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/securities-market)
9. Dictionary of Financial Terms / Електронний ресурс, режим доступу: <https://www.thestreet.com/topic/47042/securities.html>
10. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006р. №3480-IV/ Відомості ВРУ №31 – 2006р., стор.1126, стаття 268
11. Постанова Кабінету Міністрів України «Про концепцію функціонування і розвитку фондового ринку в Україні» від 29.04.1994р. №277// [Електронний ресурс]: режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/277-94-%D0%BF>
12. Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку [Електронний ресурс]: Відомості про фондовий ринок України Режим доступу: <http://ssmsc.gov.ua/fund/info>
13. Мозговий О.М. Фондовий ринок: навч. посібн. – К.: КНЕУ, 1999. – 316с.

14. Міжнародна економіка: навч. посібн. Видання 3-тє переробл. та доп. – К.: Центр учбової літератури, 2012. – 400с.
15. Костюченко О.А. Банківське право: підручник. – К.: ВД «Професіонал», 2004. – 544с.
16. Оспіщев В.І. Фінанси: навч. посібн. 2-ге вид., переробл. і доп. – К.: Знання, 2008. – 366с.
17. Майорова Т.В. Інвестиційна діяльність: підр. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 472с.
18. Шевченко О.Г., Майорова Т.В./Портфельне інвестування: підручник. – К.: КНЕУ, 2010. – 407с.
19. Тиркало Р.І., Кравчук І.С./Банківські операції з цінними паперами: монографія. – Тернопіль: Карт-бланш, 2004. – 2011с.
20. Лютий І.О., Грищенко Т.В., Любка О.В., Мошенський С.З., Білик О.П., Рак Р.В., Буй Т.Г., Нічосова Т.В., Прімерова О.К. Ринок боргових цінних паперів в Україні: суперечності та тенденції розвитку: монографія. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432с.
21. Алексеєнко Л.М., Олексієнко В.М. Економічний тлумачний словник: власність, приватизація, ринок цінних паперів (українсько-англійсько-російський). – Тернопіль: Астон, 2003. -672с.
22. Бурмака М.О., Бутенко Д.С., Головка А.Т. та інші Фондовий ринок України: законодавче регулювання: навчально-методичний посібник. – Видання 6-е, переробл. та доп. – К., 2011. – 860с.
23. Венгер В.В. Фінанси: навч. посібн. – К.: Центр учбової літератури, 2009. – 432с.
24. Василєва В.В., Васильченко О.Р. Фінансовий ринок: навч. пос. – К: Центр учбової літератури, 2008. – 368с.
25. Остапович Г.М. Державний контроль на ринку цінних паперів України/мат. дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата юридичних наук, спеціальність 12.00.07, Київ – 2006.
26. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг: учебное пособие, Москва 2002. – 87с.

27. Віхров С.О. Ринок цінних паперів як господарсько-правова категорія/ Часопис Київського університету права – 2010. – №4 С.181-185
28. Щетинін А.І. / Гроші та кредит: Підручник: Видання 39те, перероблене та доповнене. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 432 с.
29. Фролов И.Т. /Философский словарь / (под ред. Фролов И. Д.), Адо А.В., Андреев И.И., Аникеев Г.С. и др., М, Издательство политической литературы 1986, 588 с.
30. Лаврушин И.О./Деньги.Кредит.Банки/ Издательство: Финансы и статистика. – М., 2004, 459с.
31. Чепурина М.Н., Киселева .Е.Л./ Курс экономической теории. – Киров: Издательство «Аса», МГИМО МИД РФ, 1998.- 272с.
32. Булатова А.С./Экономика: учебник, 2-е издание – М.:Издательство БЕК, 1999. – 557с.
33. Миркин Я.М./ Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизмы развития/Диссертация на соискания ученой степени доктора экономических наук. – М.:Финансовая академия при правительстве РФ, 2003. - 583с.
34. Карпушкина А.В./Рынок ценных бумаг в условия переходной экономики России/Автореферат диссертации на сосискание уч.ст.к.э.н. по специальности 08.00.01. – Челябинск: Челябинский филиал Института экономики Уральского отделения Российской академии наук, 1999
35. Гнатюк Р.А; Островерх П.І. / Еволюція поглядів представників провідних економічних шкіл на роль ринку цінних паперів у господарській системі / Науковий вісник НЛТУ України. – 2015. – Вип. 25.3, С.400-405
36. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії / К. Маркс, Ф. Енгельс. – Т. 3. – Кн. 3.Твори. – Т. 25. – Ч. 1. – 638 с.
37. Родионова Н.К. Методологические основы исследования рынка ценных бумаг /Н.К. Родионова, И.С. Кондрашова // Социально-экономические явления и процессы : сб. науч.тр. – 2011. – № 5-6. – С. 203-206.

38. Кейнс Дж. М. Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента і грошей : реферат-дайджест / Дж.М. Кейнс. – К. : Вид-во АУБ, 1999. – 189 с.
39. Євтушевська О.В. Теорії розвитку корпоративних відносин у працях Джона Мейнарда Кейнса / О.В. Євтушевська // Теоретичні та прикладні питання економіки : зб. наук. праць. – 2011. – Вип. 26. – С. 257-261.
40. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж.М. Кейнс // Антология экономической классики : сб. науч. тр. – М. : Изд-во "ЭКОНОВ", "Ключ", 1993. – 486 с.
41. Баула О.В. Еволюція поглядів учених економістів на роль ринку цінних паперів / О.В. Баула // Історія народного господарства та економічної думки України : зб. наук. праць. – 2007. – Вип. 39-40. – С. 329-331.
42. Причепій Є.М., Черній А.М., Чекаль Л.А. / Філософія: підручн. – К.: Академвидав, 2008. – 592с.
43. Fama Eugene F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. / Eugene F. Fama // The Journal of Finance. – 1970. – vol. 25(2). – P. 383–417.
44. Маршалл Дж. Ф. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям / Дж. Ф. Маршалл, В. К. Бансал ; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1998. – 784 с.
45. Примостка А. О. Теоретичні концепції прогнозованості фондових ринків / А. О.Примостка // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка» : науковий журнал. – Острог : Вид-во НУ«ОА», вересень 2016. – № 2(30). – С. 128–133
46. Резго Г. Я., Кетова И. А. Биржевое дело. М. : Финансы и статистика, Инфра-М, 2010.
47. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis / H. P. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper. – 1999. – vol. 74. – 10 p.
48. Матвійчук А. В. Штучний інтелект в економіці: нейронні мережі, нечітка логіка : монографія /А. В. Матвійчук. – К. : КНЕУ, 2011. – 439 с.
49. Царихин К.С. / Фондовый рынок и мир: учебник, 2008р., - 898с.

50. Soros G., *The Alchemy of Finance*, Simon & Schuster, 1988.
51. Бакатанов О. Г. Портфельное инвестирование: стратегия управления портфелем ценных бумаг в условиях высоко нестабильных финансовых рынков / Диссертация на соискание учёной степени кандидата экономических наук. – 2008.
52. Норд Даглас. Інституції, інституційна зміна та функціонування економіки / Даглас Норд. – К. : Основи, 2000. – 198 с.
53. Кульков В.М./Философия хозяйства и теория национальной экономики/ Философия хозяйства – 2001 - №4 С.42-48
54. Завора О. / Поведінкові теорії на ринку цінних паперів: від виникнення до сучасності /Журнал «Ринок цінних паперів України» №9-10/2010, С.3-8
55. Маккей Ч. / Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы: Пер. с англ. - М.: Издательский дом «АЛЬПИНА», 1998. - 333 с.
56. Paul J.H. Sehoemaker. The Expected Utility Model: Its Variants, Purposes, Evidence and Limitations // *Journal of Economic Literature*, June 1982, v.XX, no.2, p.529-563.
57. Herbert A. Simon. Rationality as Process and as Product of Thought. Richard T.Ely Lecture // *American Economic Review*, May 1978, v.68, no.2, p.1-16. - Режим доступу: http://igiti.hse.ru/data/003/314/1234/3_1_2Simon.pdf
58. Білоус Т. Перспективи дослідження та моделювання «обмеженої раціональності». Науковий вісник Чернівецького університету. Збірник наукових праць. Випуск 412-413. - Режим доступу: http://www.nbu.gov.ua/portal/natural/Nvchu/Filos/2008_412/412-413%5C33.pdf.
59. Ларичев О. И. Теория и методы принятия решений, а также Хроника событий в Волшебных Странах: Учеб-ник. - М.: Логос, 2000. - 296 с
60. Samuelson P. A Note on Measurement of Utility // *Review of Economic Studies*. 1937. Vol. 4. P. 155-161.
61. Ложкін ГЛ.. Комаровецька ВЛТ.. Воленюк НЮ. Економічна психологія: Навчальний посібник. - 3-тє вид-ня, переробл. і доповн. - К.: «Видавничий дім «Професіонал», 2008. - 464 с.
62. Kahneman D., Tversky A. Prospect Theory: an analysis of decision under risk // *Econometrica*. - Volume 47, Issue 2 1979. - p. 263-292

63. Павлов И. А. Поведенческая экономическая теория — позитивный подход к исследованию человеческого поведения (научный доклад). - М., ИЭ РАН, 2007. - 62 с.
64. Camerer C.F., G.Loewenstein & M.Rabin / Advances in behavioral Economics (New York: Princeton University Press, 2004) - p.374-392.
65. Smith B.M. / A history of the global stock market: from ancient Rome to Silicon Valley/ University of Chicago Press edition 2004, 344 pages
66. Cunningham W. /Cunningham's Essays on western Civilization/ New York, G.P. Putnam's; Cambridge, University press, 1913
67. Chancellor E./ Devil take the Hindmost/New York: Penguin, 2000
68. Braudel F. /The Wheels of Commerce/ trans. by Sian Rynolds, New York: Haper & Row, 1982
69. Кумешер И. М. /История биржи (в изложении) // Банковская энциклопедия. Киев: Банк. энцикл., 1916. Т.II. С. 40-75
70. Ehrenberg R. / Capital and finance in the age of the Renaissance/ translated from the German by H.M. Lucas, London: Cape, 1928. 390 p.
71. Vega J. / Confusion de Confusiones (Amsterdam, 1688; in English with an introduction by Herman Kellenbenz, 1957; repr. in Wiley Investment Classics: New York, 1996
72. Homer S. And Sylla R./ A history of interest rates/Rutgers University Press, 1996. - 688p.
73. Mitchell B. R./International historical statistics/vol.3, table F1, London 1998
74. Mulhall M.G./Industries and wealth of nations/ Longmans, Green, and co., London 1896. - 451p.
75. Goldsmith R.W./Comparative national balance sheets: A study of twenty countries, 1688-1978/The University of Chicago press, Chicago 1985.-351p.
76. Abdul-Hadi A.S.F., /Stock Markets of the Arab World: Trends, Problems and Prospects for Integration/ London, Routledge, 1988.- 156p.
77. Cameron Rondo E. /Banking in the early stages of industrialization: a study in comparative economic history/ New York: Oxford University Press, 1967.-349p.

78. Sylla R., Tilly A., Tortella G. (eds)/The state, the financial system and economic modernization/ Cambridge University Press, United Kingdom 1999.-292p.
79. Wilkins M. /The History of Foreign Investment in the United States, 1914-1945/ Harvard University Press, USA - June 30, 2004/ -1008p.
80. Ананьєв М.Ю./ Глобалізація і економічний розвиток / Формування ринкової економіки" – №26 2011р., Ч.2. С.3
81. Стукало Н.В. /Оцінювання стану розвитку фінансової глобалізації: особливості для України/ http://www.kneu.kiev.ua/journal/ukr/article/2006_1_Stukalo_ukr.pdf
82. Anderson W.T. All connected now.Life in the first global civilization – westview press, 2001
83. Лук'яненко Д.Г./Стратегії економічного розвитку в умовах глобалізації: монографія. –К.: КНЕУ, 2001 – 538с
84. International Monetary Fund / Globalization: A Brief Overview / IMF: issues brief, May 2008 - <http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2008/053008.htm>
85. Козак Ю.Г./Світова економіка: навч. посібн./За ред. Ю.Г. Козака, В.В. Ковалевського, Н.С. Логвінової – К.: центр учбової літератури, 2010. – 328с.
86. Райзберг Б. А., Лозовский Л. Ш., Стародубцева Е. Б. Современный экономический словарь. 5-е изд., перераб. и доп. — М.: ИНФРА-М, 2007. — 495 с. — (Б-ка словарей "ИНФРА-М").
87. Business Dictionary / WebFinance Inc., 10201 Fairfax Boulevard, Suite #570, Fairfax, VA, 22030, режим доступу: <http://www.businessdictionary.com/definition/determinant.html>
88. Саратовский Бизнес-Каталог 2017 / Проблема глобальных дисбалансов в мировой экономике / Интернет ресурс, режим доступу: <http://www.sar-business.ru/ekonomika-i-finansyi/problema-globalnyh-disbalansov-v-mirovoy-ekonomike.html>
89. Samy Ben Naceur, Samir Ghazouani, Mohamed Omran / The determinants of stock market development in the Middle-Eastern and North African region/ Managerial Finance Vol. 33 No. 7, 2007, pp. 477-489, Emerald Group Publishing Limited, 0307-4358, DOI 10.1108/03074350710753753

90. Миркин Я. /Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. — М.: Альпина Паблшер, 2002. — 624 с.
91. Лук'яненко Д.Г./Економічна інтеграція і глобальні проблеми сучасності [Текст]: навчальний посібник/Д. Г. Лук'яненко. - К. : КНЕУ, 2005. - 203с.
92. Rozada M.G., Yeyati E.L./ Global factors and emerging market spreads (Research Department Working paper series) Inter-American Development Bank, 2006., p.552.
93. Kristin J. Forbes and Menzie D. Chinn / A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets Over Time / Review of Economics and Statistics, Volume 86, Issue 3 | August 2004, p.705-722
94. Котляров С.Л./Трансформація фондових ринків країн центральної та східної Європи, дисертація на здобуття наук.ст. к.е.н., 08.00.02 (Світове господарство), Київ – 2008., 189с.
95. Сохацька О. М. Новий порядок на світовому фінансовому ринку: післякризові проекти і реалії / О. М. Сохацька // Журнал Європейської економіки. – Березень, 2010. – Том 9 (№1). – С. 101-116.
96. Olgic Draženović B. and T. Kusanović/ Determinants of capital market in the new member EU countries/ Economic Research-Ekonomska Istraživanja, VOL. 29, NO. 1, 758–769, 14 Jul 2016, Republic of Croatia
97. Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets. Banks and Economic Growth, American Economic Review, 88, 537–558.
98. Морозов С.М., Шкарапута Л.М. / Словник іншомовних слів. – К.: Наук. думка, 2000. – 680с.
99. IMF / Navigating Monetary Policy Challenges and Managing Risks / Global Financial Stability Report, Statistical Appendix – April 2015, 26 pages
100. Шелудько Н.М., Корнєєв В.В., Брус С.І., Бублик Є.О. «Фінансовий ринок та грошово-кредитна політика в Україні» // Економіка України за 1991-2009 роки / за заг. ред. В.М. Гейця та ін. ; НАН України ; Ін-т екон. та прогнозув. - К. : Держкомстат України. - 2010. – 112 с. (Р.6, пп.6.1, 6.2), с. 73–82).
101. McKinsey Global Institute / Mapping global financial markets 2011, annual report [Електронний ресурс], режим доступу: <http://www.mckinsey.com/ Insights/MGI>

102. Мельничук М.В., Фрумина С.В. / Влияние фундаментальных факторов на формирование и развитие рынка ипотечного кредитования / Аудит и финансовый анализ - №4 – 2008г., С.229-236
103. Вайн С. / Фундаментальный анализ рынка: практика применения / Банковский менеджмент – №12 – 2007 г. С.39-44
104. Котюк В.О./Загальна теорія держави і права: навч. посібн.-К.: Атіка, 2005.-592с.
105. Лисенков С.Л./Теорія держави і права: підручник/А.М.Колодій, О.Д.Тихомиров, В.С.Ковальський. – К.: Юрінком Інтер, 2005. -448с.
106. Міжнародний валютний фонд. [Електронний ресурс], режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/weose1gr.aspx>
107. Миркин Я.М. / Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски, М.: GELEOS Publishing House, 2011 – 480с.
108. Вундт В./Проблемы психологии народов. – М.: Изд-во «Космос», 1912. – 160с.
109. Вебер М. /Избранные произведения. - М.: «Прогресс». 1990. – 808с.
110. Національна комісія з цінних паперів і фондового ринку. Річний звіт за 2010р. [Електронний ресурс], режим доступу: <http://www.nssmc.gov.ua/activities/annual>
111. Декрет КМУ «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» від 19.02.1993р. №15-93 // Відомості ВРУ – №17 – 1993р., стаття 184
112. Магомедов Р. /Директор компанії Astrum Capital (Україна), [Електронний ресурс], режим доступу: http://www.prostobank.ua/finansovyy_gid/investitsii/stati/
113. Савельєв, Є. Валютнокурсова політика України: сучасні тенденції та вимір валютного курсу / Євген Савельєв, Віталіна Куриляк // Журнал європейської економіки. – 2016. – Т. 15, № 4. – С. 424-444.
114. Міжнародний валютний фонд/ World Economic Outlook Database, April 2017/ [Електронний ресурс]: режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/01/weodata/index.aspx>
115. Transparency International /Електронний ресурс, режим доступу: <https://www.transparency.org/country/UKR>
116. Грошово-кредитна статистика НБУ [Електронний ресурс], режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=44579

117. Shevchuk Viktor. Monetary model of exchange rate determination: evidence from the Czech Republic, Hungary and Poland / V. Shevchuk // Journal of Modern Accounting and Auditing. - January 2014. - Vol. 10.-No1.-P. 97-103.
118. НБУ, Макроекономічний огляд / [Електронний ресурс], режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=7693080
119. Звіт Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України за 2016 рік / Електронний ресурс, режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/documents/rtchniy-zvt-nktspr-za-2016-rk/>
120. Ананьєв М.Ю./Глобалізація і економічний розвиток/ Формування ринкової економіки –вип.26 – 2011р., частина №2, С.3-14
121. Мочерний С.В./ Економічний енциклопедичний словник: у 2 т. Т.2, Львів «Світ», 2006 – 568с.
122. Ананьєв М.Ю./ Етапи еволюції фондових ринків/ Журнал «Ринок цінних паперів України» – №9-10 – 2011р., 100с.
123. Райзберг Б.А./ Современный социэкономический словарь. – М.: ИНФРА-М, 2010. – 629с.
124. Большой Российский энциклопедический словарь. – М.: Большая Российская энциклопедия, 2003. – 1888с.
125. Leavitt H.J., Whistler T.L. / Management in the 1980's / Harvard Business Review, November-December 1958, pp. 41-48.
126. Писаревська Т.А. / Інформаційні системи і технології в управлінні трудовими ресурсами: навч.посібн., 2-ге вид., К.: КНЕУ, 2000. – 279с.
127. Береза А.М./ Інформаційні системи і технології в економіці: навч.-метод. посібник для сам ост. вивч. дисц. – К.: КНЕУ, 2002. – 80с.
128. Хохлова Н.М./ Информационные технологии (конспект лекций), М.: Приор-издат., 2004. – 192с.
129. The Global Information Technology Report 2016 / Innovating in the Digital Economy / Silja Baller, Soumitra Dutta, and Bruno Lanvin, editors [електронний ресурс], режим доступу: http://www3.weforum.org/docs/GITR2016/WEF_GITR_Full_Report.pdf

130. Разроев Э./Инфокоммуникационный бизнес: управление, технологии, маркетинг. – СПб., Изд-то «Профессия», 2003. – 352с.
131. Инновационная экономика: монография. 2-е изд., М.: Наука, 2004. – 352с.
132. Мошенський С.З./ Фондовий ринок та інституційне інвестування в Україні: вплив на інвестиційну безпеку держави: монографія. – Житомир: ЖДТУ, 2008 – 432с.
133. Буклемишев О.В./Рынок еврооблигаций. – М.: Дело, 1999. – 232с., с.102
134. Kerwer D./ Holding global regulators accountable. The case of credit rating agencies. 2002. [Электронний ресурс], режим доступу: http://www.polwiss.edu.tum.de/fileadmin/tueds03/www/Publikationen/Kerwer/Kerwer__2005__Holding_global_regulators_accountable_-_Rating.pdf
135. Friedman T./Foreign affairs: Don't mess with Moody's/The New York Times, February 22, 1995
136. Sam Musa /Cybersecurity: Understanding the Online Threat/ Cyber Security Adjunct Professor, University of Maryland University College, Published on 2013/12/17, [Электронний ресурс], режим доступу: <https://evollution.com/opinions/cybersecurity-understanding-online-threat/>
137. Сара Блум-Раскин / Финансовая «семерка» представила основы кибербезопасности в финансовом секторе/ ТАСС информационное агентство, [Электронний ресурс], режим доступу: <http://tass.ru/mezhdunarodnaya-panorama/3695891>
138. Макконелл К. /Экономикс / К. Макконел, С. Брю. – Изд. 14-ое, [перераб. и доп.]. – М. :Изд-во ИНФРА-М, 2003.– 983с., С.162
139. Хайек Ф. / Пагубная самонадеянность. М.: «Новости», 1992. -304с., С.156
140. Фещенко В./ Видатні фінансисти та сучасна практика. Енциклопедичний довідник. – Київ, Українське агентство фінансово розвитку, 2011. – 392с., С.269
141. Мошенский С.З. / Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы, Москва: «Экономика», 2010. – 240 с.
142. Якубовський С.О. Финансовая устойчивость стран Европейского Союза в условиях мирового экономического кризиса: опыт для Украины // Актуальные

проблемы экономики и менеджмента: теория, инновации и современная практика: монография. Книга вторая – X., 2014

143. Beny L.N. /U.S. secondary stock markets: a survey of current regulatory and structural issues and a reform proposal to enhance competition / L. Beny. – Harvard Law School, 2001. – Discussion Paper No. 331. [Электронный ресурс], режим доступа: www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/No331.01.Beny.pdf
144. Документи Міжнародної організації комісій з цінних паперів (IOSCO)/Цілі та принципи IOSCO, June 2010. [Електронний ресурс]: режим доступу: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>
145. Бурмака М.О., Бутенко Д.С., Долінський Л.Б./Біржовий фондовий ринок України: навч.посібник.-К: АДС УМК Центр, 2013. – 264с.
146. Цвік М.В., Петришин О.В./ Загальна теорія держави і права: підруч. для студ. вищ. навч. закл. - X.: Право, 2009. - 572 с.
147. Вахрушин И.В./ Рынок ценных бумаг КНР: состояние, развитие, перспективы/Диссертация на соискание у.с. к.э.н., Москва – 2009
148. Галанова В.А., Басова А.И./Рынок ценных бумаг: учебник, 2-е изд. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 448с., С.260
149. Муравйов К.В./Правове регулювання ринку цінних паперів: навч.посіб. – К.: «Центр учбової літератури», 2012. – 272с.
150. 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>
151. Cihak M., Podpiera R. Is one watchdog better than three: International experience with integrated financial sector supervision/IMF Working Paper. – 2006.– №57 – 32p. [Електронний ресурс]: режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp0657.pdf>
152. Taylor M., Fleming A. Integrated financial supervision: lessons of the Northern European experience/ World Bank Policy Research Working Paper №2223. – 1999. –

- 35р. [Электронный ресурс]: режим доступа: <http://wbln0018.worldbank.org/research/workpapers.nsf/bd04ac9da150d30385256815005076ce/5f52ea1e6cf0a3518525682c005bdf1e/SFILE/wps2223.pdf>
153. Securities and Exchange Commission/Agency Financial Report – fiscal year 2014
154. Уголовный кодекс Российской Федерации от 13.06.1996 № 63-ФЗ / Собрание законодательства Российской Федерации от 1996 г. , N 25 , ст. 2954
155. Directive 97/9/EC of The European Parliament and of The Council of 3 march 1997 on Investor-Compensation Schemes - OJ. L84/22
156. Мишарев А.А./Рынок ценных бумаг. – СПб.: Питер, 2007. – 256с.
157. Мацкайлова Е.В. Развитие инфраструктуры фондового рынка в России: дис.канд. экон. наук: 08.00.10/Мацкайлова Елена Викторовна; Волгогр. гос. ун-т. – Волгоград, 2005. – С. 50-60.
158. Яценков К.В. Инфраструктура фондового рынка России и пути ее оптимизации: дис. ... канд.экон.наук: 08.00.10 / Яценков Кирилл Васильевич; Российский университет кооперации. – Москва, 2006. – 187с.
159. Молодкин А.Ю./ Формирование инфраструктуры рынка ценных бумаг/Диссертация на сосискание у.с. к.э.н., Москва – 2009
160. Жупаненко В.М./Формування та розвиток інфраструктури ринку цінних паперів європейського союзу/Дисертація на здобуття н.с. к.е.н./ДВНЗ «КНЕУ ім..В.Гетьмана», Київ – 2013р.
161. Скрипниченко В.М., Мальцев Д.М., Голубев А.А./ Фондовые рынки и операции: учебное пособие. – СПб.: СПб НИУ ИТМО, 2014. – 130с.
162. Bennet P. Market structure, fragmentation and market quality / P. Bennet, L. Wei // Journal of Financial Markets. – 2006. – №9 (1). – P. 53. – <http://www.nyse.com/pdfs/marketequalitystudy03.pdf>.
163. Securities Act Amendments of 1975. № 94-229. – Section 11-A. – <http://www.answers.com/topic/securities-acts-amendments-of-1975>
164. World Federation of Exchanges/Focus - NO 235 – September 2012/52nd WFE Annual Meeting. Электронный ресурс, режим доступа: http://www.world-exchanges.org/files/files/focus/pdf/Focus_2012_09.pdf

165. International Organization of Securities Commissions/ Securities Market Risk Outlook 2014-15, - p.6
166. Сенчагов В.К., Соловьёв А.И. / Глобальные риски и экономическая безопасность России: проблемы управления// Современные технологии управления. ISSN 2226-9339. — №10 (58). Номер статьи: 5804. Дата публикации: 2015-10-08 . Режим доступа: <http://sovman.ru/article/5804/>
167. Вести. Экономика / Глобальные дисбалансы – угроза мировой экономике, 07.11.2016 / Электронный ресурс, режим доступа: <http://www.vestifinance.ru/articles/77225>
168. Маричева Н. Н. Глобальные дисбалансы в мировой экономике // Молодой ученый. — 2014. — №6. — С. 446-448.
169. Akerlof G., M. Spence, J. Stiglitz: l'asymetrie au coeur de la nouvelle microeconomie // problemes Econ. P. , 2001. N 2734. P. 1924
170. Янош Барберис, Сюзан Чишти / Финтех. Путеводитель по новейшим финансовым технологиям/ "Альпина Паблишер", — 2017р. Электронный ресурс, режим доступа: <http://www.management.com.ua/finance/fin260.html#2>
171. Мозговий О.М., Руденко-Сударева Л.В., Гуртов Д.О./ Методика економічної оцінки глобальних процесів/За ред. д.е.н., проф., Л.В. Руденко-Сударевої. – Київ: КП «Редакція», 2010 – 192с.
172. Поляченко В.А., Паливода К.В., Гайдуцький П.І./ Світова іпотечна криза. Укрінтеї, 2008.- 428с.
173. Плотніков О.В./Фінансовий менеджмент у ТНК: навч. посібн. - К.: Кондор, 2008.-251с.
174. Лук'яненко Д.Г., А.М. Поручник, А.М. Колот/ Глобальна економіка XXI ст.: людський вимір: монографія. – К.: КНЕУ, 2008. – 420с.
175. Білорус О.Г./Глобальний конкурентний простір: монографія за ред. О.Г. Білоруса. – К.: КНЕУ, 2007.- 680с.
176. Michael D. Bordo, Alan M. Taylor and Jeffrey G. Williamson/ Globalization in Historical Perspective. - Conference held May 3-6, 2001/ Published in January 2003 by

University of Chicago Press 2003 by the National Bureau of Economic Research. 588 pages

177. Кравчук Н. Я. Фінансові дисбаланси світової економіки в умовах асиметрій глобального розвитку/ Кравчук Наталія Ярославівна // Автореферат дисертації на здобуття наук. ступеня доктора економічних наук - Тернопіль. 2014. - С.15.
178. Miklos Dietz, Vinayak HV, and Gillian Lee/Bracing for seven critical changes as fintech matures / McKinsey & Company, November 2016 Електронний ресурс, режим доступу: <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/bracing-for-seven-critical-changes-as-fintech-matures>
179. Dictionary of Financial Terms / Електронний ресурс, режим доступу: <https://www.thestreet.com/topic/47042/securities.html>
180. WORLD ECONOMIC FORUM - 2016/ The Role of Financial Services in Society Електронний ресурс, режим доступу: http://www3.weforum.org/docs/WEF_FS_RoleFinancialServicesSociety_Stability_Tech_Recommendations_2016.pdf
181. Гоббс Т. Левиафан. — М.: Мысль, 2001. — 243 с.
182. Мамрова И.Ю., С. Кошар / Финансовое регулирование «Группы двадцати»: от межгосударственной координации к наднациональной / Вестник международных организаций. Т. 9. № 1 (2014), С.71-87
183. Expert Group on Market Infrastructures (EGMI)/ REPORT, - 10.10.2011, p.7
184. Expert Group on Market Infrastructures (EGMI)/ REPORT, - 10.10.2011, p.16
185. Commission delegated regulation (EU)/ supplementing Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on the clearing obligation /Brussels, 6.8.2015 C(2015) 5390 final
186. Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU
187. Directive 97/9/EC of The European Parliament and of The Council of 3 march 1997on Investor-Compensation Schemes - OJ. L84/22

188. Сенинский С. / “Правило Волкера”: восемь исключений для трех запретов / 11 Декабрь 2013, Электронный ресурс, режим доступа: <https://www.svoboda.org/a/25197667.html>
189. Securities And Exchange Commission / Regulation NMS / Final rules and amendments to joint industry plans/Release No. 34-51808; File No. S7-10-04, June 9, 2005 – режим доступа: <https://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>
190. Securities and Exchange Commission/офіційний сайт, режим доступа: <https://www.sec.gov/marketstructure/midas.html#.VizaP9LhDIV>
191. Securities Investor Protection Act Of 1970 / Электронный ресурс, режим доступа: <https://www.sec.gov/about/laws/sipa70.pdf>
192. Звіт про фінансовий стан НБУ на 01.07.2017р. / Электронный ресурс, режим доступа: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=19761514
193. Закон України «Про Державний бюджет України на 2017 рік» від 21.12.2016 № 1801-VIII / Відомості Верховної Ради (ВВР), 2017, № 3, ст.31
194. Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг / Довідка про зміни до кошторису на 2017 рік від 08.08.2017 № 2 / Электронный ресурс, режим доступа: <https://nfp.gov.ua/content/byudzheth.html>
195. Ананьєв М.Ю./ Організаційно-регулятивні фактори розвитку фондових ринків/ Науково-практичний журнал: "Інвестиції: практика та досвід" - №24, 2014р. С.65-71
196. Kryvenko, L., Isaeva, O. / Economic Annals-XXI (2015), 3-4(2), 33-36
197. Закон України «Про Національний банк України» / Відомості Верховної Ради України (ВВР), 1999, № 29, ст.238
198. Ананьєв М.Ю./ Монетарна політика та її вплив на розвиток ринку цінних паперів/ Журналі “Інвестиції: практика та досвід” № 11, 2017 стор. 75 – 82
199. The Board of Governors of the Federal Reserve System / Электронный ресурс, режим доступа: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>

200. Ананьєв М.Ю./Фундаментальні фактори розвитку фондових ринків/Науково-практичний журнал «Інвестиції: практика та досвід» - №17, вересень 2012р., С.35-40
201. Liam Kennedy / Top 400 Asset Managers 2016: Global assets now €56.3trn / Електронний ресурс, режим доступу: <https://www.ipe.com/reports/special-reports/top-400-asset-managers/top-400-asset-managers-2016-global-assets-now-563trn/10013542.article>
202. Deutsche Börse AG/ Company_Structure/ офіційний сайти, режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbg/dispatch/en/kir/dbg_nav/about_us/10_Deutsche_Boerse_Group/30_Company_Structure
203. Ананьєв М.Ю./ Інформаційно-інтегрована модель регуляції фінансового ринку України / Міжнародна науково-практична конференція «Стабільність національної економіки: проблеми та шляхи забезпечення» (22-23 вересня 2017 р. м. Дніпро)
204. Ананьєв М.Ю./ Проблеми та потенціал фондового ринку України/ IV Міжнар. наук.-практ. конф. «Підприємницька діяльність в Україні: проблеми розвитку та регулювання», – К.: МІБО КНЕУ, 27-28 травня 2010р. - 336с.;
205. Бекряшев А.К. Фондовый рынок России в условиях мирового финансового кризиса // Научный вестник Омской академии МВД России. – 2009. № 1.
206. Луцишин З.О. Трансформація світової фінансової системи в умовах глобалізації / Луцишин Зоряна Орестівна. - К.: Видавничий центр "ДрУк", 2002, С. 244 (320 с.)
207. Світовий банк / Електронна база даних [Електронний ресурс], режим доступу: <https://data.worldbank.org/indicator>
208. Ананьєв М.Ю./ Параметри глобального біржового ринку цінних паперів/ Журнал «Ринок цінних паперів України» - № 7-8, 2013р. С.71-80
209. Лукань Л., Цеглик Г. Застосування кластерного аналізу для оцінки розвитку малого підприємництва в регіонах України// Формування ринкової економіки в Україні. – 2009. - №19. – С.73-80
210. Вітлінський В.В. Математичні моделі та методи ринкової економіки / В.В. Вітлінський, О.В. Піскунова. – К. КНЕУ, 2010. – 531 с.

211. Доугерти К. Введение в эконометрику - Изд. 3-е. - М.: ИНФРА-М, 2009. – 465 с.
212. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування від 16 березня 2016 року / Електронний ресурс, режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>
213. Офіційний сайт НБУ, електронний ресурс, режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716>
214. ISSA/G30 /ISSA Recommendations: 1998/1999 Status Review, режим доступу: <http://www.issanet.org/pdf/issa-g30-1999.pdf>
215. Ананьєв М.Ю./Ключові фактори впливу на розвиток ринку акцій на основі аналізу світової практики/ XVI Міжнародна Науково-практична конференція "Теорія і практика сучасної економіки", 19 листопада 2015, Черкаси
216. Ананьєв М.Ю./Особливості фінансування діяльності державних регуляторів на ринках цінних паперів: світовий досвід та Україна/ Міжнародна науково-практична конференція "Соціально-економічний розвиток України та її регіонів: проблеми науки та практики", 25-26 вересня 2015р., Одеса, С.22
217. Financial Times 14 September 1990, 24 April 1997; International financial services (IFS), "Securities dealing", 5 July 2005
218. Traders magazine – May 2010. [Електронний ресурс]: Chapman P./ A Buttonwood Tree Grows in Mahwah. Режим доступу до журналу: www.tradersmagazine.com
219. Лук'яненко Д.Г., Поручник А.М. / Управління міжнародною конкурентоспроможністю в умовах економічного розвитку: монографія у 2-х томах, Т.-1, К.: КНЕУ, 2006. – 816с.
220. Мочерний С.В./ Економічний енциклопедичний словник: у 2 т. Т.1, Львів «Світ», 2005. – 616с.
221. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006р. №3480-IV/ Відомості ВРУ №31 – 2006р., стор.1126, стаття 268
222. Ананьєв М.Ю./Фінансовий компонент економічної глобалізації/ Вісник КНУТД – №5 (61) – 2011р. С.144-149
223. The Board of Governors of the Federal Reserve System/офіційний сайт, режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/mission.htm>

224. The European Central Bank / офіційний сайт, режим доступу:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/ecb-mission/html/index.en.html>
225. The Bank of Japan / офіційний сайт, режим доступу:
<https://www.boj.or.jp/en/about/outline/index.htm/>
226. The Bank of England / офіційний сайт, режим доступу:
<http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/onemission/default.aspx>
227. Board of Governors of the Federal Reserve System/Federal Reserve Statistical Release, режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/econresdata/default.htm>
228. Варшавська фондова біржа/офіційний сайт, режим доступу:
<http://raportroczny2013.gpw.pl/en/corporate-governance/share-capital-shares-bonds-share-listing-wse#start>
229. Ананьєв М.Ю./Інформаційно-технологічні фактори глобалізації фондових ринків/ Міжнародна науково-практична конференція: «Модернізація стратегій економічного розвитку в умовах глобальної нестабільності», 22-23 листопада 2012р. ДВНЗ «КНЕУ ім. В.Гетьмана, С.170
230. Додонов В.Ю. / Глобальные детерминанты экономического развития и современная мирохозяйственная система / Известия НАН РК. Серия общественных наук, 2004, №3, С.75-80
231. Кузнєцова Н.С., Назарчук І.Р. Ринок цінних паперів в Україні: правові основи формування та функціонування. – К.: Юрінком Інтер, 1998. – 528с.
232. Аврамчиков В.М., Антамошкин А.Н. / Анализ теорий о состоянии фондового рынка / Вестник СибГАУ. № 1(47). 2013, С.186-190
233. Peters Edgar / Chaos and Order in the Capital Markets: A New View of Cycles, Prices, and Market Volatility, 2nd Edition, 288 pages, September 1996
234. Veblen T. Why is economics not an evolutionary science? // The quarterly journal of economics. – 1898. – p. 373-397.
235. Ананьєв М.Ю./Сучасні моделі побудови обліково-розрахункової інфраструктури ринку цінних паперів/Науково-практичний журнал: «Економіка та держава» - №3(березень) – 2013р., С.64-68

236. Financial Industry Regulatory Authority, USA/офіційний сайт – режим доступу:
<http://www.finra.org/about>
237. Securities and Exchange Commission / Agency Financial Report/ Fiscal Year 2014
238. World Federation of Exchanges /monthly reports, January 2015
239. Ананьєв М.Ю./ Глобальні фактори впливу на поведінку фондового ринку в умовах сучасної техніко-технологічної революції/ Всеукраїнська науково-практична конференція «Актуальні проблеми і перспективи розвитку обліку, аналізу, фінансів та аудиту», 15 жовтня 2010р., м. Сімферополь. – С.99
240. Baker, Malcolm P. and Wurgler, Jeffrey A.. Investor Sentiment in the Stock Market // Journal of Economic Perspectives, Spring 2007. Available at SSRN:
<http://ssrn.com/abstract=962706>
241. Норт Д./Институты, институциональные изменение и функционирование экономики. М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997, 180с.
242. DIRECTIVE 98/26/EC OF The European Parliament And Of The Council “On settlement finality in payment and securities settlement systems” of 19 May 1998, Official Journal of the European Communities - L 166/45
243. Луцишин З.О., Кравчук Н.Я. Системні детермінанти сучасних гравітаційних процентів у геоeкономічному просторі / З.О. Луцишин, Н.Я. Кравчук // Міжнародна економічна політика. - 2015. - №2 (23). - С.29-49.
244. Брус С. І. Політика кількісного пом'якшення в США та ЄС: особливості, ризики, перспективи / Брус С. І., Бублик Є. О. // Економіка України. – 2016. – № 2. С. 76–95.
245. Річні звіти Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку України, [Електронний ресурс], режим доступу: <https://www.nssmc.gov.ua/reports>
246. Ананьєв М.Ю./ Роль та важливість створення національної фондової площадки як основного елемента інвестиційного механізму країни/ Міжнародна науково-практична конференція «Глобальні світоцивілізаційні процеси та економічна політика європейських країн, що розвиваються», (І-сесія) 17-18 червня 2010р., м. Тернопіль, - 185с.

247. Securities and Exchange Commission/ Equity Market Structure Literature Review/ Part I: Market Fragmentation / Staff of the Division of Trading and Markets, October 7, 2013
248. CPSS, IOSCO/Principles for financial market infrastructures – April 2012, p.5
249. Сычев А./ Кибербезопасность в финансовой сфере (лекция) [Электронный ресурс], режим доступа: <http://www.vestifinance.ru/articles/83437>
250. Луцишин З. О. Современные проблемы финансовой глобализации: вызовы, риски, инновационные сдвиги и лидерство: монография / Луцишин З. О., Кравчук Н. Я., Фролова Т. А. // Wyższa Szkoła Ekonomiczno-Humanistyczna (University of Economics And Humanities). – Бяльско-Бяла, 2017. – 156с.
251. Маркс К. / Капитал Т.3 ч.2 С.509-510 Электронный ресурс, режим доступа:<http://www.esperanto.mv.ru/Marksismo/Kapital3/index.html>
252. European Commission/Press Release database, Brussels, 16 April 2014 – [Электронный ресурс], режим доступа: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-312_en.htm?locale=en
253. Sam Musa /Cybersecurity: Understanding the Online Threat/ Cyber Security Adjunct Professor, University of Maryland University College, Published on 2013/12/17, [Электронный ресурс], режим доступа: <https://evollution.com/opinions/cybersecurity-understanding-online-threat/>
254. Суторміна В.М. Фінанси зарубіжних корпорацій: підр. – К.:КНЕУ, 2004. – 566с.
255. The Consolidated Tape Association / офіційний сайт, режим доступа: <https://www.ctaplan.com/index>
256. Securities And Exchange Commission/Joint Industry Plan/Federal Register/Vol.80, No.4/Wednesday, January 7, 2015/Notices, p.910
257. Ananiev N. / Identification Of Securities Markets' Determinants / International Scientific Journal “Progress” (ISSN 1512-0422) (Tbilisi, Georgia) - №5-6, 2017. С.63-66

ДОДАТКИ

Додаток А.1

Ранжування економік, що розвиваються за їх інвестиційною привабливістю

Частка країни у сукупних інвестиціях по групі країн, що розвиваються (всього 150 країн), %								
№	країни, частка яких більше 1%	1992р.*	№	країни, частка яких більше 1%	1994р.*	№	країни, частка яких більше 1%	1997р.**
1	Китайська Народна Республіка	18,3	1	Китайська Народна Республіка	18,6	1	Китайська Народна Республіка	22,3
2	Мексиканські Сполучені Штати	8,5	2	Мексиканські Сполучені Штати	12,2	2	Федеративна Республіка Бразилія	9,4
3	Індія	6,8	3	Федеративна Республіка Бразилія	9,6	3	Мексиканські Сполучені Штати	8,5
4	Федеративна Республіка Бразилія	6,7	4	Індія	6,5	4	Індія	6,6
5	Республіка Індонезія	6	5	Російська Федерація	5,8	5	Російська Федерація	5,5
6	Ісламська Республіка Іран	5,3	6	Королівство Таїланд	4,6	6	Республіка Індонезія	4,2
7	Турецька Республіка	4,9	7	Республіка Індонезія	4,3	7	Республіка Аргентина	3,8
8	Королівство Таїланд	4,4	8	Республіка Аргентина	4,1	8	Турецька Республіка	3,5
9	Республіка Аргентина	3,8	9	Турецька Республіка	2,9	9	Королівство Таїланд	3,1
10	Російська Федерація	3,2	10	Малайзія	2,5	10	Малайзія	2,7
11	Королівство Саудівська Аравія	3,1	11	Республіка Колумбія	2,1	11	Ісламська Республіка Іран	2,4
12	Малайзія	2,1	12	Королівство Саудівська Аравія	2,1	12	Республіка Польща	2,3
13	Південно-Африканська Республіка	1,6	13	Південно-Африканська Республіка	1,7	13	Королівство Саудівська Аравія	1,9
14	Алжирська Народна Демократична Республіка	1,4	14	Республіка Філіппіни	1,5	14	Республіка Чилі	1,6
15	Республіка Філіппіни	1,4	15	Республіка Польща	1,4	15	Республіка Колумбія	1,6
16	Боліварианська Республіка Венесуела	1,4	16	Республіка Чилі	1,2	16	Республіка Філіппіни	1,5
17	Республіка Колумбія	1,3	17	Ісламська Республіка Іран	1,2	17	Південно-Африканська Республіка	1,5
18	Республіка Польща	1,3	18	Об'єднані Арабські Емірати	1,2	18	Боліварианська Республіка Венесуела	1,5
19	Об'єднані Арабські Емірати	1,3	19	Алжирська Народна Демократична Республіка	1	19	Об'єднані Арабські Емірати	1,2
20	Республіка Чилі	1,2	20	Ісламська Республіка Пакистан	1			
21	Ісламська Республіка Пакистан	1,2						
	Всього, %	85,2		Всього, %	85,5		Всього, %	85,1
	країни, частка яких менше 1%			країни, частка яких менше 1%			країни, частка яких менше 1%	
	Україна	0,8		Україна	0,7		Україна	0,7
	Решта країн (128 країн)	14		Решта країн (129 країн)	13,8		Решта країн (130 країн)	14,2
	Всього, %	100		Всього, %	100		Всього, %	100
	Сумарна сума всіх інвестицій, млрд дол. США	1000,824		Сумарна сума всіх інвестицій, млрд дол. США	1265,481		Сумарна сума всіх інвестицій, млрд дол. США	1621,966

Дані в таблиці розраховані автором на підставі даних МВФ за групами країн, див. (IMF, *World Economic Outlook Database*, April 2012.)

*За 1992р. та 1994р. були відсутні дані по інвестиціям таких країн: Ісламська Республіка Афганістан, Боснія і Герцеговина, Бруней-Даруссалам, Грузія, Ірак, Кірибаті, Косово, Лаос, Ліберія, Литва, Чорногорія, М'янма, Самоа, Сан-Томе і Принсіпі, Сербія, Демократична Республіка Тимор-Лешті, Тонга, Тувалу, Вануату, Зімбабве.

**За 1997р. були відсутні дані по інвестиціям таких країн: Ісламська Республіка Афганістан, Боснія і Герцеговина, Ірак, Кірибаті, Косово, Лаос, Ліберія, Чорногорія, М'янма, Самоа, Сан-Томе і Принсіпі, Сербія, Демократична Республіка Тимор-Лешті, Тонга, Тувалу, Вануату, Зімбабве.

Додаток А.2

Частка країни у сукупних інвестиціях по групі країн, що розвиваються (всього 150 країн), %								
№	країни, частка яких більше 1%	2000р.	№	країни, частка яких більше 1%	2003р.	№	країни, частка яких більше 1%	2006р.
1	Китайська Народна Республіка	27,1	1	Китайська Народна Республіка	34,3	1	Китайська Народна Республіка	32,8
2	Мексиканські Сполучені Штати	11	2	Мексиканські Сполучені Штати	8,1	2	Індія	9
3	Федеративна Республіка Бразилія	7,6	3	Індія	7,8	3	Мексиканські Сполучені Штати	7
4	Індія	7,4	4	Федеративна Республіка Бразилія	4,4	4	Російська Федерація	5,9
5	Турецька Республіка	3,6	5	Російська Федерація	4,4	5	Федеративна Республіка Бразилія	5,1
6	Республіка Аргентина	3,2	6	Республіка Індонезія	3,1	6	Турецька Республіка	3,3
7	Російська Федерація	3,1	7	Турецька Республіка	2,7	7	Республіка Індонезія	2,6
8	Республіка Польща	2,7	8	Ісламська Республіка Іран	2,5	8	Ісламська Республіка Іран	2
9	Республіка Індонезія	2,4	9	Королівство Саудівська Аравія	2,2	9	Республіка Польща	2
10	Королівство Саудівська Аравія	2,3	10	Республіка Польща	2,1	10	Королівство Саудівська Аравія	1,9
11	Ісламська Республіка Іран	2	11	Королівство Таїланд	1,8	11	Королівство Таїланд	1,7
12	Королівство Таїланд	1,8	12	Південно-Африканська Республіка	1,4	12	Республіка Аргентина	1,4
13	Боліварианська Республіка Венесуела	1,8	13	Об'єднані Арабські Емірати	1,4	13	Південно-Африканська Республіка	1,4
14	Малайзія	1,6	14	Малайзія	1,3	14	Боліварианська Республіка Венесуела	1,4
15	Об'єднані Арабські Емірати	1,4	15	Алжирська Народна Демократична Республіка	1	15	Об'єднані Арабські Емірати	1,1
16	Південно-Африканська Республіка	1,3	16	Угорщина	1	16	Алжирська Народна Демократична Республіка	1
17	Республіка Чилі	1,2	17	Республіка Філіппіни	1	17	Республіка Колумбія	1
18	Арабська Республіка Єгипет	1,2				18	Федеративна Республіка Нігерія	1
19	Республіка Колумбія	1						
20	Республіка Філіппіни	1						
	Всього, %	84,7		Всього, %	80,5		Всього, %	81,6
	країни, частка яких менше 1%			країни, частка яких менше 1%			країни, частка яких менше 1%	
	Україна	0,4		Україна	0,6		Україна	0,8
	Решта країн (129 країн)	14,9		Решта країн (132 країни)	18,9		Решта країн (131 країна)	17,6
	Всього, %	100		Всього, %	100		Всього, %	
	Сумарна сума всіх інвестицій, млрд дол. США	1553,967		Сумарна сума всіх інвестицій, млрд дол. США	1968,736		Сумарна сума всіх інвестицій, млрд дол. США	3551,338

*За 2000р. були відсутні дані по інвестиціям таких країн: Ісламська Республіка Афганістан, Ірак, Кірибаті, Косово, Лаос, Лібєрія, Македонія, Чорногорія, Самоа, Сан-Томе і Принсіпі, Демократична Республіка Тимор-Лешті, Туркменістан, Тувалу, Вануату, Зімбабве.

**За 2003р. і 2006р. були відсутні дані по інвестиціям таких країн: Ірак, Кірибаті, Косово, Лаос, Лібєрія, Македонія, Чорногорія, Самоа, Демократична Республіка Тимор-Лешті, Туркменістан, Тувалу, Вануату, Зімбабве.

Додаток А.3

Частка країни у сукупних інвестиціях по групі країн, що розвиваються (всього 150 країн), %								
№	країни, частка яких більше 1%	2009р.*	№	країни, частка яких більше 1%	2010р.*	№	країни, частка яких більше 1%	2012р.**
1	Китайська Народна Республіка	43,9	1	Китайська Народна Республіка	42,4	1	Китайська Народна Республіка	44,8
2	Індія	8,5	2	Індія	8,5	2	Індія	7,1
3	Федеративна Республіка Бразилія	5,3	3	Федеративна Республіка Бразилія	6,5	3	Федеративна Республіка Бразилія	6
4	Мексиканські Сполучені Штати	3,8	4	Російська Федерація	4,6	4	Російська Федерація	5,5
5	Російська Федерація	3,8	5	Мексиканські Сполучені Штати	3,7	5	Республіка Індонезія	3,6
6	Республіка Індонезія	3	6	Республіка Індонезія	3,5	6	Мексиканські Сполучені Штати	3,5
7	Ісламська Республіка Іран	2,5	7	Ісламська Республіка Іран	2,3	7	Ісламська Республіка Іран	2,3
8	Королівство Саудівська Аравія	1,8	8	Турецька Республіка	2,2	8	Турецька Республіка	2
9	Турецька Республіка	1,7	9	Республіка Польща	1,5	9	Королівство Саудівська Аравія	1,5
10	Республіка Польща	1,6	10	Королівство Саудівська Аравія	1,5	10	Республіка Аргентина	1,4
11	Боліварианська Республіка Венесуела	1,5	11	Республіка Аргентина	1,4	11	Королівство Таїланд	1,4
12	Алжирська Народна Демократична Республіка	1,2	12	Королівство Таїланд	1,2	12	Республіка Польща	1,3
13	Республіка Аргентина	1,2	13	Південно-Африканська Республіка	1,1	13	Республіка Колумбія	1,1
14	Об'єднані Арабські Емірати	1,2	14	Об'єднані Арабські Емірати	1,1	14	Об'єднані Арабські Емірати	1,1
15	Республіка Колумбія	1	15	Алжирська Народна Демократична Республіка	1	15	Південно-Африканська Республіка	1
16	Південно-Африканська Республіка	1	16	Республіка Колумбія	1			
17	Королівство Таїланд	1	17	Боліварианська Республіка Венесуела	1			
	Всього, %	84		Всього, %	84,5		Всього, %	83,6
	країни, частка яких менше 1%			країни, частка яких менше 1%			країни, частка яких менше 1%	
	Україна	0,4		Україна	0,4		Україна	0,5
	Решта країн (132 країни)	15,6		Решта країн (132 країни)	15,1		Решта країн (134 країни)	15,9
	Всього, %			Всього, %			Всього, %	
	Сумарна сума всіх інвестицій, дол.247 дол.. США	5488,505		Сумарна сума всіх інвестицій, дол.247 дол.. США	6672,056		Сумарна сума всіх інвестицій, дол.247 дол.. США	8634,119

*За 2009р. і 2010р. були відсутні дані по інвестиціям таких країн: Ірак, Кірибаті, Косово, Лаос, Ліберія, Македонія, Самоа, Демократична Республіка Тимор-Лешті, Туркменістан, Тувалу, Вануату, Зімбабве.

**Дані за 2012р. наведені на підставі оцінки співробітників МВФ. Були відсутні дані по інвестиціям таких країн: Ірак, Кірибаті, Косово, Лаос, Ліберія, Македонія, Самоа, Сирія, Демократична Республіка Тимор-Лешті, Туркменістан, Тувалу, Вануату, Зімбабве.

Додаток А.4

Частка країни у сукупних інвестиціях по групі країн, що розвиваються (всього 150 країн), %								
№	країни, частка яких більше 1%	2013р.	№	країни, частка яких більше 1%	2015р.	№	країни, частка яких більше 1%	2017р.
1	Китайська Народна Республіка	44,6	1	Китайська Народна Республіка	44,8	1	Китайська Народна Республіка	44
2	Індія	7,1	2	Індія	7,4	2	Індія	7,9
3	Російська Федерація	6,5	3	Російська Федерація	6,4	3	Російська Федерація	6,3
4	Федеративна Республіка Бразилія	5,8	4	Федеративна Республіка Бразилія	5,8	4	Федеративна Республіка Бразилія	5,9
5	Республіка Індонезія	3,9	5	Республіка Індонезія	4,7	5	Республіка Індонезія	5,7
6	Мексиканські Сполучені Штати	3,4	6	Мексиканські Сполучені Штати	3,2	6	Мексиканські Сполучені Штати	3
7	Ісламська Республіка Іран	2,1	7	Ісламська Республіка Іран	1,9	7	Турецька Республіка	1,9
8	Турецька Республіка	1,9	8	Турецька Республіка	1,9	8	Ісламська Республіка Іран	1,7
9	Королівство Саудівська Аравія	1,6	9	Королівство Саудівська Аравія	1,6	9	Королівство Саудівська Аравія	1,5
10	Республіка Аргентина	1,4	10	Республіка Аргентина	1,3	10	Республіка Польща	1,3
11	Королівство Таїланд	1,4	11	Республіка Польща	1,3	11	Республіка Аргентина	1,2
12	Республіка Польща	1,3	12	Королівство Таїланд	1,3	12	Королівство Таїланд	1,2
13	Республіка Колумбія	1				13	Південно-Африканська Республіка	1
14	Об'єднані Арабські Емірати	1						
	Всього, %	83		Всього, %	81,6		Всього, %	82,6
	країни, частка яких менше 1%			країни, частка яких менше 1%			країни, частка яких менше 1%	
	Україна	0,5		Україна	0,6		Україна	0,6
	Решта країн (135 країн),%	16,5		Решта країн (137 країн), %	17,8		Решта країн (136 країн),%	16,8
	Всього, %	100		Всього, %	100		Всього, %	100
	Сумарна сума всіх інвестицій, млрд дол. США	9470,536		Сумарна сума всіх інвестицій, млрд дол. США	11 147,048		Сумарна сума всіх інвестицій, млрд дол. США	13119,649

*Підрахунки за 2013-2017рр. зроблені на основі оціночних даних МВФ ([World Economic Outlook Database, April 2012](#))

За 2013р. і 2015р. були відсутні дані по інвестиціям таких країн: Ірак, Кірибаті, Косово, Лаос, Ліберія, Македонія, Самоа, Сирія, Демократична Республіка Тимор-Лешті, Туркменістан, Тувалу, Вануату, Зімбабве.

За 2017р. були відсутні дані по інвестиціям таких країн: Багамські Острови, Бутан, Ірак, Кірибаті, Косово, Лаос, Ліберія, Македонія, Самоа, Сирія, Демократична Республіка Тимор-Лешті, Суринам, Туркменістан, Тувалу, Вануату, Зімбабве.

Додаток Б.1

Монетизація економіки* на кінець 2016р., %	Розвинені країни	Кількість країн	Країни, що розвиваються	Кількість країн
понад 200	Гонконг, Японія	2	Ліван, Китай	2
150-200	Швейцарія	1	Сент-Кіттс і Невіс, В'єтнам	1
100-150	Австралія, Південна Корея, Сінгапур, Великобританія	4	Бразилія, Кабо-Верде, Домініка, Йорданія, Малайзія, Маврикій, Марокко, Непал, Таїланд, Макао (Китай)	10
80-100	Чехія, Ізраїль, США	3	Албанія, Алжир, Антигуа і Барбуда, Беліз, Болівія, Бруней-Даруссалам, Болгарія, Чилі, Єгипет, Гренада, Катар, Сент-Люсія, ОАЕ, Вануату	14
60-80	Норвегія, Швеція	2	Багамські острови, Бангладеш, Бутан, Боснія і Герцеговина, Камбоджа, Хорватія, Фіджі, Гайана, Угорщина, Індія, Ямайка, Федеративні Штати Мікронезії, Чорногорія, Оман, Філіппіни, Польща, Саудівська Аравія, Сейшельські Острови, Південна Африка, Вінсент і Гренадіни, Суринам, Тринідад і Тобаго, Туніс, Західний берег і Газа	24
40-60			Ангола, Вірменія, Бенін, Ботсвана, Коста Ріка, Республіка Конго, Еквадор, Сальвадор, Грузія, Гватемала, Гвінея-Бісау, Гаїті, Гондурас, Індонезія, Казахстан, Косово, Македонія, Мальдіви, Мексика, Молдова, Монголія, Мозамбік, М'янма, Намібія, Пакистан, Парагвай, Перу, Румунія, Росія, Самоа, Сенегал, Сербія, Соломонові Острови, Шрі-Ланка, Того, Тонга, Турція, Україна , Уругвай	39

продовження Додатку Б.1 на наступній сторінці

Продовження Додатку Б.1

30-40			Афганістан, Азербайджан, Білорусь, Буркіна-Фасо, Кот д'Івуар, Домініканська Республіка, Гана, Гвінея, Кенія, Киргизька Республіка, Нікарагуа, Сан-Томе і Принсіпі, Свазіленд	13
20-30			Аргентина, Бурунді, Камерун, Центральноафриканська Республіка, Габон, Лесото, Мадагаскар, Малаві, Малі, Нігер, Нігерія, Руанда, Сьєрра-Леоне, Судан, Таджикистан, Танзанія, Уганда, Замбія	18
10-20			Чад, Демократична Республіка Конго, Екваторіальна Гвінея	3
	Всього	12	Всього	124

Дані
взято
із бази
даних
Світов
ого
Банку
(за
2016р.
)
[Елект
ронни

й ресурс], режим доступу:

<http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=FM.LBL.BMNY.GD.ZS&country=>

*Монетизація економіки – Broad money (показник подібний до грошового агрегату М3 в Україні) - є сумою валюти поза банками, депозитів до запитання в національній та іноземній валюті, крім тих що належать уряду, банківські та дорожні чеки та інші цінні папери, такі як депозитні сертифікати і комерційні папери (за визначення Світового Банку). По ряду розвинених економік відсутні дані.

Додаток Б.2

Зв'язок між капіталізацією ринку акцій та рівнем монетизації економіки

Капіталізація ринку акцій/ВВП* (2010р),%	Монетизація економіки (показник Broad money у % до ВВП країни), 2010р.								
	10-20	20-30	30-40	40-60	60-80	80-100	100-150	150-200	понад 200
0-10		Вірменія, Грузія, Венесуела	Еквадор, Танзанія, Уругвай	Україна** Коста-Ріка, Латвія, Намібія, Парагвай					
10-20		Аргентина, Гана, Уганда, Замбія		Сальвадор, Естонія, Литва, Монголія	Бангладеш, Болівія, Болгарія, Гаяна		Ісландія, Італія, В'єтнам	Австрія	Ірландія
20-30		Малаві	Нігерія, Пакистан, Румунія	Ботсвана, Македонія, Сербія,	Чехія, Угорщина, Словенія, Туніс		Греція	Мальта	Кіпр
30-40			Кот д'Івуар		Єгипет, ОАЕ			Португалія	Ліван
40-50		Мексика	Казахстан, Шрі Ланка	Ямайка, Кенія, Польща, Турція	Хорватія, Фіджі	Панама	Фінляндія, Німеччина		
50-60			Індонезія				Бельгія,		
60-80			Колумбія, Перу	Філіппіни, Росія	Бразилія, Непал	Данія	Франція, Маврикій, Марокко		Японія

Продовження додатку Б.2 на наступній сторінці

Продовження Додатку Б.2

80-100				Чорногорія	Індія, Саудівська Аравія		Сент-Кітс і Невіс, Таїланд	Китай	Нідерланди, Іспанія
100-150				Папуа-Нова Гвінея	Південна Корея	Ізраїль, США	Австралія, Йорданія	Великобританія	
150-200					Чилі		Малайзія, Сінгапур		Люксембург
понад 200					Південна Африка			Швейцарія	Гонконг

Дані взято із бази даних Світового Банку (за 2010р.) [Електронний ресурс], режим доступу: <http://data.worldbank.org>

*Показник Капіталізація/ВВП розраховується лише по лістинговим компаніям, тобто не враховує тих компаній чиї акції не знаходяться в біржових списках

**Загальна Капіталізація лістингових акцій в Україні на кінець 2016р. становила – 0,82%(ВВП, за даними звіту НКЦПФР України за 2016р., ст.24).

Додаток Б.3

Фіскальне навантаження на економіку: порівняльна таблиця (2011р.)

Загальні доходи уряду/ВВП*, %	Розвинені країни	Кількість країн	Країни, що розвиваються	Кількість країн
понад 60			Маршаллові острови, Мікронезія, Кірібаті, Тувалу, Науру	5
50-60	Бельгія, Данія, Фінляндія, Франція, Норвегія	5	Кувейт	1
45-50	Австрія, Німеччина, Греція, Бельгія, Італія, Нідерланди, Швеція	7	Угорщина, Лесото, Тимор-Лешті	3
40-45	Чеська Республіка, Естонія, Ісландія, Люксембург, Нідерланди, Португалія, Словенія	7	Боснія і Герцеговина, Хорватія, Чорногорія, Палау, Польща, Сербія, Сейшельські острови, Соломонові острови	8
35-40	Канада, Кіпр, Ізраїль, Латвія, Литва, Мальта, Словацька Республіка, Іспанія, Об'єднане Королівство	9	Барбадос, Білорусь, Ірак, Киргизька Республіка, Мальдіви, Україна (39)	6
30-35	Австралія, Японія, Нова Зеландія, США, Швейцарія	5	Алжир, Аргентина, Азербайджан, Беліз, Болівія, Ботсвана, Бразилія, Болгарія, Джибуті, Домініка, Еквадор, Лівія, Молдова, Намібія, Оман, Росія, Самоа, Сан-Томе і Принсіпі, Сент-Кітс і Невіс, Тонга, Туреччина, Узбекистан	22

Продовження додатку Б.3 на наступній сторінці

Продовження додатку Б.3

25-30	Ірландія, Макао	2	Афганістан, Албанія, Бутан, Кабо-Верде, Китай (27,4) , Колумбія, Республіка Конго, Фіджі, Грузія, Гренада, Гайана, Гондурас, Ямайка, Йорданія, Косово, Ліберія, Македонія, Мавританія, Марокко, Мозамбік, Нікарагуа, Катар, Румунія , Саудівська Аравія, Сенегал, Південна Африка, Сент-Люсія, Сент-Вінсент і Гренадіни, Свазіленд, Таджикистан, Тринідад і Тобаго, Об'єднані Арабські Емірати, Уругвай	33
20-25	Гонконг, Південна Корея, Сінгапур	3	Антигуа і Барбуда, Вірменія, Багамські острови, Бахрейн, Бруней-Даруссалам, Буркіна-Фасо, Камбоджа, Чилі, Коморські острови, Кот-д'Івуар, Єгипет, Гвінея, Індія, Кенія, Малаві, Малі, Маврикій, Мексика, Монголія, Непал, Нігер, Панама, Парагвай, Пуерто Ріко, Руанда, Сан-Марино, Південний Судан, Тайланд, Йти, Туніс, Вануату, В'єтнам, Зімбабве	33

Продовження додатку Б.3 на наступній сторінці

Продовження додатку Б.3

15-20	Тайванська провінція Китаю	1	Ангола, Бенін, Камерун, Центральноафриканська Республіка, Чад, Сальвадор, Екваторіальна Гвінея, Ефіопія, Габон, Гамбія, Гана, Гвінея, Бісау, Гаїті, Ісламська Республіка Іран, Казахстан, Лаос, Ліван, Малайзія, М'янма, Пакистан, Папуа- Нова Гвінея, Перу, Філіппіни, Суринам, Танзанія, Уганда, Ємен, Замбія	28
10-15			Бангладеш , Демократична Республіка Конго, Бурунді, Коста-Ріка, Домініканська Республіка, Еритрея, Гватемала, Індонезія , Мадагаскар, Шрі-Ланка, Сьєрра-Леоне, Туркменістан, Венесуела	13
до 10%			Нігерія, Судан	2
	Всього	39	Всього	154

Джерело: МВФ, World Economic Outlook Database, April 2017

*Показник Загальні доходи уряду/ВВП тотожний показнику МВФ «General government revenue percent of GDP»

Додаток Б.4

Частка готівкових грошей в структурі грошової маси (2009р.)

Готівкові кошти/грошова маса, 2009р., %	Розвинені країни	Кількість країн	Країни, що розвиваються	Кількість країн
0-2	Великобританія	1	Сальвадор, Ліван, Венесуела	3
2-4	Австралія, Канада, Гонконг, Ізраїль, Нова Зеландія	5	Багами, Кувейт, Катар, Південна Африка	4
4-8	Японія, Південна Корея, США, Данія, Сінгапур, Швеція, Швейцарія	7	Бахрейн, Барбадос, Ботсвана, Бразилія, Бруней, Чилі, Китай, Коста-Ріка, Малайзія, Маврикій, Намібія, Свaziленд, Турція, ОАЕ	14
8-10	Єврозона	1	Хорватія, Ямайка, Македонія, Оман, Папуа-Нова Гвінея, Саудівська Аравія, Сербія, Таїланд	8
10-15	Чехія	1	Бангладеш, Білорусь, Боснія і Герцеговина, Домініканська Республіка, Гватемала, Гаїті, Гондурас, Індія, Індонезія, Іран, Йорданія, Казахстан, Кенія, Мексика, Монголія, Нікарагуа, Нігерія, Філіппіни, Румунія, Шрі-Ланка, Суринамі, Туніс, Уругвай, Замбія, Угорщина, Латвія, Польща	27
15-20			Камбоджа, Камерун, Колумбія, Єгипет, Екваторіальна Гвінея, Гайана, Лаос, Латвія, Малаві, Марокко, Мозамбік, Непал, Парагвай, В'єтнам, Болгарія, Литва	16
20-25			Росія, Албанія, Болівія, Буркіна-Фасо, Габон, Сенегал, Танзанія, Того	7
25-30			Алжир, Аргентина, Бенін, Мадагаскар, Малі, Молдова, Пакистан, Судан, Сирія, Уганда, Ємен	11
30-40			Вірменія, Республіка Конго, Кот д'Івуар, Грузія, Нігер, Україна	7
40-50			Афганістан, Таджикистан	2
понад 50			Азербайджан, Центральноафриканська Республіка, Чад, Ірак	4
	Всього	15	Всього	103

Джерело: Миркин Я.М. / Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски, М.: GELEOS Publishing House, 2011 – С.29.

Додаток Б.5

Динаміка зміни рівня інфляції в період з 1996р. по 2017р.

Темпи зміни споживчих цін ¹ , % до попереднього року							
рік	Розвинені країни (всього 34 країни)	Країни, що розвиваються (всього 150 країн)	Україна	Польща	Румунія	Росія	ОАЕ
1996	2,45	20,47	80,23	19,9	38,81	47,74	2,98
1997	2,11	13,47	15,89	14,9	154,76	14,77	2,97
1998	1,56	12,87	10,58	11,8	59,1	27,66	2
1999	1,4	12,79	22,68	7,3	45,8	85,74	2,1
2000	2,27	8,54	28,2	10,1	45,67	20,78	1,35
2001	2,16	7,8	11,96	5,5	34,43	21,46	2,8
2002	1,55	6,82	0,76	1,9	22,51	15,78	2,92
2003	1,85	6,65	5,21	0,8	15,38	13,67	3,12
2004	2,03	5,94	9,04	3,49	11,86	10,89	5,04
2005	2,33	5,74	13,52	2,12	9	12,68	6,2
2006	2,35	5,7	9,08	1,03	6,6	9,68	9,29
2007	2,17	6,49	12,84	2,49	4,84	9	11,13
2008	3,4	9,21	25,2	4,22	7,85	14,11	12,25
2009	0,15	5,18	15,9	3,45	5,58	11,65	1,56
2010	1,55	6,06	9,37	2,51	6,1	6,85	0,88
2011	2,69	7,14	7,96	4,27	5,81	8,44	0,88
2012	1,94	6,2	4,47	3,81	2,95	4,78	1,53
2013	1,27	5	0,5	0,7	1,57	6,47	1,45
2014	0,7	4,7	24,9	-1	0,83	11,35	3,1
2015	0,5	4,7	43,3	-0,5	-0,95	12,9	3,59
2016	1,5	4,4	12,4	0,8	-0,53	5,37	1,8
2017	1,7	4,7	10	2,28	2,24	4,41	2,8
Середнє значення	1,8	7,8	17	4,6	21,8	17	3,7

Джерело: IMF, World Economic Outlook Database, April 2017

¹Беруться середні ціни

Додаток Б.6

№	Індекс ПФТС		Індекс Доу Джонса ** (Dow Jones Industrial Average)	
	Назва компанії	Показник free float ¹ , % до загального обсягу акцій	Назва компанії	Показник free float ² , % до загального обсягу акцій
1	Алчевський металургійний комбінат	3,87	Alcoa, Inc.	99,63
2	Авдіївський коксохімічний завод	8,3	American Express Company	99
3	Азовсталь	4,1	The Boeing Company	99
4	Райффайзен Банк Аваль	3,63	Bank of America Corporation	99,19
5	Центренерго	21,71	Caterpillar Inc.	99,91
6	Дніпроенерго	2,1	Cisco Systems, Inc.	99,74
7	Донбасенерго	14,23	Chevron Corporation	99,23
8	Єнакієвський металургійний завод	9,37	E. I. du Pont de Nemours and Company	99
90	Харцизький трубний завод	2,4	Walt Disney Co.	92,43
10	Крюківський вагонобудівний завод	10,3	General Electric Company	99,17
11	Мотор Січ	20	The Home Depot, Inc.	97,15
12	Полтавський ГЗК	2,57	Hewlett-Packard Company	99,25
13	Північний ГЗК	0,55	3M Company Common Stock	99,32
14	Концерн Стирол	9,61	AT&T Inc.	99,26
15	Стахановський вагонобудівний завод	8	Exxon Mobil Corp	99
16	Укрнафта	8	Intel Corp	99,26
17	Укрсоцбанк	4,58	International Business Machines Corp (IBM)	99,38
18	Укртелеком	7,14	Johnson & Johnson	99,21

Продовження додатку Б.6 на наступній сторінці

¹ Показник free float індексу ПФТС визначається згідно п.2 ч.3 Правил розрахунку індексу ПФТС (<http://www.pfts.com/uk/indexes/>)

² Розраховується наступним чином: акції випущені мінус акції, що знаходяться у володінні інсайдерів /або власників (фізичних осіб) 5% і більше пакетів акцій

Продовження додатку Б.6

19	Ясинівський коксохімічний завод	8,99	JPMorgan Chase & Co	99,45
20	Західенерго	4,09	Kraft Foods Inc	99.06
21			McDonald's Corp	99.29
22			Merck & Co Inc	–
23			Microsoft Corp	86.19
24			Pfizer Inc	74
25			Procter & Gamble Co	99.66
26			The Coca-Cola Co	95.32
27			Travelers Companies Inc	99.01
28			United Technologies Corp	99.26
29			Verizon Communications Inc	99.29
30			Wal-Mart Stores Inc	99.15
	Середнє значення	7,68	Середнє значення	97,47

*Параметри цінних паперів Індексу ПФТС на період 15.04-14.07.2012 р. [Електронний ресурс], режим доступу: <http://www.pfts.com/uk/indexes/>

**Дані за перший квартал 2012р. [Електронний ресурс], режим доступу: <http://investing.money.msn.com/investments/market-index?symbol=%24INDU&ocid=qbe>

Додаток Б.7

Динаміка об'ємів торгів акціями¹, у % до ВВП

№	Назва країни	Об'єм торгів акціями, у % до ВВП									
		роки									
		2000	2002	2004	2006	2007	2008	2010	2012	2014	2016
1	Гонконг	233,4	128,6	169,7	212,6	442,8	755,1	711,7	410,0	497,8	421,0
2	США	321,9	239,6	163,9	249,5	304,5	447,7	208,8	200,2	224,1	226,6
3	Великобританія	124,2	118,5	168,4	173,5	367,0	246,1	132,9	93,4	78,6	
4	Нідерланди	175,9	105,6	122,6	161,7	230,5	131,3	76,0	50,4	54,1	
5	Японія	57,7	40,2	74,5	143,3	148,4	120,5	78,4	53,9	99,9	105,9
6	Південна Корея	200,2	137,5	88,5	140,8	188,1	157,4	160,3	129,6	91,0	113,4
7	Таїланд	19	37,5	67,6	48,7	43,8	42,8	68,4	60,1	76,4	79,9
8	Сінгапур	95,4	62,0	74,4	132,9	228,4	152,4	135,1	90,2	65,1	63,3
9	Малайзія	62,4	27,4	48,0	42,7	80,3	38,3	37,9	39,3	42,2	33,2
10	Китай	60,2	22,9	38,7	60,3	223,0	121,0	135,5	58,7	114,1	163,4
11	Індія	110,8	38,9	52,5	67,1	89,1	86,3	61,2	33,7	35,9	35,0
12	Росія	7,8	10,5	22,1	52,0	58,1	33,9	54,0	15,7	7,8	10,9
13	Турція	67,2	30,4	37,6	42,9	46,7	32,8	57,4	41,1	39,6	32,9
14	Польща	8,5	2,9	6,6	16,1	19,6	12,8	16,5	12,0	10,6	9,7
15	Угорщина	26,2	8,9	12,8	27,7	34,9	20,0	20,6	8,6	5,1	6,3
16	Румунія	0,6	0,9	1,2	3,5	4,8	1,8	1,1	1,2	0,8	
17	Україна	0,9	0,3	0,3	1,1	1,4	1,4	1,5	0,4	0,1	

Джерело: Світовий Банк, режим доступу: <http://data.worldbank.org/indicator/SM.MKT.TRAD.GD.ZS>

¹ Загальний об'єм торгівлі акціями за рік

Додаток Б.8
Співвідношення між валовими національними заощадженнями та валовими
державними витратами (2017р.)

Назва країни	Валові національні заощадження, у % до ВВП	Валові державні витрати, у % до ВВП	ВВП країни, у поточних цінах, млрд дол. США	
Китай	45,238	31,141	11,795.297	Країни, що розвиваються
Таїланд	34,009	23,546	432,898	
Індонезія	32,402	16,456	1,020.515	
Об'єднані Арабські Емірати	31,35	28,573	407,21	
В'єтнам	31,253	28,952	215,829	
Індія	29,942	27,257	2,454.458	
Бангладеш	28,271	15,556	248,853	
Малайзія	27,265	22,725	309,86	
Росія	25,535	34,166	1,560.706	
Філіппіни	25,313	20,72	329,716	
Туреччина	24,75	33,552	793,698	
Угорщина	24,265	50,328	125,297	
Азербайджан	23,701	44,968	38,583	
Болгарія	23,088	36,175	52,291	
Казахстан	22,872	25,861	157,878	
Румунія	22,13	32,732	189,79	
Білорусь	22,092	45,813	54,689	
Грузія	20,506	30,68	13,723	
Мексика	20,005	24,487	987,303	
Чилі	19,926	26,31	251,22	
Вірменія	19,022	25,694	10,741	
Польща	18,279	42,999	482,92	
Україна	18,116	41,965	95,934	
М'янма	16,594	21,075	72,368	
Бразилія	16,522	40,734	2,140.940	
Молдова	15,174	38,505	7,409	
Єгипет	10,025	32,871	n/a	
Сінгапур	45,388	19,218	291,86	Розвинені країни
Південна Корея	36,953	20,961	1,498.074	
Ірландія	35,584	27,787	294,193	
Тайванська провінція Китаю	35,181	17,302	566,757	
Норвегія	34,382	49,208	391,959	
Швейцарія	34,214	32,77	659,368	
Швеція	29,842	49,152	507,046	
Нідерланди	29,398	43,974	762,694	
Данія	27,901	51,191	304,216	
Японія	27,6	36,5	4,841.221	
Чеська Республіка	27,395	40,991	196,068	
Німеччина	27,291	44,492	3,423.287	
Австрія	26,428	50,745	383,509	
Гонконг	24,555	18,682	332,266	
Бельгія	24,201	53,084	462,715	

Продовження Додатку Б.8 на наступній сторінці

Продовження Додатку Б.8

Ізраїль	23,146	40,792	339,99
Австралія	22,419	36,868	1,359.723
Франція	21,245	56,52	2,420.440
Фінляндія	21,008	55,854	234,524
Італія	19,378	49,068	1,807.425
Сполучені Штати	17,327	35,057	19,417.144
Португалія	16,005	45,684	202,77

Джерело: IMF, World Economic Outlook Database, April 2017

Додаток Б.9

Порівняльна характеристика показників фінансового сектору між країнами

Назва країни	Внутрішні кредити /ВВП, %						Власний банківський капітал ¹ /Загальні банківські активи, %, 2016 рік	Ринкова капіталізація вітчизняних лістингових компаній ² /ВВП ² 010р., %, 2016 р.
	роки							
	2005	2007	2008	2009	2010	2016		
США	225,2	243,8	220,8	231,8	230,7	242,6	11,6	147,3
Великобританія	161,9	187,5	213,5	229,2	222,6	167,8	6,8 (2015р.)	-
Японія	318,7	297,2	299,6	328,4	326,6	363,3	-	100,3
Німеччина	137,2	124,7	126,6	133,1	132,0	134,2	6	49,5
Франція	109,0	122,5	125,1	129,5	134,4	155,2	5,8 (2015р.)	87,5
Китай	134,3	127,8	120,8	145,1	146,4	215	8,4 (2015р.)	65,4
Бразилія	74,5	92,2	96,9	97,5	97,7	111,2	9,3	42,2
Індія	58,4	60,8	68,2	69,4	71,1	75,4	7,2	69,2
Росія	22,1	24,4	23,9	33,7	38,6	52,9*	10,4	48,5
Польща	37,4	46,3	59,7	61,5	63,6	76	9,1 (2010р.)	29,5
Румунія	20,8	35,0	47,4	52,7	54,9	34,1	8,9	-
Угорщина	62,3	75,7	80,9	81,4	81,7	58,7	-	18,1
Білорусь	21,8	26,8	32,7	34,1	45,7	47,4	13,5	-
Грузія	21,7	31,6	32,9	33,1	33,8	65,6	13,2	-
Україна	33,2	61,1	82,1	88,6	78,6	78,8	9,8	0,82
Турція	45,6	49,3	52,5	63,0	69,3	81,2	12,3	20
В'єтнам	71,2	96,2	94,5	123,0	135,8	140,1	8,3 (2015р.)	32,8
Таїланд	119,2	131,6	130,5	137,0	135,5	169,4	10,5	106,4
Малайзія	122,4	113,4	115,0	137,4	132,2	145,3	11	121,4
ОАЕ	42,7	60,1	73,2	97,5	92,3	110,1	-	61,1

Джерело: за даними Світового Банку (<http://data.worldbank.org/>)

Дані по Росії за показником «Внутрішні кредити /ВВП, %» наводяться за 2015 рік

¹ Власний банківський капітал банку/Загальні банківські активи – співвідношення між (внесками власників, нерозподіленого прибутку, загальними та спеціальними резервами, комісійними, дооцінками активів) і загальними активами банків. (за визначенням Світового Банку)

² Показник включає лише акції, що мають лістинг на фондових біржах країни

Додаток В.2
Параметри розвитку ІТ та інноваційності економіки

Назва країни	Експорт ІСТ товарів, у % від загального експорту товарів, 2015р.	Імпорт ІСТ товарів, у % від загального імпорту товарів, 2015р.	Експорт ІСТ послуг, млрд дол. США, 2016р.	Кількість надійних інтернет серверів, тис. шт., 2016р.	Кількість патентних заявок від резидентів тис. шт. 2015р.	Експорт високотехнологічної продукції, млрд дол. США, 2016р.	Витрати на НДДКР, % від ВВП, 2015р.	Кількість науково-технічних публікацій, тис. шт., 2013р.	Кількість заявок на реєстрацію торгової марки, тис. шт., 2014р.
США	9,4	13,8	178,686	524,550	288,335	153,187	2,79	412,542	341,902
Великобританія	4,1	8,3	114,516	92,393	14,867	68,280	1,7	97,332	54,525
Японія	8,5	12,8	42,457	135,971	258,839	92,883	3,28	103,377	124,602
Німеччина	4,7	8,4	114,434	135,908	47,384	189,646	2,88	101,074	70,554
Франція	4	6,7	92,204	56,821	14,306	103,840	2,23	72,555	90,674
Швейцарія	1,1	4,1	34,214	25,645	1,477	54,887	–	21,060	28,920
Бельгія	2,1	3	53,975	11,539	949	38,067	2,46	16,511	23,033
Данія	3,7	7,7	11,858	9,574	1,462	9,303	3,01	12,482	4,477
Швеція	6,9	10,2	33,456	17,668	2,038	14,981	3,26	19,362	9,927
Сінгапур	33,5	28	43,586	4,992	1,469	126,323	–	10,659	21,505
Китай	26,6	23,5	83,389	28,269	968,252	496	2,07	401,435	2104,534
Індія	0,9	8,6	108,460	10,350	12,579	13,336	0,63	93,349	222,235
Бразилія	0,4	8,4	18,227	16,440	4,641	9,775	–	48,622	157,016
Росія	0,8	9,1	15,588	30,965	29,269	6,640	1,13	35,542	61,078
Польща	8,1	9,8	16,150	28,982	4,676	13,319	1	28,753	16,414
Україна	0,8	4	3,953	4,076	2,271	–	0,62	7,218	27,242
Румунія	3,7	7,3	7,798	3,125	975	4,298	0,49	11,164	10,491
Білорусія	0,5	2,9	1,680	967	543	0,605	0,52	1,001	8,797

Джерело: The World Bank/ World Development Indicators and Global Development Finance, <http://databank.worldbank.org/Data>

Пояснення до таблиці див. на наступній сторінці

Нижченаведені визначення сформульовано відповідно до визначення Світового Банку.

продовження додатку В.2 на наступній сторінці

продовження додатку В.2

ICT - Information and communication technologies – інформаційно-комунікаційні технології

Експорт/Імпорт ICT товарів, у % до загального експорту/імпорту товарів – включає телекомунікації, аудіо та відео, комп'ютер і супутнє обладнання, електронні компоненти, а також інші ICT товари. Програмне забезпечення сюди не входить.

Експорт ICT послуг, млрд. дол. США – включає комп'ютерні та комунікаційні послуги (телекомунікаційні, поштові та кур'єрські послуги), а також інформаційні послуги (комп'ютерні дані та новини).

Надійний Інтернет сервер – це сервер, що використовує технології шифрування даних при їх транзакції.

Патентна заявка – це заява, що зареєстрована за процедурою Договору про патентну кооперацію або національним патентним відомством для виключного права на винахід (продукт чи процес, який забезпечує новий спосіб робити щось або пропонує нове технічне рішення проблеми). Патент забезпечує захист винаходу власником патенту на обмежений період часу, зазвичай 20 років.

Високотехнологічна продукція – це продукція із значною часткою наукоємної діяльності, наприклад, в аерокосмічній, комп'ютерній, фармацевтичній галузях, в галузях створення наукових інструментів та електричних машин.

Витрати на НДДКР - поточні і капітальні витрати (як державні, так і приватні) на творчу роботу, що провадиться систематично з метою розширення знань про людство, культуру та суспільство, і використання цих знань для нових розробок. R & D охоплює фундаментальні дослідження, прикладні дослідження та дослідно-конструкторські розробки.

Кількість науково-технічних публікацій – це науково-технічні статті, опубліковані в наступних областях: фізика, біологія, хімія, математика, клінічної медицини, медико-біологічних досліджень, техніки і технологій, а також землі і космічних наук.

Заявка на реєстрацію торгової марки - заява на реєстрацію товарного знака національним або регіональним бюро інтелектуальної власності

Додаток Д
Структури органів нагляду в різних країнах світу

Країна	Секторний підхід	Перехресне регулювання	Мегарегулятор	Кількість наглядових органів	Центральний банк має наглядові задачі чи повноваження
1	2	3	4	5	6
США	X			5	(ФРС) X
Великобританія			X	1	
Україна	X			3	X
Росія	X	→	X	2	X
Беларусь	X			3	X
Китай	X			3	X
Бельгія			X	1	
Чехія			X	1	X
Данія			X	1	
Німеччина			X	1	X
Естонія			X	1	
Греція	X			3	X
Іспанія	X			3	X
Франція			X	1	X
Ірландія			X	1	
Італія	X			4	X
Кіпр	X			4	X
Латвія	X	→	X	1	
Литва	X			3	X
Люксембург	X			2	
Угорщина	X	→	X	1	
Мальта	X	→	X	1	
Нідерланди	X	→	X	2	X
Австрія	X	→	X	1	X
Польща	X	→	X	1	
Португалія	X			3	X
Словенія	X			3	X
Словаччина	X	→	X	1	X
Фінляндія	X			2	
Швеція			X	1	
Болгарія	X			2	X
Румунія	X			4	X
Австралія	X			3	
Сінгапур			X	1	X
Японія			X	1	
Казахстан			X	1	X
Корея			X	1	

Джерело: [Мошенський С.З. Фондовий ринок та інституційне інвестування в Україні: вплив на інвестиційну безпеку держави: монографія. – Житомир: ЖДТУ, 2008. 432с., с.290]

ДОДАТОК Г

Національні фондові біржі США

- BATS Exchange (BATS)
- BATS Y-Exchange (BYX)
- BOX Options Exchange LLC (BOX)
- C2 Options Exchange (C2)
- Chicago Board Options Exchange (CBOE)
- Chicago Stock Exchange (CHX)
- EDGA Exchange (EDGA)
- EDGX Exchange (EDGX)
- International Securities Exchange (ISE)
- ISE Gemini (ISEGemini)
 - Formerly Topaz Exchange (Topaz)
- Miami International Securities Exchange LLC (MIAX)
- NASDAQ OMX BX (BX)
 - Formerly Boston Stock Exchange (BSE)
- NASDAQ OMX PHLX (Phlx)
- NASDAQ Stock Market (NASDAQ)
- National Stock Exchange (NSX)
- New York Stock Exchange (NYSE)
- NYSE MKT (NYSEMKT)
 - Formerly NYSE Amex (NYSEAmex)
 - Formerly NYSE Alternext US (NYSEALTR)
 - Formerly American Stock Exchange (Amex)
- NYSE Arca (NYSEArca)

Зареєстровані асоціації з цінних паперів

- Financial Industry Regulatory Authority (FINRA)
 - Formerly National Association of Securities Dealers (NASD)

Зареєстровані біржі цінних паперів , товарів, ф'ючерсів

- Board of Trade of the City of Chicago (CBOT)
- CBOE Futures Exchange (CFE)
- Chicago Mercantile Exchange (CME)
- OneChicago (OC)
- NQLX (formerly registered)

Асоціації ф'ючерсних цінних паперів

- National Futures Association (NFA)

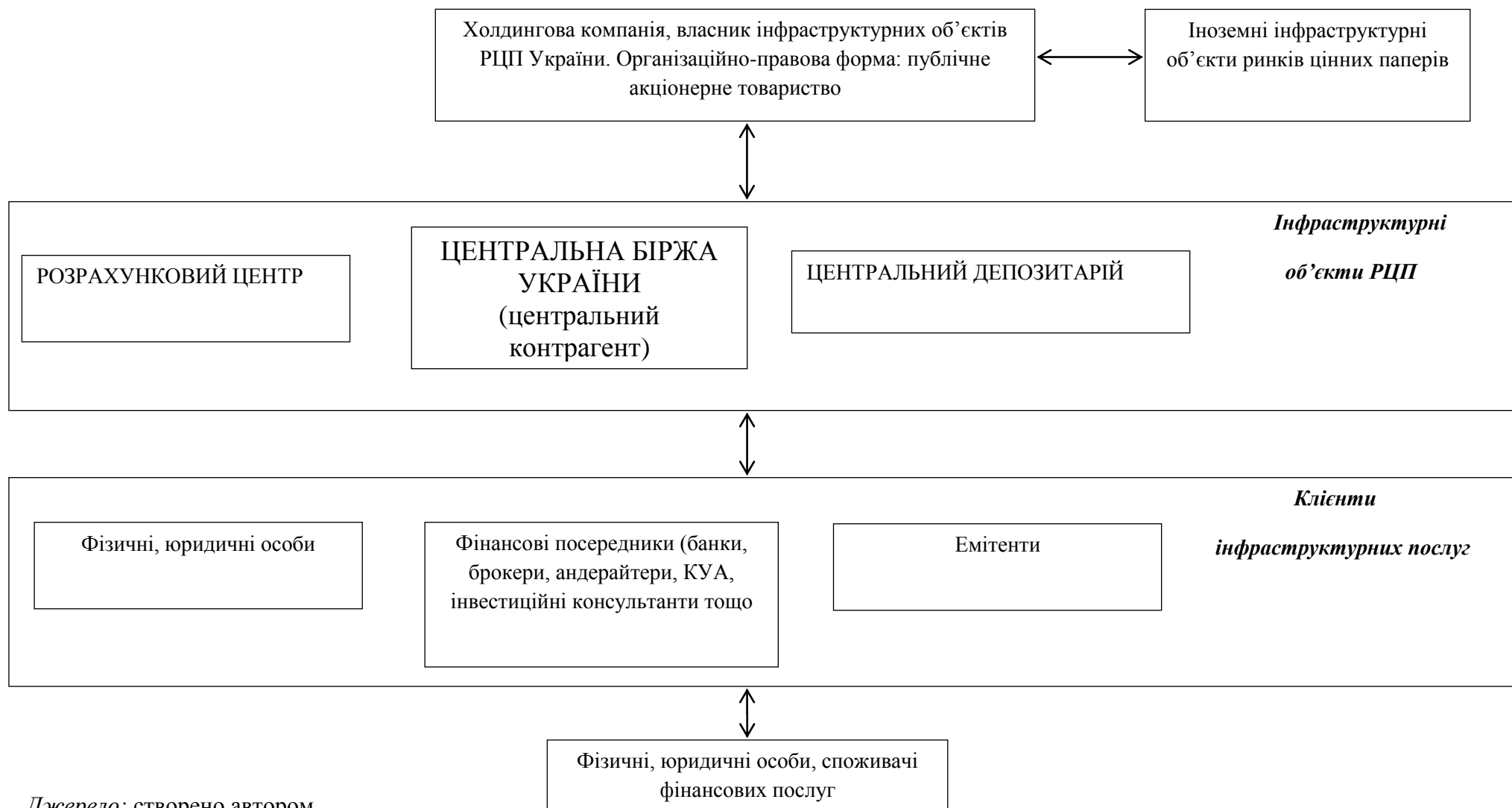
Інші СРО

- Municipal Securities Rulemaking Board (MSRB)

Джерело: <http://www.sec.gov/rules/sro.shtml>

Додаток Е

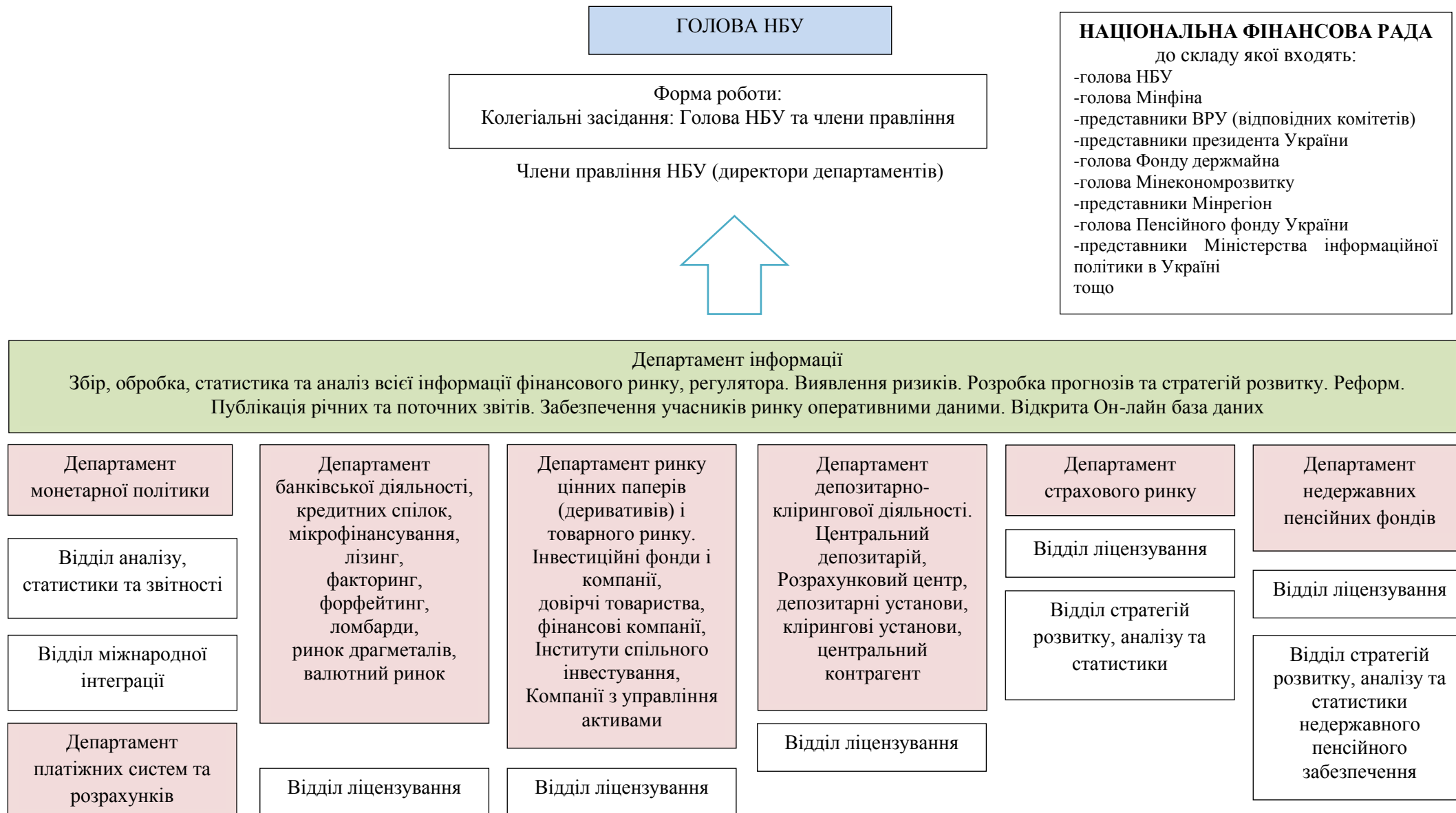
Модель інфраструктури ринку цінних паперів України



Джерело: створено автором

Додаток Ж.1

ОРГАНІЗАЦІЙНА МОДЕЛЬ МЕГАРЕГУЛЯТОРА



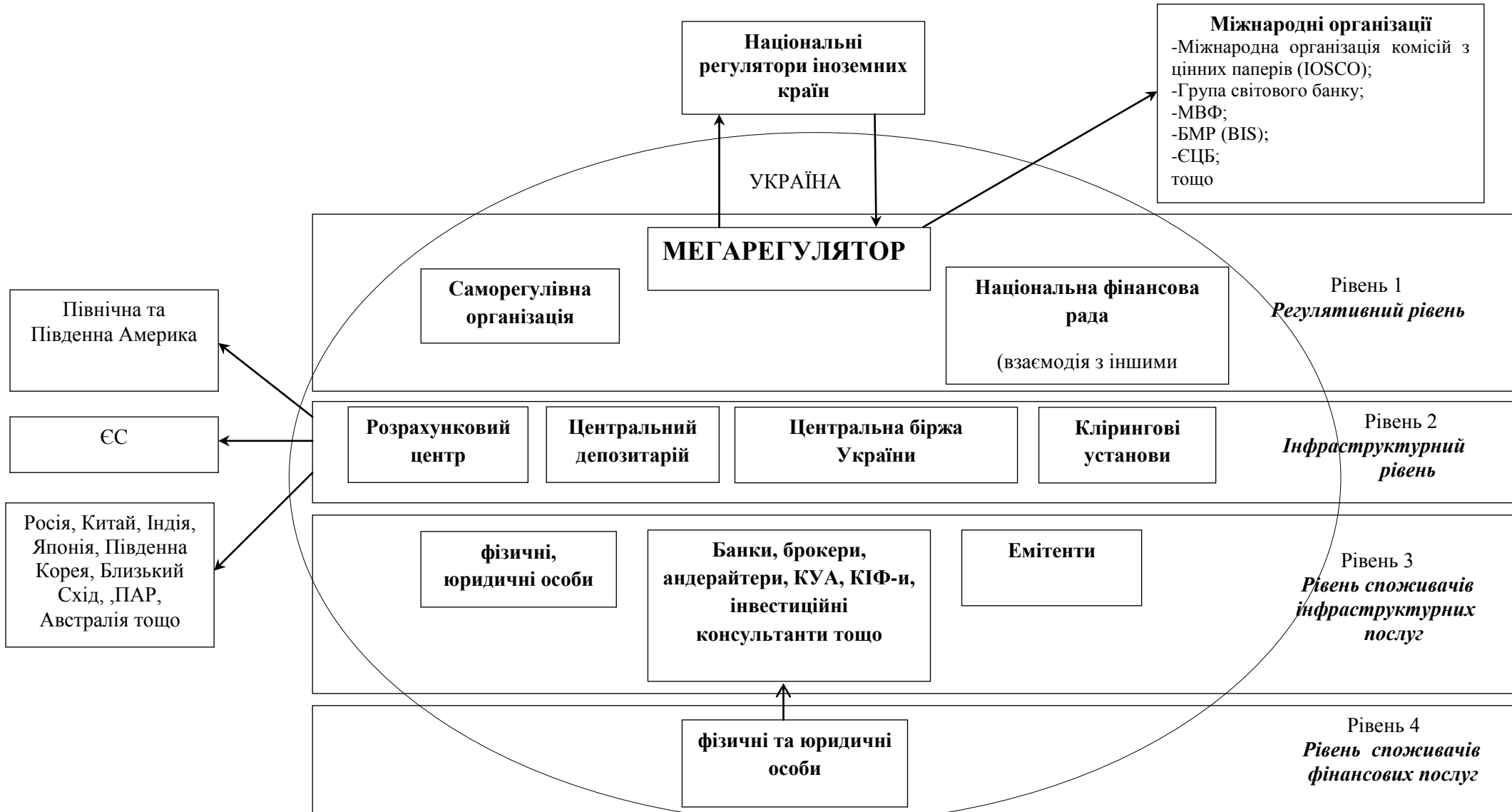
продовження Додатку Ж.1 на наступній сторінці

продовження Додатку Ж.1



Джерело: створено автором

Додаток Ж.2
ІНФОРМАЦІЙНО-ІНТЕГРОВАНА МОДЕЛЬ РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ



Джерело: створено автором

Додаток 3.1

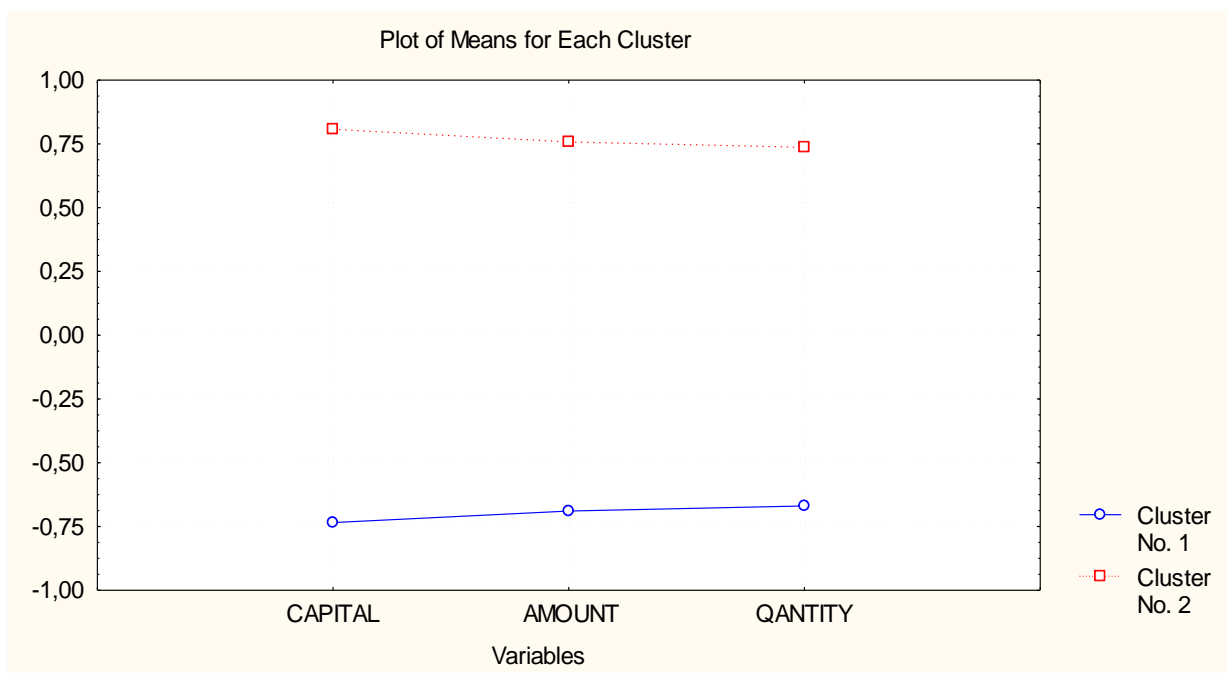


Рис. 1 Середні значення (нормалізовані) показників capital, amount та quantity у 2-х кластерах

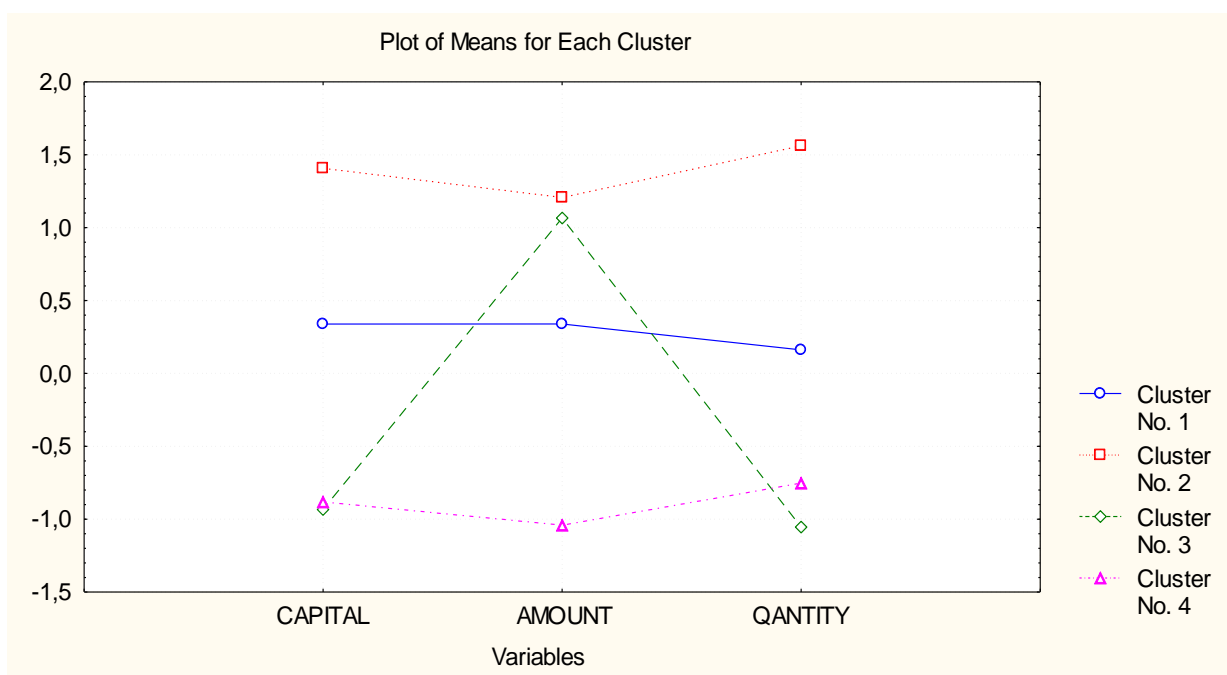


Рис. 2 Середні значення (нормалізовані) показників capital, amount та quantity у 4-х кластерах

продовження Додатку 3.1 на наступній сторінці

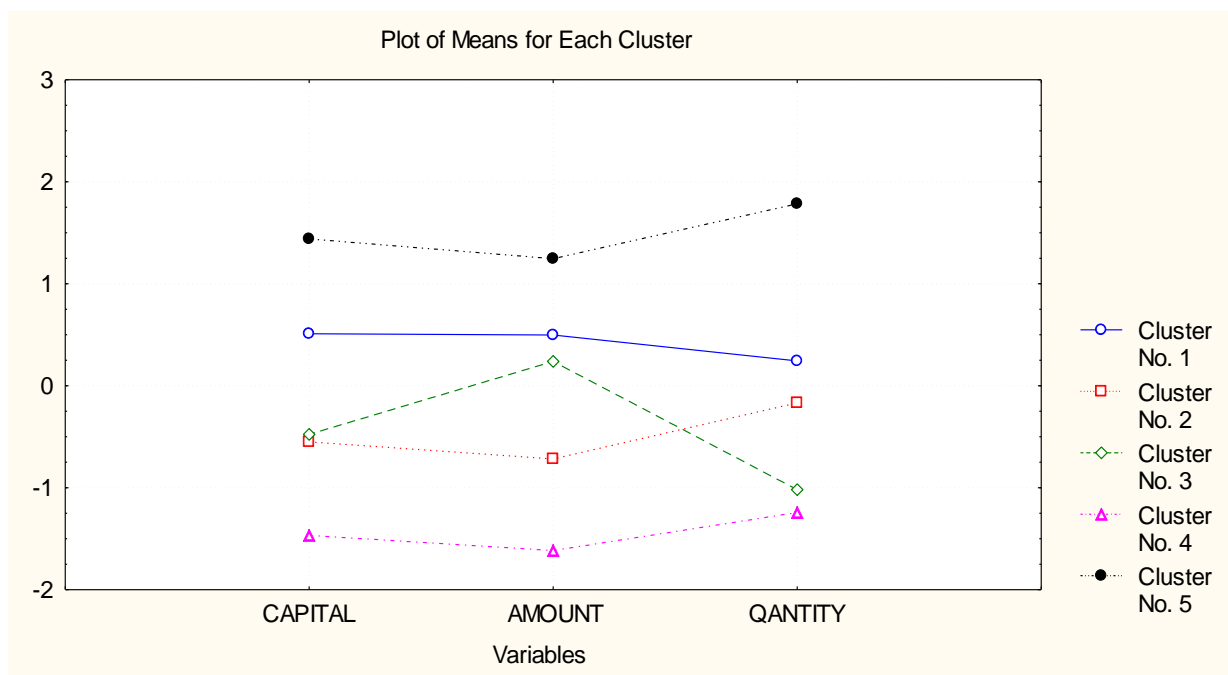


Рис. 3 Середні значення (нормалізовані) показників capital, amount та quantity у 5-ти кластерах

Додаток 3.2

Склад кожного кластеру та відстані до центрів цих кластерів при розбитті країн на 3 кластери

Назва країни	№ кластеру	Відстань до центру кластеру
Бахрейн	1	0,224
Йорданія	1	0,463
Ліван	1	0,519
Люксембург	1	0,511
Маврикій	1	0,618
Нігерія	1	0,729
Оман	1	1,107
Словенія	1	0,263
Угорщина	1	0,713
Україна	1	0,733
Хорватія	1	1,073
Шрі Ланка	1	0,425
Австралія	2	0,514
Бразилія	2	0,956
Гонконг	2	0,465
Індія	2	0,363
Іспанія	2	0,284
Канада	2	0,423
Китай	2	0,600
Корея, рес	2	0,294
Малайзія	2	0,885
Німеччина	2	0,339
Південна Африка	2	0,702
Сінгапур	2	0,573
США	2	0,544
Тайланд	2	0,936
Франція	2	0,397
Швейцарія	2	0,304
Японія	2	0,511
Аргентина	3	0,903
Бельгія	3	0,844
В'єтнам	3	0,361
Греція	3	0,995
Єгипет	3	0,567
Ізраїль	3	0,698
Індонезія	3	0,202
Іран	3	0,751
Колумбія	3	0,440
Мексика	3	0,323
Нідерланди	3	0,673
Панама	3	0,154
Перу	3	0,757
Польща	3	1,109
Португалія	3	0,477
Росія	3	0,657
Філіппіни	3	0,624
Чилі	3	1,060

Джерело: розраховано автором за даними Світового Банку, по Україні – за даними річних звітів НКЦПФР

Державний заклад вищої освіти
«Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»

Довідка
про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Ананьєва Миколи Юрійовича
«Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів»

Дисертаційне дослідження Ананьєва Миколи Юрійовича на тему «Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів» містить раніше не захищені оригінальні положення та отримані автором нові науково-обґрунтовані результати, що в цілому вирішують ряд науково-практичних проблем розвитку ринку цінних паперів.

Результати наукових досліджень Ананьєва М.Ю. використані Комітетом з питань фінансової політики і банківської діяльності Верховної Ради України при розробці законів та їх проектів щодо: розширення спектру державних цінних паперів, відновлення довіри до банківської системи України, механізмів захисту учасників ринку цінних паперів, консолідації функцій із державного регулювання ринків фінансових послуг, стимулювання участі громадян у інвестиційній діяльності та недержавному пенсійному забезпеченні, лібералізації валютних операцій, зокрема: Закону України № 701-VIII про внесення змін до Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок» стосовно державних деривативів щодо реструктуризації державного та гарантованого державою боргу та його часткового списання; проекту Закону № 5592-д про внесення змін до деяких законодавчих актів України (щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів), проекту Закону № 6027 про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо підвищення довіри між банками та їх клієнтами та інших.

Керівник секретаріату Комітету
Верховної Ради України
з питань фінансової політики
і банківської діяльності



І. М. Прийма

«Затверджую»
 Проректор з наукової
 роботи ДЗВО «Київський
 національний економічний
 університет
 імені Вадима Гетьмана,
 доктор економічних наук,
 професор



Д.Л. Антонюк

2017 р.



«Затверджую»
 Проректор з науково-педагогічної
 роботи ДЗВО «Київський
 національний економічний
 університет
 імені Вадима Гетьмана,
 доктор економічних наук,
 професор



А.М. Колот

2017 р.



ДОВІДКА

про впровадження в навчальному процесі результатів дисертації

Ананьєва Миколи Юрійовича на тему:

«Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів»

Наукові результати дисертаційного дослідження Ананьєва М.Ю., старшого викладача кафедри міжнародних фінансів, використовувались в навчальному процесі ДЗВО «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» при викладанні студентам дисциплін «Фондовий ринок», «Торгівля цінними паперами», «Міжнародні фінанси» та «Фінанси міжнародних корпорацій».

Автором особисто розроблено теми: «Вартість грошей у часі», Вартість та структура капіталу», «Дивідендна політика міжнародних корпорацій», «Економічний аналіз та управління ризиками» та розроблено дистанційний курс з дисципліни «Фондовий ринок».

Декан факультету міжнародної
 економіки і менеджменту



Ю.М. Солодковський

**НАЦІОНАЛЬНА КОМІСІЯ
З ЦІННИХ ПАПЕРІВ
ТА ФОНДОВОГО РИНКУ**

вул. Московська, 8, корпус 30
м. Київ, 01010, Україна
тел./факс 280-40-95
тел./факс 254-23-31
Код ЄДРПОУ 37956207
Web: [http:// www.nssmc.gov.ua](http://www.nssmc.gov.ua)



**NATIONAL SECURITIES
AND STOCK MARKET
COMMISSION**

Building 30, 8, Moskovska St.,
Kyiv, 01010, Ukraine
phone/fax +38(044)254-25-70
phone/fax +38(044)254-23-77
Code of USRCOU 37956207
Web: [http:// www.nssmc.gov.ua](http://www.nssmc.gov.ua)

10.11.14 № 04/25224

На № _____

**ДВНЗ «Київський національний
економічний університет
ім. В. Гетьмана»**

**Довідка
про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Ананьєва Миколи Юрійовича
«Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів»**

Дисертаційне дослідження Ананьєва Миколи Юрійовича на тему «Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів» містить раніше не захищені оригінальні положення та отримані автором нові науково-обґрунтовані результати, що в цілому вирішують ряд науково-практичних проблем розвитку ринку цінних паперів.

Результати наукових досліджень Ананьєва М.Ю. використані Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку при розробці проектів нормативно-правових актів щодо: побудови сучасної регулятивної, торгової та розрахунково-клірингової інфраструктур ринку цінних паперів України в контексті Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 року.

Також, науково-обґрунтовані результати використані у процесі поглибленого статистичного аналізу показників інвестиційної діяльності на фондовому ринку, що дозволить здійснювати прогнозування розвитку інвестиційного ринку, а також пошуку нових шляхів активізації інвестиційної діяльності в умовах розвитку конкурентоспроможної економіки.

Керівник апарату

Сахнацька О.А.

165457

