

Київський національний торговельно-економічний університет

Кафедра фінансів

ВИПУСКНА КВАЛІФІКАЦІЙНА РОБОТА

на тему:

МІЖНАРОДНИЙ РИНОК ЦІННИХ ПАПЕРІВ

Студента 2 курсу, 7м групи,
спеціальності 072
«Фінанси, банківська справа та страхування»
спеціалізації «Міжнародні фінанси»

Алад'єв
Владислав
Костянтинович

Науковий керівник
д.е.н., професор

Кучер Галина
Вікторівна

Керівник освітньо-професійної програми
д.е.н., професор

Кучер Галина
Вікторівна

Завідувач кафедри фінансів,
д.е.н., професор,
заслужений діяч науки і техніки України

Чугунов Ігор
Якович

Київ 2021

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	6
1.1. Економічна сутність та роль міжнародного ринку цінних паперів	6
1.2. Структура міжнародного ринку цінних паперів	9
1.3. Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів	13
РОЗДІЛ 2. ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ЙОГО ІНФРАСТРУКТУРИ	17
2.1. Розвиток ринку цінних паперів як інструмент забезпечення економічного розвитку	17
2.2. Оцінка модернізації інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів	26
РОЗДІЛ 3. ПРІОРИТЕТИ РОЗБУДОВИ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ	35
3.1. Сучасні виклики та можливості розвитку міжнародного ринку цінних паперів	35
3.2. Напрями удосконалення системи регулювання міжнародного ринку цінних паперів	44
ВИСНОВКИ	51
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	55
ДОДАТКИ	62

ВСТУП

Актуальність дослідження. Інтенсифікація процесів фінансової глобалізації внаслідок дерегуляції та лібералізації національних ринків капіталу вплинула на взаємопроникнення фінансових систем країн та удосконалення міжнародного ринку цінних паперів. Даний ринок надає можливість залучити відповідний обсяг фінансових ресурсів, що набуває особливого значення в сучасних умовах для підтримки стійкого економічного зростання. Водночас із розширенням інструментів та меж світового ринку цінних паперів посилюються системні ризики, що можуть викликати значний дисбаланс глобальної фінансової системи та економічні кризи, про що свідчить досвід Великої Рецесії. Економічні перетворення в нинішніх умовах впливають на парадигму розвитку міжнародного ринку цінних паперів. Важливими питаннями залишаються підвищення дієвості та якості інфраструктури фінансового ринку, формування адаптивної економічним реаліям нормативно-правової бази національних ринків цінних паперів, розбудови моделі їх регулювання. Міжнародний ринок цінних паперів є одним з основних складних механізмів перерозподілу тимчасово вільного капіталу, забезпечуючи реалізацію різних проектів, які не можуть бути втілені в життя із використанням традиційного інструментарію банківського кредитування. Комплексний аналіз елементного складу міжнародного фондового ринку дозволяє повною мірою досягнути взаємозв'язки між складовими макроекономічної системи.

Значний внесок у розвиток теоретико-методологічних і прикладних основ функціонування міжнародного ринку цінних паперів здійснили зарубіжні науковці, зокрема Е. Беккер, П. Волкер, Д. Жу, А. Йохансон, Р. Левіч, К. Лангевурт, Н. Молоні, І. Уолтер та інші. Серед вітчизняних вчених слід виділити наукові праці О. Бурбан, Ж. Гарбар, Ф. Зінченка, М. Житаря, Г. Кучер, І. Кривов'язюка, М. Кужелева, С. Науменкової, В. Міщенко, І. Рекуненко, О. Шутєєвої, І. Школьник.

Однак чимало теоретичних і прикладних аспектів функціонування міжнародного ринку цінних паперів залишаються недостатньо дослідженими. Неповною мірою розглянуто сучасну композиційну структуру інституцій, що складають основу міжнародного ринку цінних паперів, не оцінено вплив, який згадані інститути чинять на міжнародний фондовий ринок і циркуляцію глобальних фінансових ресурсів. Важливим є розвиток положень щодо підвищення ефективності регулювання міжнародного ринку цінних паперів з урахуванням макроекономічної циклічності як передумови для стійкого економічного зростання. Актуальним і доцільним є обґрунтування пріоритетних напрямів модернізації інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів, потребують уточнення його глобальні детермінанти розвитку, сучасні виклики та можливості еволюції відповідних відносин. Це зумовило обрання теми дослідження, обґрунтування його мети, завдань та логіку викладення матеріалу.

Мета і завдання дослідження. Метою даного дослідження є розкриття теоретико-методологічних засад функціонування міжнародного ринку цінних паперів у глобальній системі фінансово-економічних відносин та обґрунтування основних напрямів його розвитку.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- розкрити економічну сутність та роль міжнародного ринку цінних паперів;
- охарактеризувати структуру міжнародного ринку цінних паперів;
- визначити та систематизувати глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів;
- визначити специфіку розвитку ринку цінних паперів як інструменту забезпечення економічного розвитку;
- оцінити модернізацію інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів;
- охарактеризувати сучасні виклики та можливості розвитку

міжнародного ринку цінних паперів;

– запропонувати напрями удосконалення системи регулювання міжнародного ринку цінних паперів.

Об’єктом дослідження є міжнародний ринок цінних паперів.

Предметом дослідження є теоретико-методологічні основи та механізми функціонування міжнародного ринку цінних паперів у сучасних умовах.

Методи дослідження. У даній роботі застосовано сукупність наукових методів і підходів, що забезпечило концептуальну єдність дослідження. Системний та структурний методи використано при розкритті економічної сутності, ролі і структури міжнародного ринку цінних паперів. За допомогою порівняльного і факторного методів узагальнено світовий досвід формування і функціонування складових елементів міжнародного фондового ринку. Методи економічного аналізу застосовано при вивченні глобальних практик руху фінансових ресурсів на міжнародному ринку цінних паперів. На основі системного підходу, синтезу, наукового абстрагування оцінено модернізацію інфраструктури відповідного ринку та обґрунтовано пріоритетні напрями удосконалення системи його регулювання.

Інформаційну базу даного дослідження склали наукові публікації зарубіжних і вітчизняних науковців, міжнародні та національні нормативно-правові акти, офіційні звіти, аналітичні публікації, статистичні збірники міжнародних фінансових інституцій: Міжнародного валютного фонду, Світової федерації бірж, Світового банку, Банку міжнародних розрахунків, Європейського банку реконструкції та розвитку, статистичні дані центральних банків та відповідних служб інших держав.

Обсяг та структура роботи. Робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг становить 63 сторінок, основний зміст викладено на 54 сторінках. Робота містить 6 таблиць, 9 рисунків, 1 додаток, список використаних джерел включає 80 найменувань на 7 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ФУНКЦІОНУВАННЯ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1. Економічна сутність та роль міжнародного ринку цінних паперів

Міжнародний ринок цінних паперів є важливим компонентом світового фінансового ринку. Попри тривалу історію і органічний зв'язок з динамікою суспільно відтворювальних процесів, питання визначення його економічної сутності залишається відкритим, що проявляється в паралельному існуванні понять «фондового ринку» та «ринку цінних паперів», тотожність яких залишається дискусійною. Оскільки чимало зарубіжних та вітчизняних дослідників проголошують ці категорії синонімічними, таким ринком вважають систему відносин з обігу виключно довгострокових цінних паперів: акцій, облігації та деривативів. Іноді «ринок цінних паперів» трактують ширше, включаючи до нього короткострокові цінні папери, зокрема векселі та різноманітні комерційні фінансові документи. Станісевич С. та Шиндрук І. характеризують ринок цінних паперів як сегмент фінансового ринку, що об'єднує грошовий ринок і ринок капіталів і, завдяки існуванню цінних паперів, забезпечує акумуляцію, розподіл та перерозподіл ресурсів [37]. Гавкалова Н. та Шутеева О. визначають ринок цінних паперів частиною як грошового ринку, так і ринку капіталів, вказуючи на його специфіку [34].

Пехота А. ототожнює поняття ринок цінних паперів та фондовий ринок, вважаючи його складовою фінансового ринку, що забезпечує якомога швидший перелив фінансових засобів та інвестицій з однієї сфери економіки в іншу [32]. Коваленко Ю. прирівнює ринок цінних паперів та фондовий ринок, проте не включаючи до нього ринку деривативів [18]. Стабіас С. не виділяє поняття фондовий ринок та ринок цінних паперів, визнаючи, що

основні операції здійснюються завжди в межах світових фінансових центрів з потужними міжнародними біржами [36].

Кужелєв М. вважає, що ринок цінних паперів є невід'ємною складовою фінансового ринку, який включає грошовий ринок та ринок капіталів і за допомогою відповідних інструментів забезпечує акумуляцію, розподіл та перерозподіл фінансових ресурсів. Організація ринку цінних паперів розглядається як комплекс заходів, спрямованих на одержання оптимальних його параметрів задля найбільшої ефективності [58]. Мошенський С. представив сукупність слушних аргументів про синонімічність категорій «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок, зауважуючи, що межі між коротко- та довгостроковими інструментами ринку цінних паперів нівелюється: існування деривативів значною мірою наближає довгострокові інструменти (облігації, акції) до інструментів короткострокового ринку [30].

Існує методологічний підхід до визначення сутності ринку цінних паперів через функції [1]. Ринок цінних паперів виконує перерозподільну (перерозподіл капіталу, прав власності, ризиків між економічними суб'єктами), ціноутворюючу, регулюючу, інформаційну, облікову функції, сприяє забезпеченню ліквідності і трансформації вільних фінансових ресурсів в капітал, обслуговування товарообігу.

Існування міжнародного ринку цінних паперів прямо пов'язане з феноменом хеджування ризиків [78]. Останнє полягає у використанні певних інструментів цього ринку (в першу чергу так званих похідних фінансових інструментів або фондових деривативів) для захисту активів (як фінансових, так і нефінансових) від будь-яких несприятливих (товарних, валютних, фінансових) для них коливань кон'юнктури, зокрема щодо вартості або доходності [2]. Ринок цінних паперів надає можливість уникнути небажаних економічних втрат або ж мінімізувати їх та, за певну плату, перенести ризики з власних активів на інших учасників торгів, «зафіксувати» індивідуальний дохід від цінних паперів на певному гарантованому рівні.

Ринок цінних паперів є одним із найбільш регламентованих та

регульованих ринків у світі. 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 і відносин власності, що склалися у державі [77]. Ринки цінних паперів відіграють провідну роль у загальному процесі глобалізації, оскільки, в основі них лежать фінансові ресурси [56]. Розвиток комунікаційних технологій сприяв інтенсивнішому використанню міжнародних фінансових інститутів; консолідації і 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.

Міжнародний ринок цінних паперів є суспільним інститутом через який відбувається переміщення капіталу та емісія. Забезпечення економічної безпеки міжнародного ринку цінних паперів повинно реалізовуватись, починаючи з національного рівня за допомогою інститутів використовуючи механізми реалізації, захисту інтересів і розвитку фінансової системи держави, здатність ефективно здійснювати перелив капіталів між регіонами і секторами економіки [6]. Регулювання ринку цінних паперів є достатньо результативним методом контролю якості інституційного середовища функціонування даного ринку. В сучасних реаліях присутні різноманітні моделі систем регулювання, найпопулярнішою з яких є американська. Пропонуємо розглядати міжнародний ринок цінних паперів як цілісну динамічну систему, через яку здійснюється торгівля фінансовими інструментами, номінованими в іноземній валюті, а також операції між нерезидентами. Існує три види емісій на даному ринку: емісія цінних паперів нерезидентами в національній або іноземній валюті на національному фінансовому ринку країни; емісія цінних паперів резидентами в іноземній валюті; емісія цінних паперів, деномінованих в національній валюті, проте призначених для продажу іноземним інвесторам.

1.2. Структура міжнародного ринку цінних паперів

Існують різні підходів до структуризації міжнародного ринку цінних паперів, що дозволяють комплексно дослідити його внутрішню будову відповідно визначених класифікаційних ознак. Структура міжнародного ринку цінних паперів представлена його учасниками (суб'єктами) – фізичними особами і організаціями, що продають, купують цінні папери або обслуговують їх обіг, вступаючи в економічні відносини з приводу обміну фондовими інструментами. Існує дві категорії професійних учасників ринку цінних паперів: прямі (безпосередні) та побічні (опосередковані) [3]. Безпосередніми є ті, що здійснюють на ньому професійну діяльність, опосередкованими – ті, завданням яким забезпечується адекватне функціонування всіх інститутів ринку цінних паперів, створюються умови торгівлі для професійних учасників [3]. Останні є юридичними особами, які, маючи ліцензію, здійснюють діяльність згідно списку визначеного у законодавстві країни проведення операції. Безпосередніми учасниками ринку є емітенти, інвестори, саморегулювальні організації професійних учасників ринку. До опосередкованих учасників відносить споживачів (компанії і органи влади), постачальників фінансових ресурсів (домогосподарства, підприємства, банки, трасти, інвестиційні, пенсійні фонди і страхові компанії), суб'єктів, що обслуговують ринок (аудиторські, консалтингові, рекламні компанії), інститути, що регулюють діяльність учасників ринку.

Ознаки секторальної класифікації міжнародного ринку цінних паперів приведено в табл. 1.1. Первинний ринок стосується продажу нових випусків цінних паперів, коли емітент перший раз розміщує свої цінні папери та отримує через них притік сукупності фінансових ресурсів і економіка одержує первинне вливання додаткового капіталу [56]. Первинне розміщення на міжнародному ринку цінних паперів буває публічним та приватним. При публічному розміщенні емітент інформує заздалегідь громадськість, не знаючи, хто забажає придбати його цінні папери, а зробити це можуть всі

зацікавлені учасники. Коли первинне розміщення завершено, інвестор має право перепродати одержані фінансові активи іншому агенту. Цей сектор не створює нові вливання в реальну економіку, а лише забезпечує умови для підвищення ліквідності ринку цінних паперів. При приватному розміщенні емітент пропонує купити цінні папери заздалегідь визначеному колу осіб.

Таблиця 1.1

Секторальна класифікація ринку цінних паперів

Критерії класифікації	Сектори ринку
Спосіб розміщення цінних паперів	Первинний Вторинний
Ступінь організації ринку цінних паперів	Біржовий Позабіржовий
Рівень функціонування цінних паперів	Місцевий ринок цінних паперів Національний ринок цінних паперів Міжнародний ринок цінних паперів
За економічною природою цінних паперів	Ринок боргових цінних паперів Ринок майнових (пайових) цінних паперів Ринок похідних цінних паперів

Джерело: складено автором за [2, 5, 9, 12, 22]

Основним інститутом міжнародного ринку цінних паперів вважається фондова біржа – спеціалізована установа, що створює умови для постійно діючої централізованої торгівлі цінними паперами шляхом поєднання попиту та пропозицій. До 95% світової капіталізації ринку акцій припадає власне на фондові біржі. Існує понад 200 бірж, найважливіші з них об'єднані у Світову Федерацію Фондових Бірж (World Federation of Exchange, WFE), що розділяє всі біржі за географічною ознакою на 3 категорії: 1) 22 американські фондові біржі (Північна та Південна Америка; 2) 28 азійсько-тихоокеанських бірж (Далекий Схід, Південна Азія та Австралія); 3) 53 євразійські фондові біржі (Європа, Африка та Близький Схід). Українська фондова біржа з 2013 року є афілійованим членом WFE [29].

Основна ж функція міжнародних фондових бірж полягає у процедурі котирування – механізмі визначення та фіксації ціни фінансового активу в процесі здійснення торгів в результаті чого відбувається встановлення рівноважної ціни. Ключовим завданням діяльності фондової біржі є торгівля

цінними паперами, утворення динаміки рівноважних цін тільки під впливом ринкового попиту та пропозиції.

Деякі дослідники поділяють позабіржовий ринок на організований та неорганізований [3, 29, 49, 52]. На першому здійснюється оптова торгівля сукупністю фінансових активів між великими інвесторами; його учасники з певних причин не могли або не хотіли брати участь в торгівлі на біржі [3]. Більшість операцій здійснюється через спеціальні електронні термінали, що не є учасниками торгівлі, а місцем зустрічі, «віртуальною біржею». На неорганізованому ринку здійснюється неоптова торгівля цінними паперами між малими інвесторами.

На міжнародному ринку обертаються як фінансові інструменти, що регулюються національним законодавством, так і ті, що перебувають поза межами юрисдикції будь-якої країни. Останній складається з двох секторів: 1) іноземний ринок – на якому укладаються угоди щодо фінансових активів нерезидентів, іноземних цінних паперів; 2) євроринок – на якому обертаються цінні папери, виражені в євро [56].

Важливим є поділ міжнародного ринку цінних паперів на сегменти за економічною природою останніх на ринок пайових, боргових та похідних цінних паперів. На ринку пайових цінних паперів обертаються фінансові активи, що засвідчують участь власника у статутному капіталі підприємства, надають право на участь в управлінні емітентом та отриманні прибутку від його діяльності, частку майна у разі ліквідації.

У табл. 1.2 представлено динаміку капіталізації світового ринку акцій за попередньо виділеними нами регіонами протягом 2013–2020 років в 2103–2020 роках. Впродовж всього періоду аналізу найвищою капіталізацією характеризувалися фондові ринки Американського регіону, при чому показник майже подвоївся за аналізований період з 24,7 трлн дол США до 44,2 трлн. Найменшою капіталізацією характеризувався Євразійський регіон, однак і тут спостерігалось значне зростання показника на понад 10 трлн дол США.

Динаміка капіталізації світового ринку акцій за регіонами світу

Регіон	Капіталізація ринку акцій станом на кінець грудня кожного року, трлн дол США							
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Американський	24690	30293	27967	28909	35303	30463	34755	44200
Азійсько-тихоокеанський	17593	21160	23215	23059	29153	23668	29603	36125
Євразійський	15004	16620	15942	16864	19800	16101	22967	25925
Всього	57286	68073	67124	68832	84256	70232	87325	106251

Джерело: побудовано автором на основі статистики Bloomberg World Exchange Market Capitalization.

Ринок іноземних акцій представлений: 1) ринком акцій компаній-нерезидентів, які випущені або котируються на національному фінансовому ринку певної країни в її валюті; 2) ринком акцій, які випущені та отримали біржовий лістинг лише у країні випуску, але продаються на фондових ринках кількох країн; 3) ринком акцій, які отримали крос-лістинг на біржах різних країн через системи взаємного котирування цін і якими торгують на фондових біржах і позабіржових ринках цих країн. Євроакції пропонуються для продажу одночасно на кількох національних ринках і емітуються ТНК за допомогою синдикату андеррайтерів – транснаціональних банків [30].

Ринок боргових цінних паперів – це сектор на якому обертаються цінні папери, що засвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити кошти у визначений термін відповідно до своїх цих зобов'язань. До цього ринку відносимо казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати, векселі, а також основний інструмент – облігації різного типу.

Третім сегментом ринку є ринок похідних фінансових інструментів або деривативів, в основі ціни яких лежать інші фінансові активи (в т. ч. золото, нафта, інші корисні копалини, звичайні товари, іноземна валюта та відсоткові ставки), які використовуються для хеджування ризиків на міжнародному фінансовому ринку.

Як видно з таблиці 1.3, в американському регіоні більш як 50% торгівлі деривативами припадає на опціони на акції. В азійському регіоні опціони на фондові індекси складають домінуючу частку торгівлі деривативами, тоді як

у євразійському регіоні домінантною є торгівля валютними ф'ючерсами. Загалом світовий ринок деривативів є динамічним і сильно залежить від міжнародної економічної кон'юнктури, проте своїм існуванням доповнює ринок титулів власності та боргових зобов'язань.

Таблиця 1.3

Показники міжнародного ринку деривативів

Регіон	Кількість укладених у 2018 році контрактів (у млн. шт.)					
	Ф'ючерси на акції	Опціони на акції	Ф'ючерси на фондові індекси	Опціони на фондові індекси	Валютні ф'ючерси	Валютні опціони
Американський	0,3	2942,1	778,5	555,2	340,4	28,3
Азійсько-тихоокеанський	460,5	286,8	1186,1	2812,0	673,3	371,7
Євразійський	529,6	339,4	827,7	520,0	1067,4	52,1
Всього	990,4	3568,4	2792,4	3887,1	2081,1	452,1

Джерело: побудовано автором на основі статистики Bloomberg

Аналізуючи вищенаведені показники міжнародного ринку цінних паперів слід відмітити принципові відмінності між досліджуваними регіонами. Так для найпотужнішого Американського регіону ф'ючерси є досить маловживаним інструментом, обсяг їх продажів клав лише близько 300 тис од, водночас домінантним в регіоні є продаж опціонів на акції, що наближається до 3 млрд одиниць. На противагу в Євразійському регіоні продаж ф'ючерсів за період був найвищим – 529,6 млн одиниць. Специфіка і динаміка ринків обумовлюється виробничим профілем провідних економік регіону, домінуючою валютою розрахунку та інституційними традиціями. Останні залежать від глобальних детермінант, які слід дослідити глибше.

1.3. Глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів

Важливою складовою загального процесу глобалізації є фінансова глобалізація – інтеграція національних фінансових систем, кінцевою метою яких є побудова глобальної фінансової архітектури. Б. Браун вважає

детермінантами розвитку ринків цінних паперів країн Центральної і Східної Європи законодавчу та інституційну структуру; політичну та макроекономічну стабільність; розширення бази інвесторів [52]. Суттєвим фактором розвитку національних ринків цінних паперів для країн Центрально-Східної Європи може стати розвиток інституційних інвесторів (пенсійних та інвестиційних фондів, страхових компаній) [50].

Воденська І виділяє детермінанти розвитку фондового ринку як певні економічні показники (депозитна ставка, фінансове посередництво, ліквідність ринку цінних паперів, інфляція), стверджуючи, що показники доходу та інвестицій мають незначний вплив на ринок цінних паперів [76]. Жанг Д. та Бродсток Д. у дослідженні про вплив фінансових і товарних зв'язків між країнами на їх фінансові ринки в умовах світових криз, виокремлюють глобальні фактори як загальні «драйвера» ринку. До них вони відносять: глобальні відсоткові ставки (облікові ставки провідних економік світу), ціни на нафту, золото, товарні ціни [79]. Уїлсон М. в якості чинників впливу на розвиток ринку цінних паперів виділяє вільний обіг капіталу, доступний кредит, бажання ризикувати, надійне законодавство та захист прав власності [78].

Враховуючи вищезазначене, сучасні глобальні детермінанти розвитку ринків цінних паперів характеризуються об'єктивністю та системним характером. Найбільш вагомими визначено: діджиталізацію і віртуалізацію, інструментальну диверсифікацію, всеохоплюючу інституціоналізацію, адаптивно-регуляторну уніфікацію, кризовість та турбулентність. Аналіз глобальних детермінант здійснюється на основі фундаментальних, інформаційно-технологічних, організаційно-регуляторних факторів на національному, міжнародному та глобальному рівнях [49, 54].

Критерії ідентифікації глобальних детермінант розвитку ринків цінних паперів в залежності від механізму їх впливу на діяльність суб'єктів ринку нами згруповано і ранжирувано за трьома рівнями – місцевим, національним та глобальним (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Ієрархія детермінант розвитку ринків цінних паперів

Джерело: узагальнено автором за [1]

Сучасний ринок цінних паперів можна розглядати як інформаційне середовище, де вартість, швидкість, надійність та простота обміном інформацією є ключовими компонентами його розвитку [6]. В умовах більш вільного та динамічного руху капіталу розвиток світового господарства і окремих країн став більш волатильним і вразливим, розширюючи межі системного ризику. 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 забезпечують міжнародну стабільність [1].

Організація ринку цінних паперів розглядається як комплекс заходів

або дій, спрямованих на одержання оптимальних його параметрів задля найбільшої ефективності його використання.

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 [15].

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 [7].

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

РОЗДІЛ 2

ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ ТА ЙОГО ІНФРАСТРУКТУРИ

2.1. Розвиток ринку цінних паперів як інструмент забезпечення економічного розвитку

Розвиток фінансових ринків, зокрема їх фондових сегментів, є невід’ємним чинником економічного зростання. Повноцінний ринок цінних паперів позитивно впливає на зростання світової економіки завдяки ефективному перерозподілу фінансових потоків між її секторами, поживляє динаміку фінансово-кредитної системи. Проте це не означає, що розвиток ринку цінних паперів сам по собі є чинником економічного зростання. Водночас останнє може розглядатися безпосереднім наслідком розвитку фондового ринку. В контексті нарощування інфраструктурного потенціалу вказаного ринку для України і світу слушним є поєднання обох підходів.

Оскільки чи не найважливішим сегментом міжнародного фондового ринку є ринок пайових (майнових) паперів – акцій – досить перспективним є вивчення співвідношення ємності даного ринку та темпів економічного розвитку. На рис. 2.1 представлено середні кількості компаній-резидентів, що пройшли процедуру лістингу на біржах відповідного регіону або групи країн, та їх ринкову капіталізацію в період 2004–2019 років.

Для аналізу обрано декілька показових груп, зокрема Євросоюз, Європу і Центральну Азію, Північну Америку, Східну Азію та Океанію, країни Центральної Європи і Балтії, а також країни ОЕСР та світ загалом. Як видно з діаграми, країни Центральної Європи та Балтії характеризуються найнижчими показниками кількості емітентів, що пройшли процедуру лістингу та найменшою ринковою капіталізацією відповідних компаній. Це першочергово пов’язано з недосконалістю структури інституційного середовища відповідних ринків, браком досвіду біржової діяльності тощо. Однак, якщо на початку періоду кількість компаній, що пройшли лістинг,

становила 992, то вже в 2011 році – майже подвоїлася, склавши 1740 юридичних осіб. Їх сукупна ринкова капіталізація наближалася до 90 % у 2006–2007 роках і дещо поступається загальносвітовому показнику (113,92 % за період), однак є значно нижчою, ніж, наприклад, у Північній Америці – 156,60 %, відповідно [78, 80].

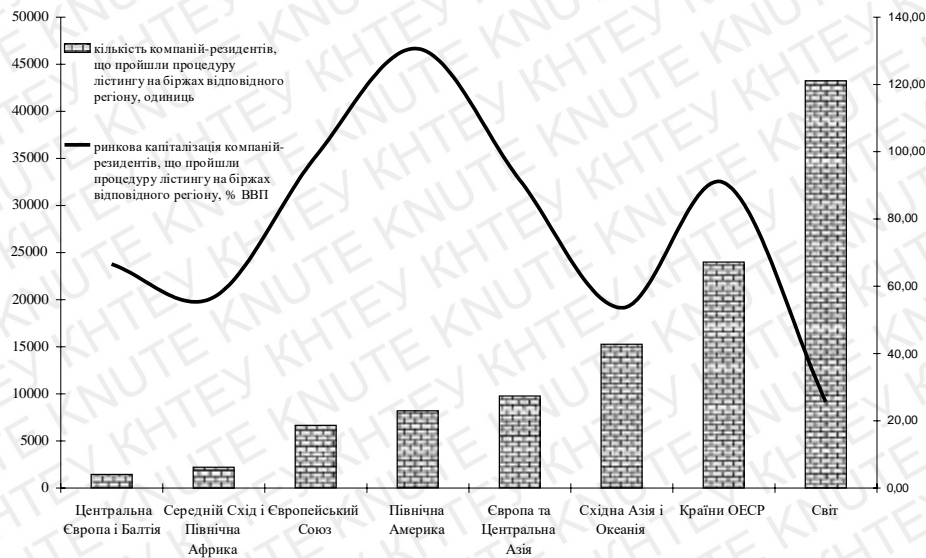


Рис. 2.1. Загальні характеристики світового ринку майнових цінних паперів в 2004–2019 роках

Джерело: розраховано і побудовано автором за даними Світового Банку [74].

На рис. 2.2 представлено динаміку економічного зростання (середній за період темп приросту ВВП на душу населення) та ємності ринку акцій, що характеризується позитивною залежністю між досліджуваними показниками.

Для повнішого розуміння впливу розвитку ринку цінних паперів на економічну систему, доцільно звернутися до поняття глибини фінансового ринку, запропонованого Світовим банком в кінці 1980-х для відображення зв'язку між насиченістю економіки фінансовими ресурсами і темпами зростання. Монетизація (яка відображається в коефіцієнті монетизації) є основним показником глибини фінансового ринку. Найчастіше показниками фінансової глибини є відсоткові відношення грошових агрегатів М1–М3 до ВВП (протягом 1990-х років цей показник становив приблизно 65 % для економічно розвинених країн і 25 % для країн з трансформаційною економікою).

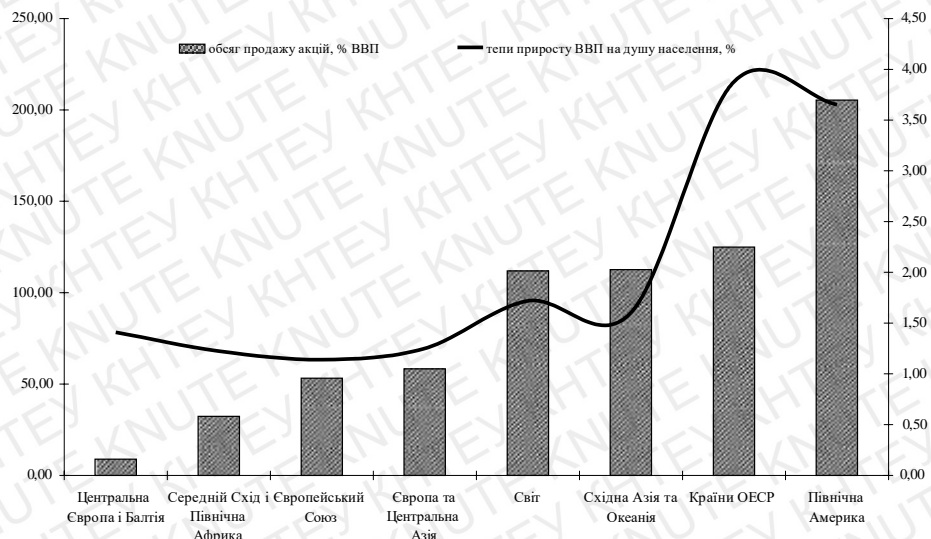


Рис. 2.2. Обсяг біржової торгівлі акціями та темпи економічного зростання в окремих регіонах світу в 2004–2019 роках

Джерело: розраховано і побудовано автором за даними Світового Банку [74].

Результати розрахунків фінансової глибини для України представлено у табл. 2.1. Як видно з розрахунків, фінансова глибина економіки України за грошовими агрегатами М2 і М3 однакова.

Таблиця 2.1
Фінансова глибина економіки України у 2004–2020 роках

Роки	М2, млн грн	М3, млн грн	ВВП, млн грн	М2/ВВП	М3/ВВП
2004	125 483,3	125 704,9	345 113	0,36	0,36
2005	193 145,3	194 070,5	441 452	0,44	0,44
2006	259 413,2	261 063,4	544 153	0,48	0,48
2007	391 272,9	396 156,4	720 731	0,54	0,55
2008	512 526,9	515 727,1	948 056	0,54	0,54
2009	484 771,9	487 298,2	913 345	0,53	0,53
2010	596 840,8	597 871,6	1 082 569	0,55	0,55
2011	681 800,9	685 514,6	1 316 600	0,52	0,52
2012	771 126,3	773 198,6	1 408 889	0,55	0,55
2013	906 236,5	908 994,3	1 454 931	0,62	0,62
2014	955 348,6	956 727,7	1 566 728	0,61	0,61
2015	993 810,2	994 060,1	1 979 458	0,50	0,50
2016	1 102 390,0	1 102 700,0	2 383 182	0,46	0,46
2017	1 176 080,1	1 176 470,1	2 982 920	0,39	0,39
2018	1 224 887,0	1 228 554,0	3 083 409	0,40	0,40
2019	1 329 000,0	1 331 786,0	3 978 400	0,36	0,36
2020	1 835 890,0	1 838 500,0	4 194 102	0,36	0,36

Джерело: розраховано автором за даними Національного банку України [31].

Загальна тенденція свідчить про зростання фінансової глибини до 2013 року, по окремих роках фіксується незначне падіння, однак у наступних – зростання відновлюється. Суттєве зменшення досліджуваного показника припадає на 2015 рік і далі падіння показника триває і до кінця 2020 року.

Фінансова глибина дає кількісну оцінку діяльності фінансового сектора економіки в короткотерміновому періоді та ступеня фінансового розвитку економіки у довготерміновому періоді. Чим швидше розвивається економіка, тим більшою буде фінансова глибина. Відповідно, чим більшою є фінансова глибина, тим більш значною є здатність фінансового сектора до ефективної алокації фінансових ресурсів, яка сприяє подальшому розвитку національної економіки. У 2016 році падіння економіки припинилось, однак необхідного поживлення так і не відбулося. За таких умов зменшення рівня фінансової глибини є природним явищем, оскільки фінансовий сектор втрачає фінансовий базис, частина фінансових потоків переорієнтовуються на тіньовий сектор, відповідно здатність легального сектору до ефективної алокації зменшується. Економіка потрапляє у замкнений цикл, коли для стимулювання розвитку потрібні фінансові ресурси, однак їх акумуляція неможлива без виражених тенденцій зростання.

Результати розрахунків фінансової глибини для окремих країн з розвинутою і трансформаційною економіками представлено у табл. 2.2. У США відмічена суттєва різниця між рівнем фінансової глибини за показниками грошових агрегатів M2 та M3, оскільки ринок цінних паперів в США найбільш розвинений у світі, а фінансовий ринок не є банкоцетричним. Слід відмітити стійку тенденцію до зростання рівня фінансової глибини. Навіть у роки Великої рецесії рівень фінансової глибини у США не зменшився, за грошовим агрегатом M2 він залишився незмінним, а за M3 – зріс в результаті грошово-кредитної політики, яка у кризові періоди орієнтована на забезпечення економіки необхідним обсягом ресурсів.

В країнах зони євро різниця між показниками фінансової глибини за M2 і M3 менша, оскільки фінансові ринки у зоні євро є переважно

банкоцентричними. Так у Польщі та Чеській Республіці різниця між цими показниками найменша, оскільки ринки цінних паперів у зазначених країнах перебувають на етапі інституційного розвитку.

Фінансова глибина свідчить не лише про насиченість економічної системи належними фінансовими ресурсами, але й про обсяг фінансової сфери порівняно з реальною економікою. В розвинених країнах фінансова глибина більша, ніж в країнах з ринками, що формуються. Рівень останньої в Україні значно менший, навіть порівняно з країнами постсоціалістичного простору. Детально динаміка фінансової глибини окремих країн та регіонів світу представлена в табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Фінансова глибина у країнах з розвиненими економікам, 2004–2019 роках

Роки	США		Зона євро		Польща		Чехія	
	M2/ВВП	M3/ВВП	M2/ВВП	M3/ВВП	M2/ВВП	M3/ВВП	M2/ВВП	M3/ВВП
2004	0,549	0,807	0,715	0,839	0,399	0,408	0,561	0,581
2005	0,538	0,817	0,72	0,875	0,422	0,434	0,584	0,607
2006	0,537	0,812	0,783	0,913	0,454	0,467	0,614	0,634
2007	0,537	0,817	0,825	0,972	0,472	0,481	0,593	0,611
2008	0,541	0,818	0,826	0,971	0,472	0,482	0,594	0,612
2009	0,541	0,821	0,828	0,970	0,476	0,482	0,599	0,615
2010	0,542	0,821	0,831	0,972	0,478	0,484	0,603	0,617
2011	0,543	0,822	0,832	0,974	0,481	0,485	0,604	0,618
2012	0,544	0,823	0,833	0,974	0,482	0,486	0,605	0,621
2013	0,545	0,823	0,834	0,973	0,483	0,487	0,605	0,625
2014	0,554	0,824	0,833	0,971	0,485	0,511	0,611	0,633
2015	0,556	0,824	0,833	0,972	0,485	0,512	0,613	0,626
2016	0,558	0,825	0,834	0,972	0,485	0,512	0,612	0,627
2017	0,554	0,823	0,829	0,970	0,479	0,492	0,605	0,622
2018	0,558	0,826	0,846	0,985	0,487	0,501	0,608	0,625
2019	0,561	0,827	0,846	0,989	0,488	0,503	0,608	0,625

Джерело: розраховано автором за даними Світового банку [73].

Як видно з табл. 2.2, фінансова глибина економіки США та країн єврозони значно перевищує – майже вдвічі – як українські, так і східноєвропейські ринки. На підставі проілюстрованої динаміки можна зробити висновок, що за умов позитивного приросту показника фінансової глибини можлива повніша реалізація фінансового потенціалу Польщі і Чехії.

Щодо впливу міжнародного ринку цінних паперів на економічний розвиток вирішальну роль відіграє його здатність ефективно перерозподіляти фінансові ресурси як між секторами економіки, так і між економічними агентами. Ефективність розподілу фінансових ресурсів залежить від рівня розвитку інститутів ринку цінних паперів, який здатний забезпечити диверсифікацію інвестиційних ризиків та зменшувати вартість зовнішнього фінансування для економічних суб'єктів. Країни з більшою фінансовою глибиною, особливо за агрегатом МЗ, характеризуються вищим рівнем економічного розвитку [56].

Країни, що підвищили коефіцієнт фінансової глибини з 0,2 (трансформаційні) до 0,6 (розвинені) здатні забезпечити зростання сукупного доходу на душу населення приблизно на 1 % щорічно [77]. Відмінність у зростанні доходів на душу населення між країнами з низькими і високими темпами економічного зростання становить за 30 років всього лише 5 %. На рис. 2.3 відображено залежність економічного зростання (ВВП – як основний індикатор економічного зростання) від глибини фінансового ринку в Україні. Між досліджуваними показниками існує поліноміальна достовірна та достатньо щільна залежність другого ступеня. Коефіцієнт детермінації показує, що темпи зростання ВВП на 73,94 % визначаються варіацією рівня фінансової глибини. Коефіцієнт еластичності при факторному показнику показує, що при зростанні рівня фінансової глибини на 1 в. п. ймовірне зростання ВВП на 8 в. п. На досліджуваному відрізку функція спадна, що обумовлено тимчасовим домінуванням інституційних чинників.

Доцільно досліджувати вплив на економічний розвиток не тільки фінансового ринку в цілому, але і окремо його фондового сегменту. Надмірна банкоцентричність обумовлює вразливість до криз банківського сектору. Банківські кризи є продуктом нестабільних макроекономічних показників, вони самі по собі виступають каталізаторами негативних процесів в економіці. Після спостереження протягом 25 років за банківськими кризами і вивчення 117 епізодів, експерти МВФ дійшли до висновку, що в середньому

банківська криза системного плану для країни, що розвивається, означає втрату 10 % ВВП [39].

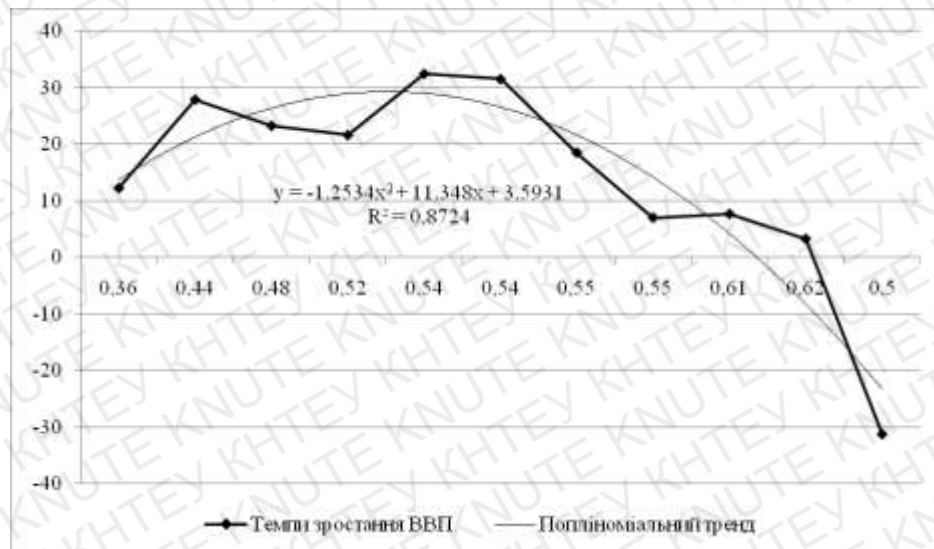


Рис. 2.3. Залежність між темпами зростання реального ВВП та рівнем фінансової глибини в Україні у 2004–2019 роках

Джерело: побудовано автором за даними Національного Банку України [31].

Схожі результати отримані МВФ за результатами спільних досліджень із Банком Англії, які проводилися стосовно 33 банківських криз, що спостерігалися за період з 1977 по 2004 роки (сюди увійшли всі банківські кризи, за винятком Аргентини 2002–2004 рр.). За даними дослідженнями середня тривалість банківської кризи становила 4,3 роки. Друге місце в сумарному рейтингу посіла Іспанія, де остання банківська криза тривала з 1977 по 1985 рік [55]. Українська економіка через банкоцентричність також вразлива до банківських криз. Глибина і масштаби від таких криз більші, ніж у країнах з розвинутою економікою, оскільки в Україні ступінь асиметричності інформації набагато вищий. Саме асиметрія інформації створює передумови для паніки та зловживань у сфері регулювання фінансових потоків.

Підвищення ліквідності фондової біржі забезпечує довготермінове економічне зростання (зокрема, зростання ліквідності фондової біржі на 0,30 % забезпечить зростання ВВП на душу населення на 0,80 % щорічно) [70]. В Україні нестабільність розвитку фондового ринку та низький рівень

його ліквідності не підтвердили гіпотетичну залежність (рис. 2.4). Між цими величинами зв'язок незначний, розрахункове значення критерію Фішера менше від табличного. Це означає, що зв'язок може бути випадковим. Такий результат можна пояснити низьким рівнем розвитку вітчизняного фондового ринку та його переважно спекулятивний характер. Оскільки ринок цінних паперів не бере вагомій участі у формуванні фінансових ресурсів реального сектору, то логічно, що збільшення рівня його ліквідності може не здійснювати вагатого позитивного впливу на темпи економічного зростання.

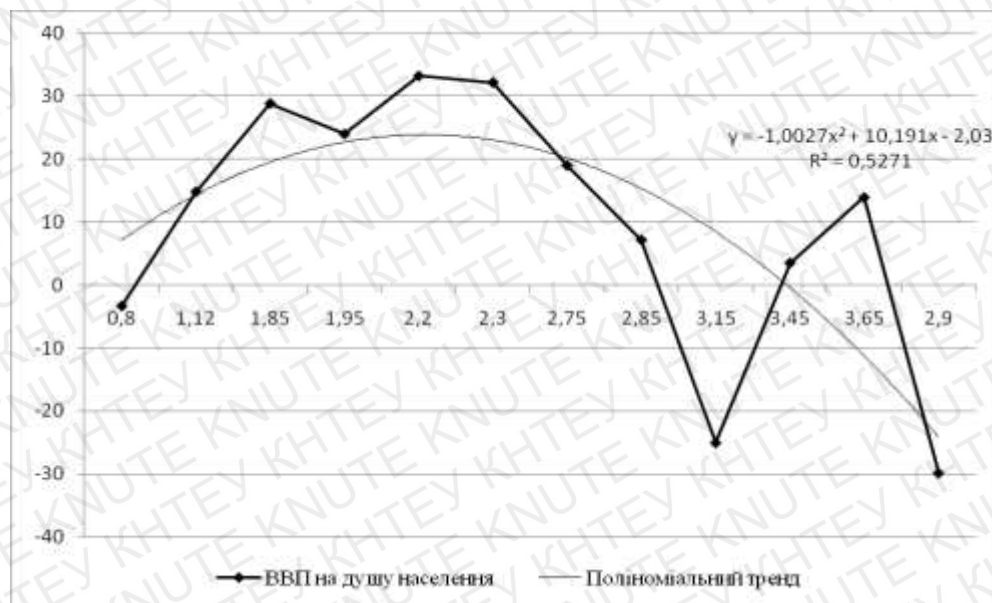


Рис. 2.4. Залежність динаміки ліквідності фондового ринку та темпів приросту реального ВВП на душу населення в Україні у 2004–2019 роках
Джерело: побудовано автором за даними Національного Банку України [31].

Важливу роль відіграє конкуренція між банківською системою і міжнародним ринком цінних паперів. Позитивний вплив від такої конкуренції забезпечується, якщо вона сприяє здешевленню фінансування для інших секторів економіки. Крім того, позитивно конкуренція впливає на асортимент і якість надання фінансових послуг. На наш погляд, помилковим є твердження, що відкритість фінансового ринку сприяє його розвитку та розвитку економіки в цілому. Загалом країни із недостатньо розвинутими інститутами мало вииграють від фінансової відкритості. Але ті з них, які активно запроваджують серйозні реформи, наближаються до межі, якій наслідують добрі результати. Недостатньо лише відкритості фінансового

ринку для забезпечення успішного розвитку економіки, ця відкритість має бути підкріплена відповідним розвитком інфраструктури. Розвиток інфраструктури означає не тільки наявність відповідного правового поля, але й інституціональну придатність фінансового сектора, тобто діяльність ринкового регулятора має бути спеціально спрямованою на стимулювання інституціональної зрілості суспільства.

З викладеного вище можна зробити висновок, що вплив розвитку фінансових ринків на довгостроковий економічний розвиток визначається не тільки номінальними темпами зростання фінансового ринку і темпами акумулювання фінансових ресурсів, але і ступенем ефективності розподілу й використання фінансових ресурсів. Саме тому значення розвитку фінансового ринку та окремих його сегментів не слід ототожнювати із безумовним зростанням всієї економіки. Так, для забезпечення економічного зростання не достатньо лише зростання ліквідності фондового ринку чи обсягів активів банківських установ. Необхідним є адекватний рівню розвитку економіки в цілому та фінансового ринку зокрема якість інфраструктури фінансового ринку. Важливе значення мають всі складові інфраструктури, а особливо такі як ефективність юридичної системи захисту прав інвесторів. Також ступінь впливу фінансового ринку на економічний розвиток визначається й історичними особливостями. Традиційно в США збільшення рівня фінансової глибини супроводжується збільшенням темпів економічного зростання завдяки провідній ролі ринку цінних паперів. Для країн Західної Європи та Японії ця залежність є менш вираженою, оскільки там історично склалося домінування банківського сектору у фінансуванні інших секторів.

У країнах з трансформаційною економікою (зокрема, в Україні) фінансовий ринок має порівняно невелике значення в процесах реструктуризації виробництва, а у деяких випадках фінансова лібералізація взагалі загальмувала розвиток виробничого сектора. У деяких країнах зокрема, в Естонії і Словенії розвиток фінансової системи і економічне

зростання проходили паралельно; у Болгарії відзначалося швидке економічне зростання, а потім спад у розвитку фінансового ринку. В Україні фінансова система розвивалася недостатньо швидкими темпами, а економічне зростання почалося пізніше, ніж в інших країнах східноєвропейського регіону. Надалі роль фінансового ринку має зростати, а ефективність такого зростання для економіки в цілому залежатиме від рівня розвитку інфраструктури фінансового ринку.

2.2. Оцінка модернізації інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів

Інфраструктура міжнародного фондового ринку – це взаємоузгоджена система каналів і зв'язків, завдяки яким відбувається перерозподіл обіг інформаційних і фінансових ресурсів, зокрема прав власності на цінні папери. Вона являє собою сукупність інститутів посередницької і супровідної діяльності. Існування інфраструктури ринку цінних паперів зумовлене трансакційними витратами: діяльність ринкових суб'єктів супроводжується пошуком необхідної інформації для здійснення оптимального вибору, а витрати, пов'язані з пошуком такої інформації та проведенням операцій купівлі-продажу, є трансакційними. Наявність інфраструктури покликана ці витрати мінімізувати. Інституції, впливаючи на реальну економіку та міжнародний ринок цінних паперів, створюють середовище в межах якого функціонують усі економічні суб'єкти певного ринку.

Наявності лише емітентів, інвесторів та вільних ресурсів недостатньо для забезпечення переміщення фінансових потоків у потрібному напрямі. Для цього необхідна інфраструктура – комплекс пов'язаних обслуговуючих структур [5]. Відправною точкою дослідження інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів є положення, що вона є невід'ємною складовою ринкової системи. Необхідність дослідження інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів, а далі і її трансформації обумовлена впливом розвитку

останнього на реальний сектор через регулювання фінансових потоків.

Типовий склад інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів подано на рис. 2.5. Вона відіграє допоміжну роль, її елементи обслуговують процеси трансформації заощаджень в інвестиції, знижують ступінь ризиків, сприяють ефективному використанню капіталу. Стрімкі процеси глобалізації перетворили інфраструктуру міжнародного ринку цінних паперів на одну з домінант перерозподілу капіталу в світових масштабах. З цієї точки зору інфраструктурний потенціал еволюції і трансформації міжнародного ринку цінних паперів відображає:

- величину ймовірного приросту кількості суб'єктів інфраструктури, порівняно з еталонною величиною, відповідно темпів розвитку економіки;
- обсяг фінпослуг, що може бути досягнутий на міжнародному ринку цінних паперів, враховуючи потреби реальної економіки і тенденції розвитку глобальної фінансової системи;
- можливості фінансового розвитку, не досягнуті через диспропорції у еволюції окремих складових інфраструктури [56].



Рис 2.5. Композиційна структура інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів

Джерело: складено автором [6, 9, 19]

Протягом останніх двох десятиріч як на фінансові ринки, так і на їх інфраструктуру вплинув розвиток інформаційних технологій. Для цього періоду характерний непропорційний розвиток інституційних складових

інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів [3]. Так, у більшості країн Європи депозитарні центри, крім профільної діяльності, займаються також наданням супровідних послуг із виплати доходу інвесторам, погашення і дроблення акцій, прирощування капіталу, голосування за дорученням, повернення податків і ведення фінансової звітності. Банки виступають у якості посередників між локальним депозитарними центрами і брокерами, дилерами, кінцевими інвесторами.

Особливістю сучасної трансформації інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів є зміцнення вертикальних взаємозв'язків. Вертикальна інтеграція створює ефект масштабу – приріст ефективності спільної роботи додаткових компонентів інфраструктури. Один універсальний контрагент здатний надавати пакет послуг за нижчою ціною порівняно з кількома спеціалізованими щодо окремих послуг, знижуючи трансакційні витрати.

Відповідно до характеру інтеграційних процесів інфраструктури різних країн існують дві базові моделі: модель модулів національних інфраструктур різних країн та модель консолідації інфраструктури. Остання проявляється у формі злиттів та альянсів окремих елементів інфраструктури і цілих систем, перша ж передбачає функціонування технічно пов'язаних окремих національних систем. За моделі модулів національних інфраструктур кожна національна система виступає у ролі представника від імені своїх учасників при здійсненні операцій із цінними паперами в іноземній національній системі. Критичним є виявлення диспропорцій розвитку окремих компонентів інфраструктурного потенціалу міжнародного ринку цінних паперів, які знижують ефективність забезпечення фінансовими ресурсами економіки [14].

Суб'єкти фінансового ринку, що здійснюють обслуговування обігу цінних паперів, формують організаційну складову інфраструктурного потенціалу. Технологічний розвиток свідчить про зростаюче значення цифрової складової інфраструктури міжнародного фондового ринку. Цей розвиток дав можливість сформувати єдину фінансову мережу, провідними центрами якої є Лондон, Париж, Цюрих, Франкфурт-на-Майні (Європа), Нью-

Йорк, Лос-Анджелес, Чикаго (США), Токіо, Сінгапур, Гонконг, Шанхай, Дубаї (Азія). Глобалізація дає можливість доступу до сукупності фінансових ресурсів як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках, інвестори одержують доступ не тільки до національного ринку, але й до зовнішніх, що здатні забезпечувати вищу норму прибутковості або нижчі ризики. Динаміка розвитку та ефективність міжнародного ринку цінних паперів залежить від його оргскладової – механізму збалансування кон'юнктури, дія якого відбувається за участю практично всіх елементів інфраструктури [16].

У доповнення до технічних зв'язків трансформація інфраструктури міжнародного фондового ринку може бути здійснена шляхом інтеграції функціональних можливостей, механізмів і процесів без зменшення кількості постачальників послуг для забезпечення ефективної і захищеної роботи з цінними паперами, адже більшість систем, які оперують цінними паперами в світі взаємопов'язані безпосередньо або опосередковано.

Така модель інтеграції набула широкої критики з боку учасників ринку і, зокрема, депозитарними банками, оскільки вона ще не дала очікуваного скорочення витрат і врегулювання ефективності транскордонних угод. Європейські та світові посередники використовували вартість транзакції, яка як орієнтир є вищою, ніж у США. Зараз, наприклад, вартість клірингу цінних паперів і розрахунків за прикордонними угодами в Європі втричі вище, ніж у США. Така модель потребує здійснення значної кількості процедур для того, щоб забезпечити передачу додаткових послуг між двома розрахунковими системами. Крім того, системи зберігачів мають протилежні інтереси з погляду використання транскордонних зв'язків для недопущення роботи й переведення операцій клієнта від системи однієї країни до іншої.

Другою моделлю трансформації є консолідація існуючих національних інфраструктур ринку цінних паперів за рахунок злиття. Консолідація може відбутися на горизонтальному або вертикальному рівні. Горизонтальна передбачає об'єднання систем і організацій, які надають схожі послуги та продукти, вертикальна – злиття систем і організацій, які надають

комплементарні послуги по всьому ланцюжку діяльності.

Фондові біржі є елементами інфраструктури фінансового ринку, тому активізація їх діяльності є внеском у реалізацію інфраструктурного потенціалу міжнародного ринку цінних паперів. Розвиток біржової активності супроводжується появою нових фінансових інструментів, зумовлює необхідність розвитку інфраструктурних елементів фінансового ринку, зокрема депозитарного обліку, клірингової діяльності, андеррайтингу, управління активами, рейтингування. Еволюція цих елементів означає виникнення попиту на відповідних фахівців [6].

Типовими сучасними векторами трансформації інфраструктурного потенціалу міжнародного ринку цінних паперів є: 1) оптимізація кількості професійних організаторів біржових торгів та висунення жорстких вимог щодо ефективності їх діяльності; 2) розширення лістингових списків з одночасним посиленням вимог до повного і транспарентного розкриття інформації щодо емітентів, зокрема вимог до розкриття значущої нефінансової інформації, що може впливати на інвестиційні рішення; 3) запровадження і дотримання персональної відповідальності посадових осіб емітентів за неповноту розкриття вказаної інформації; 4) збалансування біржової і позабіржової торгівлі фондовими деривативами із метою створення сприятливих передумов для реалізації нових фінансових інструментів і послуг; 5) регламентування відповідальності депозитних фінпосередників щодо вкладів клієнтів; 6) розширення ресурсної бази та інвестиційного потенціалу фінансових установ на глобальному ринку; 7) зростання фінансової грамотності населення в частині розуміння основ функціонування ринку, ризиків і можливостей [1].

Кожна із складових трансформації інфраструктурного потенціалу фондового ринку є важливою для оптимізації перерозподілу фінансових ресурсів між суб'єктами. Так, світовим ринкам акцій властиві тенденції: – поглиблення консолідації й інтеграції до світогосподарського простору (укрупнення фондових бірж, транскордонні переміщення капіталу,

імплементация міжнародних правових актів тощо); – посилення організованості та, водночас, держконтролю щодо функціонування міжнародного фондового ринку з імплементациєю уніфікованих правил; – підвищення ролі комерційних банків як інституціональних інвесторів і посередників у розміщенні цінних паперів; – зростання вимог до розкриття інформації емітентами задля максимальної транспарентності ринку; – діджиталізація ринку, перетворення фондових бірж на певні комп'ютеризовані центри із засобами глобального оперативного зв'язку; – подальша сек'юритизація (тенденція до транзиту коштів у цінні папери, емісія бізнес-інституціями цінних паперів, забезпечених активами); – фінансова нестабільність на міжнародних фондових ринках, спричинена надвисоким ступенем інтегрованості національних фінринків, що нарощує ймовірність експорту змін, що відбуваються в одній економіці.

Недосконалість андеррайтингу є одним з важливих чинників обмеження розвитку міжнародного ринку цінних паперів, що спричинює проблему неліквідності фондів. Андеррайтинг дозволяє залучити додаткові фонди з наразі недоступних галузей і структур, істотно підвищуючи ліквідність ринку, коли потенційні інвестори спрощують пошук прийнятної і цікавої пропозиції. Із розвитком андеррайтингових відносин ростуть можливості вибору, загальний обсяг емітованих цінних паперів. Для забезпечення повноцінного розвитку фінансового ринку слід належну увагу приділяти еволюції допоміжних інфраструктурних об'єктів.

Через неповноту та асиметричність інформації економічні агенти не довіряють ринку акцій та облігацій, внаслідок чого їх доступ до тимчасово вільної сукупності фінансових ресурсів обмежується. Ключ до подолання описаної проблеми полягає у всебічній інформаційній підтримці потенційних покупців цінних паперів, при чому цінність має не тільки загальна інформація про емітента, але про торговців цінними паперами. Подолання інформаційного вакууму стане одним із перших кроків до зростання довіри до фінансового ринку та реалізації його інфраструктурного потенціалу.

На сучасній фазі еволюції світової економіки рівень інформаційної складової інфраструктурного потенціалу міжнародного ринку цінних паперів є найнижчим. Це пов'язано з низькою впевненістю у якості розкритої інформації, незручним форматом викладення інформації про розвиток фінансового ринку, складністю пошуку інформації за минулі періоди, асистемність інформації. Водночас структура світового ринку рейтингових послуг, де діють крупні агентства (Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Standard&Poor's), які охоплюють 90 % ринку, є олігополією [5]. Діяльність провідних кредитних рейтингових агентств впливає на рішення інвесторів у всьому світі, зумовлюючи обґрунтовану потребу координації діяльності національних регуляторів та встановлення міжнародних правил їх діяльності.

Побудова системи інфраструктурного забезпечення міжнародного фондового ринку за теорією трансакційних витрат доводить доцільність застосування технологій блокчейн і фінтеху. Витрати зменшуються завдяки принципам відкритості ланцюжку даних, коли будь-який учасник має доступ до усіх даних для аналізу, а інформація багаторазово підтверджується усіма попередніми блоками вже створеної інформації, які практично неможливо видалити чи приховати.

Міжнародні фондові посередники, що мінімізують власні витрати на контрагентські зв'язки (торговельно-інформаційні системи, торговці цінними паперами, біржі тощо), інтегруються в єдину достатньо децентралізовану систему, яка автоматизовано через сукупність ланцюжків даних здійснювати й обслуговує процес купівлі-продажу фінактивів. При цьому торговельні системи автоматизовані не абсолютно: при помилках чи протиправних діях існує можливість повернути показники до потрібного стану.

За умов такої трансформації інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів захист даних завдяки технологіям блокчейну переходить цілком до віртуальної площини. Наявність криптографічного ключа стає вразливим місцем, оскільки створені програми та віруси для отримання доступу чи крадіжки ключів через мережу інтернет, тому розроблені так

звані «холодні» і «паперові» ключі, які зберігаються на окремому носії без доступу до глобальної мережі або механічно.

Особливістю застосування блокчейн на міжнародному ринку цінних паперів є ескроу-транзакції із укладенням контрактів, які знаходяться на зберіганні у третіх осіб і набувають чинності при виконанні певних умов. Блокчейн-оператори націлені на усунення домінування нерегульованих монополій на біржовому ринку: корпорації National Securities Clearing Corporation (NSCC), підрозділу The Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC), що займається клірингом і розрахунками за цінними паперами.

Перспективним з позицій трансформації міжнародного ринку цінних паперів є проект Medici, ініційований у жовтні 2014 року з метою забезпечення обміну цінних паперів на базі блоків. У перспективі витрати на торгівлю через Medici складатимуть 20 % від централізованої системи під управлінням DTCC, яка здійснює кліринг для більшості цінних паперів на ринках капіталу США.

Іншим напрямком розвитку в системі блокчейну на фондовому ринку є угода між Групою Ісламського Банку Розвитку та Ateon, яка побудувала Blockchain на основі продуктів, які потенційно можуть бути використані для підтримки розвитку та фінансової інтеграції. Ateon – постачальник рішень і системний інтегратор у середовищі фінтех з акцентом на Blockchain та Cyber Security. Французький уряд у кінці 2017 року дозволив використовувати блокчейн при здійсненні угод з купівлі та продажу цінних паперів, які не котируються на біржах, щоб зробити реєстрацію угод більш ефективною. Банкам і фінтех-компаніям дозволено організовувати спеціальні блокчейн-платформи, де можна торгувати цінними паперами миттєво і без залучення брокерів. Borsa Italiana, підрозділ Лондонської фондової біржі (LSEG) працює над упровадженням блокчейн-технології для надання європейським малим і середнім підприємствам доступу до різних ресурсів, раніше доступних лише великим публічним компаніям. Передбачено переведення на блокчейн записів про структуру капіталу, боргові зобов'язання компаній,

розподіл активів серед акціонерів тощо [77].

Фінрегулятор Швейцарії (Financial Market Supervisory Authority, FINMA) активно підтримує ринок ICO і розвиток проектів на основі блокчейну. Згідно з даними PwC 4 з 10 найбільших ICO обрали Швейцарію базою. При ICO компаній випускаються токени, які у Швейцарії вважаються цінними паперами і за якими передбачається виплата їх власникам дивідендів, процентів або надання прав участі у грошових потоках [7].

Функціонування інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів має інституційні особливості, що власне й визначають модель поведінки економічних суб'єктів. За умов зростаючої невизначеності та посилення впливу екзогенних, нефінансових чинників (зокрема пандемії COVID-19) актуалізується проблематика пошуку варіативних сценарії протидії сучасним викликам розвитку міжнародного ринку цінних паперів та реалізації потенційних вигод для всіх учасників. Разом з тим, глобальна невизначеність поведінки економічних суб'єктів в контексті поширення пандемії COVID-19 не стала причиною нової масштабної кризи на міжнародному ринку цінних паперів, якою раніше стала нестабільність у сфері іпотечного кредитування в США напередодні Великої рецесії. В контексті сказаного постає практична необхідність розробки напрямів удосконалення системи регулювання міжнародного ринку цінних паперів.

РОЗДІЛ 3

ПРІОРИТЕТИ РОЗБУДОВИ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

3.1. Сучасні виклики та можливості розвитку міжнародного ринку цінних паперів

Глобалізація фінансової системи породжує принципові виклики перед суспільством: виникають новітні суперечності і дисбаланси, асиметрії та загрози [56]. Необхідним є відпрацювання механізму попередження та усунення негативних наслідків турбулентного розвитку фінансової сфери. Водночас функціонування міжнародного ринку цінних паперів за умов тотальної глобалізації фінансових відносин дає економічним суб'єктам беззаперечні прямі та опосередковані переваги, зокрема:

- через поглиблення міжнародного поділу праці та посилення ефективності розподілу заощаджень, зокрема інвестиційних ресурсів, підвищується продуктивність праці та рівень життя;
- спрощення доступу до фінансових і матеріальних потоків, оптимізується вартість товарів і послуг (зокрема фінансових);
- завдяки суттєво поліпшеного доступу до сукупності фінансових ресурсів для міжнародних інвесторів зростають можливості окремих національних щодо мобілізації детермінант власного розвитку.

Свідоме уникнення національними урядами, центробанками, а також регуляторами страхового, банківського та фондового сегментів фінансового ринку процесів глобалізації здебільшого скорочує фінансовий потенціал країни. Однак глобальні тренди розвитку міжнародного ринку цінних паперів характеризуються і окремими негативними наслідками:

- фінансова відкритість трансформаційних економік збільшує їх чутливість до дестабілізуючих зовнішніх впливів;
- спрощення транскордонного руху капіталу може призвести до

ситуації, коли національні регуляторні інституції обмежені у можливостях суттєво впливати на такі показники як, рівень процентних ставок, ставок оподаткування і т. д. через необхідність протидії відтоку капіталу;

– відсутність злагодженої, комплексної і збалансованої політики регуляції в усіх сферах економіки, що дестабілізує процедури добору пріоритетних напрямків інвестування коштів, внаслідок чого мінімізується можливість корекції хибних з точки зору учасників ринку рішень.

На основі опрацювання аналітичних звітів міжнародних організацій щодо діяльності фондового ринку нами виокремлено наступні сучасні виклики його розвитку (рис. 3.1).

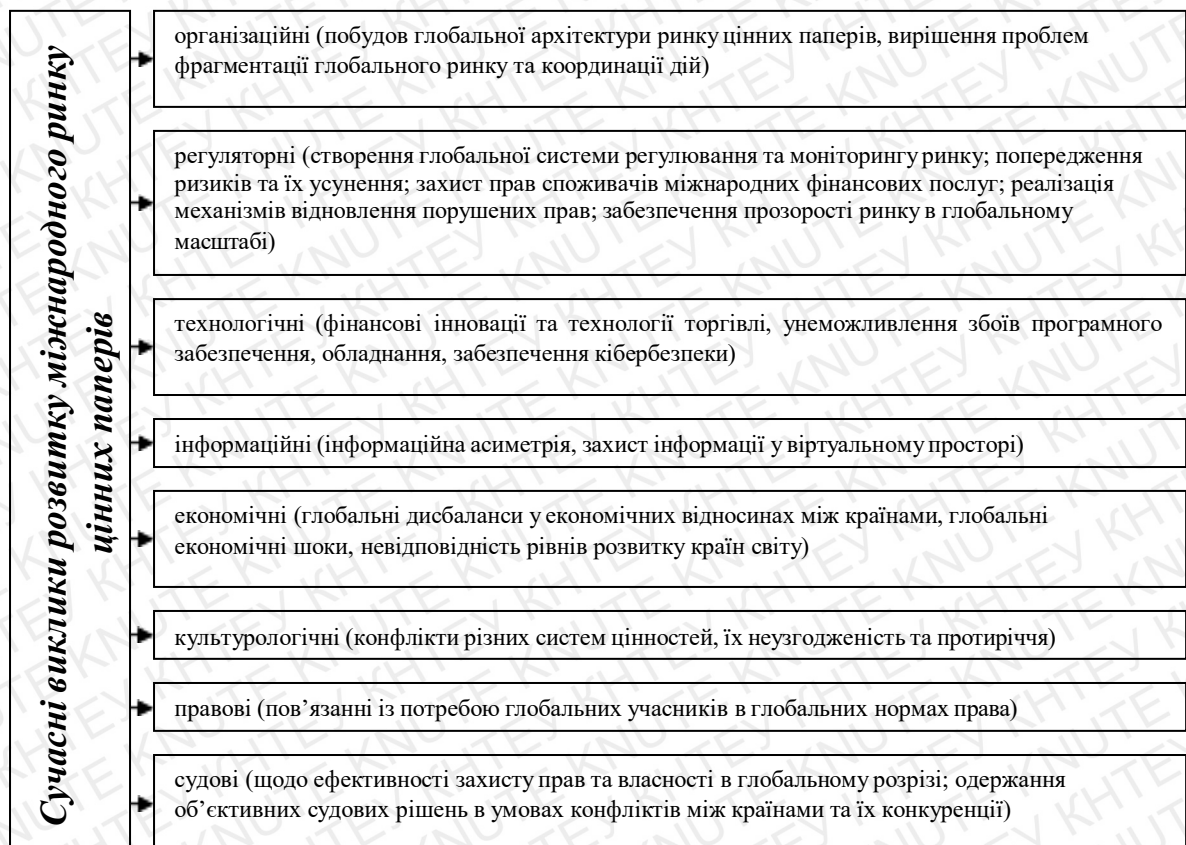


Рис. 3.1. Глобальні виклики розвитку міжнародного ринку цінних паперів

Джерело: побудовано автором за даними [1, 25, 56].

Глобальними слід назвати дисбаланси між фінансовою та реальною економікою. Надмірне зростання різновидів фінантивів є одним із серйозних ризиків сучасного економічного розвитку. Міжнародна організація комісій з цінних паперів констатує поступове заміщення внутрішнього банківського

кредитування ринком цінних паперів, особливо в США та Європі, де темпи фінансування шляхом емісії корпоративних облігацій зростають швидше, ніж банківський кредит [25]. Первинна та додаткова емісія акцій в глобальному розрізі в 2018 році лише на 10 % менше докризового рівня (до Великої рецесії). Емісія корпоративних облігацій досягла свого максимуму в 3,6 трлн дол США, з яких 2,2 трлн припадає на нефінансові компанії. Індустрія з управління активами налічує 30 трлн дол США активів в глобальному розрізі. Активи, що перебувають в управлінні хедж-фондів зросли з 825 млрд дол США в 2003 році до 2,6 трлн в першій половині 2019 року. На кінець 2019 року світові банківські активи становили 99,2 % світового ВВП, тоді як цінні папери – 212 %.

В табл. 3.1 представлено динамічні характеристики супного приватного споживання та інвестування в розвинених і трансформаційних економіках, а також окремо для Китаю у 2017–2020 роках. Аналіз вказаних показників дає підстави для характеристики особливостей функціонування світового фондового ринку, зокрема в умовах виникнення глобальних шоків. З табл. 3.1 видно, що погіршення ситуації у сфері приватного споживання в I–II кв. поточного року певним чином корелює із інвестиційною динамікою, однак міжнародний ринок цінних паперів характеризується досить високим запасом фінансової стійкості, що дозволяє ефективно уникати криз.

Глобальні дисбаланси в широкому сенсі – це прояв протиріч розвитку між цілями і задачами суспільства та інструментами і механізмами ринкової економіки. Прикладами економічних глобальних дисбалансів світового ринку цінних паперів є: 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. Ризики при слабкій системі управління можуть переростати в загрози економічної безпеки. В умовах зростаючої відкритості, взаємозалежності і взаємодії національних економік ризики набувають системного характеру. Глобальний дисбаланс впливає на рахунок поточних операцій і зумовлює високий експорт / імпорт товарів: низький або високий обмінний курс, розмір дефіциту державного бюджету, експортно- або імпорто-орієнтоване бізнес-середовище, економічна поведінка приватних осіб, готових зберігати або отримувати позики для збільшення споживання.

Таблиця 3.1

Динаміка сукупного споживання та інвестицій в окремих країнах світу у 2017–2020 роках, в. п. до попереднього періоду

	Китай		Країни з трансформаційною економікою		Країни з розвинуеною економікою	
	приватне споживання	інвестиції	приватне споживання	інвестиції	Приватне споживання	інвестиції
I кв. 2017	1,013	0,614	0,655	0,333	0,583	0,235
II кв. 2017	1,032	0,760	0,669	0,566	0,856	0,100
III кв. 2017	1,014	0,635	0,655	0,377	0,722	0,374
IV кв. 2017	0,967	0,657	0,698	0,425	0,676	0,434
I кв. 2018	0,330	0,908	0,650	0,424	0,867	0,633
II кв. 2018	0,299	0,691	0,658	0,205	0,702	0,560
III кв. 2018	0,216	0,770	0,627	0,271	0,739	0,498
IV кв. 2018	0,179	0,646	0,523	0,334	0,570	0,361
I кв. 2019	0,707	0,408	0,501	0,211	0,517	0,095
II кв. 2019	0,605	0,525	0,533	0,371	0,545	0,076
III кв. 2019	0,555	0,445	0,567	0,262	0,620	-0,165
IV кв. 2019	0,408	0,589	0,433	0,261	0,700	-0,141
I кв. 2020	-1,191	-1,864	-0,492	0,064	0,331	-0,226
II кв. 2020	-0,719	0,894	-3,851	-1,243	-2,583	-2,050
III кв. 2020	-0,284	1,627	-1,320	-0,408	-1,040	-0,403

Джерело: розраховано автором за даними Світового банку [74].

В США 2000-х років зростання пропозиції долара зробило дешевим довгостроковий кредит і доступним для різних інституційних секторів американської економіки, а високий курс долара стимулював зростання імпорту. Надлишок коштів в країнах-експортерах нафти не призводить до дисбалансів, оскільки період накопичення нафтових доходів у них закінчується, але занижені курси євро, ієни, 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 наслідки.

Альтернативна точка зору виражена в т. з. глобальному парадоксі заощаджень. Спроба більше зберігати свої доходи призводить до зменшення обсягу заощаджень, оскільки зростає пропозиція грошей, зменшується ставка депозитного відсотка, загальний обсяг заощаджень скорочується. Глобальний парадокс заощаджень пов'язаний з коливаннями сальдо рахунку капітальних операцій платіжного балансу. Надлишок заощаджень в країнах з профіцитом випереджає можливість внутрішнього інвестування і поміщається в долари, викликаючи в США ріст споживання і інфляцію.

На рис. 3.2 представлено прояв глобального економічного шоку – пандемії COVID-19 на динаміку споживання та інвестування в контексті функціонування міжнародного ринку цінних паперів.

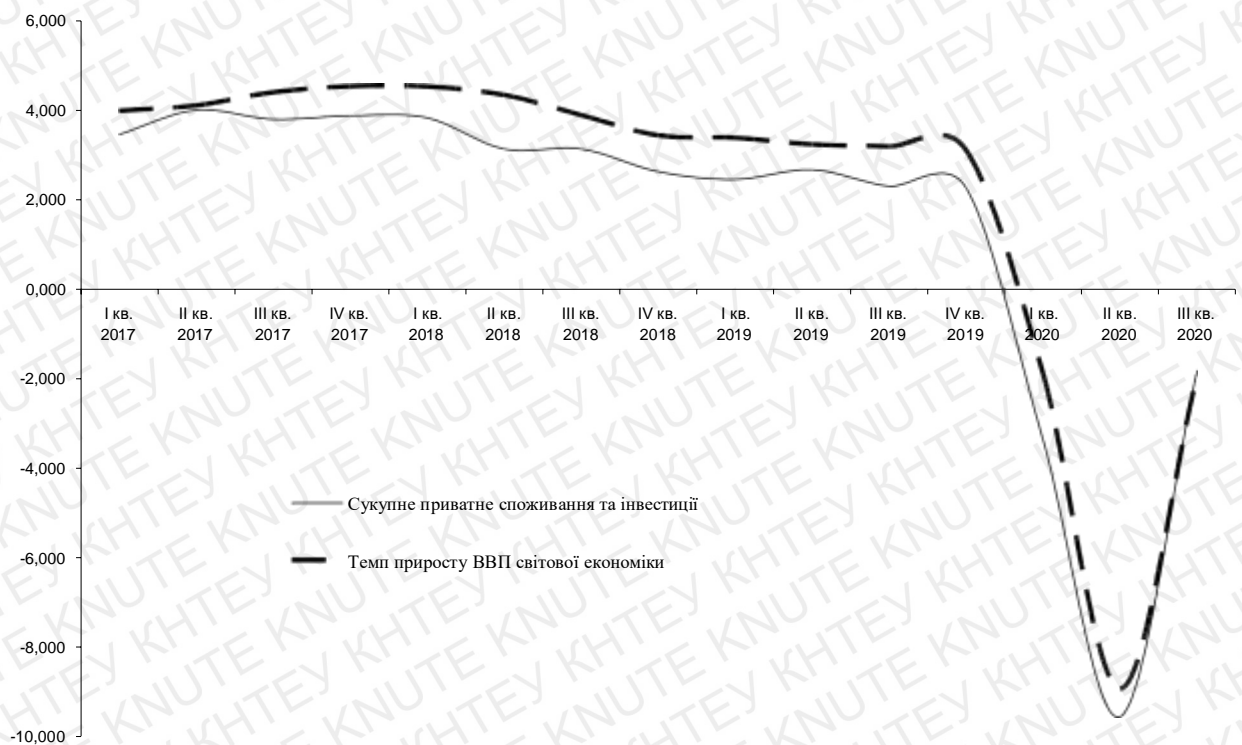


Рис. 3.2. Вплив глобальних економічних шоків на динаміку основних інвестиційних характеристик світової економіки в 2017–2020 роках, в. п. до попереднього періоду

Джерело: розраховано автором за даними Світового банку [74].

Корекція дисбалансів в управлінні потоками капіталу: необхідно підвищити ефективність, прозорість і надійність національних фінансових систем і зміцнити міжнародне співробітництво та нагляд за ними. І в цілому створити валютну систему, яка дозволить країнам з торговим профіцитом – замінювати експорт внутрішнім попитом, країнам з дефіцитом – збільшити національні заощадження, включаючи корекцію своєї бюджетної політики.

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 привело азійських інвесторів на ринок цінних паперів США. Протягом історії країни заходу були нетто-експортерами товарів і послуг, в даний момент ситуація змінилася. Найбільш гостро дана проблема стоїть для США, які, починаючи з 1970-х років, існують в умовах перманентно наростаючого дефіциту платіжного балансу, зростання якого за останні двадцять років перевищило 20 раз. Наслідком негативного сальдо є збільшення держборгу США, стимульованого валютною оплатою імпортованих товарів.

Існують альтернативні підходи боротьби з глобальними дисбалансами в економіці: оптимістичний, стандартний та реалістичний [39]. В рамках оптимістичного можливі варіанти: 1) кмітливого інвестора (самоліквідація дисбалансів шляхом створення суверенних фондів у країнах-власниках американських цінних паперів); 2) темної матерії (некоректний спосіб вимірювання зовнішньої торгівлі США, який призводить до викривлення в бік збільшення оцінки дефіциту торгового балансу); 3) нової економіки (дисбаланс повинен покриватись зростанням темпів продуктивності праці). Стандартний підхід передбачає ревальвацію або введення вільного курсу юаня в поєднанні з деяким послабленням долара. Реалістичний – спирається на корекцію шляхом виправлення причинних аспектів, зниження бюджетних витрат в США і поступову переорієнтацію заощаджень і виробництва на

внутрішні ринки в Китаї.

Здебільшого країни з профіцитом платіжного балансу є залежними від економічної політики країн з дефіцитом балансу; значний дефіцит рахунку поточних операцій платіжного балансу (збільшення держборгу і іноземного володіння національними активами) закінчується різкою девальвацією національної валюти після спекулятивної атаки на валютному ринку; дисбаланси піддають глобальну економіку ризику зупинки інвестиційних потоків: кошти перестають надходити в економіку трансформаційних країн але направляються в надійні активи розвинених країн.

Фінансову кризу 2007–2009 років можна пов'язати з глобальним дисбалансом. Країни-експортери і країни, що підтримують низький курс національної валюти, отримали серйозні доходи в доларах США (частка доларових резервів на 2011 рік становила 62 %). Трансформація світової економіки і фінринків призвели до зниження активності витрачання коштів економіками розвинених країн Азії та Європи і гострого браку вільних грошових коштів в інших державах. Загальні заощадження Китаю, Японії, Південної Кореї, Тайваню, Гонконгу і Сінгапуру досягають 40 % від їх сукупного ВВП. Такі дисбаланси не означають автоматичного приходу нової кризи в майбутньому, але вказують на зростаючу вразливість глобальної економіки для будь-яких шоків – від різкого уповільнення економіки Китаю до надмірно швидкого підвищення процентних ставок в Америці.

Інформаційна асиметрія, притаманна глобальному ринку цінних паперів, розкривається в працях Акерлофа Дж., Спенса М., Стігліца Дж., які продемонстрували такі негативні явища ринку як: теорія негативного відбору (Акерлоф Дж.), інформовані агенти ринку дорого продають свою інформацію необізнаним учасникам (Спенс М.), необізнані учасники ринку одержують інформацію опосередковано, використовуючи фільтри (Стігліц Дж.). Виникають проблеми несприятливого відбору, недобросовісності і дорогої верифікації стану. Інформаційна асиметрія породжує одне із найбільш руйнівних для ринку цінних паперів явище – фіктивного ціноутворення на

активи. Невірна ціна на фінансові інструменти може триматися тривалий час, надаючи хибні сигнали необізнаним учасникам.

Сучасний фінансовий світ безперервно породжує стартапи, інноваційні лабораторії, генерує потоки венчурних інвестицій, спрямовані на розвиток технологій. Каталізаторами зародження фінансово-технологічних трендів є: 1) події 2008 року, коли конвенційна модель спілкування між фінансовими інститутами і споживачами проявила величезну кількість вад; 2) зародження абсолютно нового покоління економічних агентів.

Фінансові інновації та технології нівелюють посередників і знижують витрати на фінансові послуги, створюють зручні та інтуїтивно зрозумілі мобільні додатки, які дозволяють економити час, візуалізують всі стадії фінансових відносин, індивідуалізуючи процеси. Прикладами є крауд-фандінг, крауд-інвестинг, р2р-технології, криптовалюти, вже згаданий блокчейн. Фінтех-оператори в трансформаційних економіках піклуються про зручність послуг, створюють нову інфраструктуру, в якій мільйони людей зможуть скористатися перевагами реальної економіки. Комп'ютеризація та розвиток глобальної мережі інтернет відкрив перед суспільством нові комунікативні можливості. Внаслідок розвитку засобів масової комунікацій, інтернету і транспорту створюються умови взаємодії між суб'єктами економіки, спрощується доступ до інформації та її обміну, відбувається універсалізація нормативного регулювання міжнародних відносин і формування глобальних координуючих та регулюючих інститутів впливу.

Під впливом розвитку та поширення загального глобалізаційного процесу, зокрема, окремих його напрямків, відбувається формування глобальних інститутів, які здійснюють координуючу роль між суб'єктами світової економіки, набуваючи досвіду в якості мегарегулятора.

Фінансова глобалізація сприяє інтеграції країн до світової системи, що може мати чимало вигод для країн, які розвиваються, із сегментованими фінансовими ринками. З іншого боку, фінансова глобалізація крім своїх позитивних впливів спричинює й поглиблює асиметричність регіонального і

структурно-функціонального розподілу капіталу, стимулюючи його надмірну концентрацію у невеликій групі постіндустріальних країн та створюючи своєрідний «фінансовий полон» для інших країн, які через механізми зовнішнього фінансування та лібералізацію внутрішніх ринків опиняться перед загрозою втрати економічного та політичного суверенітету.

Формування загальносвітових ринків у фінансовій сфері і поступова інтеграція глобальних ринків різних фінінструментів у єдиний світовий ринок ставить на порядок денний питання про виникнення глобальних монополій. На світовій арені з'являються нові глобальні гравці – суб'єкти світової економіки, – які суттєво впливають на процеси протікання як фінансової, так і загальної глобалізації. Сучасний період світогосподарського розвитку і фінансової глобалізації, характеризується економічним прагматизмом на користь корпорацій і країн-світових лідерів. Наразі становлення країни і її «виграшна» інтеграція у світову спільноту значним чином залежить від розвитку її фінансової системи.

Важливим постає інституціональне облаштування економічної, зокрема й фінансової системи. Від якості, повноти і системності сформованих інститутів успіх держави залежить вирішальним чином. Причому, потреба у 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 функції останньої, 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. Повноцінне інституціональне облаштування економіки забезпечує формування повноцінних фінансових ринків і прискорює процеси капіталізації економічного середовища.

Глобальний капітал має тенденцію до переливу між розвинутими

ринками, а слаборозвинені – відчують постійну нестачу в ньому. 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 ілюструє важливість в побудові ефективної національної фінансової системи для залучення капіталу від іноземних інвесторів.

3.2. Напрями удосконалення системи регулювання міжнародного ринку цінних паперів

Відповідно до наукової теорії ефективного ринку Фама Ю., навряд існує повна інституційна ефективність міжнародного ринку. Для всіх інститутів ринку важливо забезпечити високотехнологічне обладнання, яке б дало можливість негайно відповідати на ринкові стимули учасників певного ринку. Міжнародний ринок цінних паперів є джерелом новітніх технологій та постійного інноваційного розвитку. Враховуючи, що саме на міжнародному ринку цінних паперів розвиток новітніх технологій найшвидший. Хоча міжнародний ринок цінних паперів не є повністю ефективним, він є найбільш ефективним з тих ринків, які сьогодні існують в ринковій економіці. Саме тому економісти вважають його ринком, що майже задовольняє усі вимоги до ринкової структури досконалої конкуренції.

Регулювання ринку цінних паперів є достатньо результативним методом контролю якості інституційного середовища функціонування даного ринку. В сучасних реаліях присутні різноманітні моделі систем регулювання, найпопулярнішою з яких є американська. Слід зазначити, що у кожній країні вона доповнюється новими елементами, що пов'язані з особливостями поведінки учасників ринку. Загалом регулювання міжнародного ринку цінних паперів спрямоване на захист прав інвесторів, стимулювання

конкуренції на ринку, уніфікації стандартів та вимог до учасників ринку задля попередження можливого шахрайства та, особливо, зниження системних ризиків.

Система регулювання ринку цінних паперів вважається ефективною, якщо регулятор належним чином виконує ті функції, які покладені на нього за законодавством та нормативами міжнародних фінансових організацій [11]. Однією з найважливіших цілей регулювання даного ринку є захист прав інвесторів. Водночас емпіричний досвід проходження економічних та фінансових криз, що фіксуються на різних континентах та світі у цілому демонструє, недосконалість системи регулювання. Після таких криз з'являються нові правила та обмеження, що покликані упередити появу нової мильної бульбашки, нових дефолтів та фінансових криз. Загалом будь-яка фінансова криза являє собою крайню межу невідповідності балансу фіктивного капіталу, що представлений ринком цінних паперів та його реальним відображенням у фізичній економіці [4]. В історії мали місце багато фінансових криз, проте якщо раніше вони мали більше суспільний характер або відбувались внаслідок уповільнення темпів економічного зростання, то протягом останніх двадцяти років вони зароджувались вже в основному на ринках цінних паперів як результат високого рівня мобільності фінансових ресурсів [14]. Найважчою та найбільш системною була криза 2007–2009 років, яка, щоправда, зародилась у банківському секторі економіки, проте швидко вплинула на стан фондових ринків. Наслідки фінансової кризи для економіки можуть бути суттєвими: вона супроводжується рецесією, падінням фінансового ринку, а іноді і дефолтом. Проте найгірше те, що вона руйнує інститути ринку і ринку цінних паперів, зокрема. Саме в цьому і полягає найбільша небезпека фінансових криз, бо розірвані економічні взаємозв'язки відновлюються ще доволі довгий час. А інститутам, як відомо, потрібно ще більше часу для відновлення.

Ринок є ефективним, коли наявна інформація одразу та в повній мірі відображається на цінах відповідних фінансових інструментів. Механізм

ціноутворення на фінансовому ринку, відповідно до теорії Ю. Фама досить простий. Позитивні або ж негативні зміни економічних факторів шляхом постійного поширення інформації викликають відповідні раціональні очікування, які одразу ж відображаються в спекулятивних коливаннях ціни на активи. Отже, ціна на актив буде дорівнювати оптимальному прогнозу, що відображається через середньозважене очікування всіх учасників такого фінансового ринку. Спекулятивні буми та обвали на фінансових ринках є аномаліями, що виступають проявами недосконалості економічного середовища, хоча цілком вписуються в методологію ефективності ринків, для цього необхідно лише ускладнити модель. Таким чином, важливим завданням системи регулювання ринку цінних паперів є побудова ефективного ринку, що в свою чергу має на меті вільний доступ всіх учасників ринку до інформації, яка є верифікованою та не носить спекулятивний характер.

Основні напрями технічного та інформаційного удосконалення процесів регулювання міжнародного ринку цінних паперів згруповано та схематично представлено на рис. 3.3.

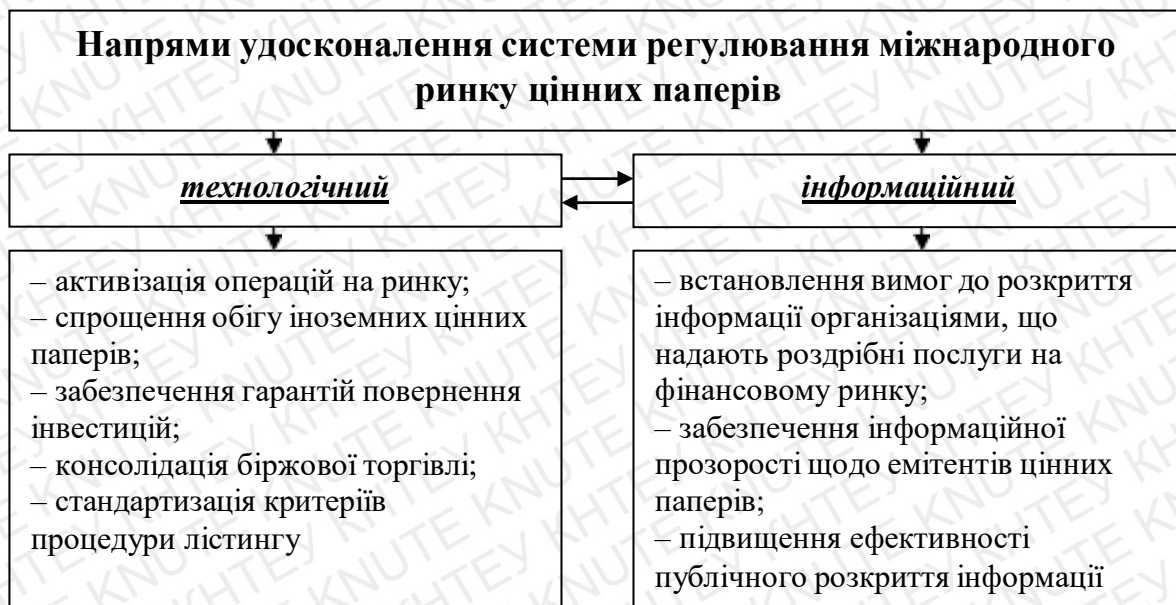


Рис. 3.3. Взаємозв'язок основних напрямів удосконалення системи регулювання міжнародного ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором за [2, 3, 39].

Фінансове регулювання включає в себе пруденційний нагляд та нагляд за підприємницькою діяльністю. Пруденційний нагляд має на меті забезпечити надійність та стабільність фінансових інститутів, пом'якшити системні ризики. Крім того, на думку експертів Світового банку, він спрямований на згладжування асиметричної інформації щодо показників розвитку фінансового ринку. Нагляд за підприємницькою діяльністю підтримує ефективне функціонування конкурентних ринків та захищає права споживачів фінансових послуг. В свою чергу, надмірне посилення пруденційного нагляду може підірвати конкуренцію; навпаки, дерегуляція нерідко послаблює стійкість фінансових організацій. За деякими оцінками, через надмірне підвищення пруденційних вимог інституційні інвестори починають все більше орієнтуватися на короткострокові інтереси. Це проявляється в скороченні термінів володіння фінансовими активами та підвищення оборотності інвестиційних портфелів, зменшення вкладень в менш ліквідні і більш ризиковані активи, наприклад інфраструктуру і венчурні проекти.

Достатньо вагомою складовою ефективного механізму фінансового регулювання є встановлення більш високих вимог до капіталу. Згідно міжнародних стандартів та принципів, вимоги до капіталу мають бути сформовані таким чином, щоб захистити стабільність фінансової системи, а не лише платоспроможність окремих банківських установ. Вимоги до капіталу мають бути підвищені для всіх банків та досягти максимального значення для фінансових установ, що несуть загрозу фінансовій стабільності. Більш якісні форми залучення капіталу, що дозволяють фінансовим установам абсорбувати збитки та пом'якшувати негативні наслідки економічних коливань, повинні забезпечити формування першої лінії захисту установ, що не мають доступу до такого капіталу. Проте більш високі вимоги до капіталу можуть призвести до посилення фінансової паніки, що зумовить залучення фінансовими установами капіталу через продаж своїх активів на ринку, тому такі заходи потрібно запроваджувати комплексно із іншими

моделями фінансового регулювання та розробкою механізмів підтримки установ, які мають внутрішні та системні ризики. При оцінці вимог до капіталу на основі ризику, важливо розглянути взаємозв'язки між кредитним ризиком, ризиком ліквідності та ринковими ризиками. В періоди криз, вони можуть взаємодіяти між собою та посилювати один одного. Так, під час світових криз, кредитні та ринкові ризики зросли, а ліквідність на фінансових ринках зменшилась. Для подолання таких негативних наслідків зворотного зв'язку, вимоги до капіталу мають включати ґрунтовний аналіз ризику та враховувати взаємозв'язки між різними його джерелами у фінансовій системі.

Наразі існує необхідність в оцінці та управлінні фінансовими ризиками на системному рівні, а не лише на рівні окремих установ. У складних, багаторівневих фінансових системах, де спостерігається високий рівень взаємозалежності серед фінансових інститутів, інституційний ризик може швидко трансформуватися в сукупний ризик. Основна проблема полягає в розробці показників та методів оцінки сукупних ризиків фінансової системи, особливо в формуванні системи звітності, яку мають формувати фінансові інститути, та яка б в повній мірі відображала їх взаємозв'язки в рамках системи. Кінцевою метою такого регулювання є врахування системного підходу до оцінки ризику фінансових інститутів, виходячи з їх розміру, ступеня левериджу, взаємозв'язку з іншими суб'єктами ринку та розміру їх основних послуг, які вони надають на важливих ключових ринках.

Вагомим інструментом формування ефективного механізму фінансового регулювання є тісна координація між усіма органами, що здійснюють регулювання, та ґрунтовний аналіз наявної у них інформації, з метою подолання недоліків та прогалин, що присутні в нормативній базі. Велика кількість фінансових інститутів наразі функціонують комплексно та в рамках декількох юрисдикцій, в тому числі в сферах, де нормативний контроль може бути мінімальним. В світовій фінансовій системі спостерігається тенденція до зростання кількості новостворених

інституційних структур, що покликані забезпечувати координацію роботи різних контролюючих органів та установ.

Турбулентний характер глобальної фінансової системи спонукає розвиток сучасних систем глобального моніторингу та регулювання. Наразі присутня трирівнева 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; 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.

Ринок державних цінних паперів, з огляду його обсяги, значущість для банківської системи та бюджетного процесу, різноманіття функцій облігацій внутрішньої державної позики, як найбільш надійних інструментів в країні, слід розглядати як достатньо розвинутий ринок, насамперед, в частині надійної інфраструктури, гарантованих розрахунків, здатності до модернізації, дієвого державного нагляду. Важливими умовами ефективного функціонування ринку державних цінних паперів, які забезпечують значні надходження коштів від державного запозичення, виступають: виважена політика держави у сфері запозичення коштів на фінансовому ринку; інституційне забезпечення функціонування фінансового ринку та ринку державних боргових паперів [5], обов'язкове дотримання всіма учасниками правил і процедур роботи на ринку цінних паперів, партнерські

взаємовідносини держави й інших учасників фінансового ринку, формування сучасного механізму взаємодії адміністративних і ринкових структур з метою удосконалення і зміцнення цього ринку. Водночас удосконалення та розвиток ринку державних цінних паперів потребують розробки і запровадження цілісної стратегії, яка має поєднувати завдання вдосконалення інституційного забезпечення політики державних запозичень, розвиток інструментарію державних позик для підтримки індивідуальних заощаджень і створення відповідної інфраструктури [3].

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. Забезпечення економічної безпеки міжнародного ринку цінних паперів повинно реалізовуватись, починаючи з національного рівня за допомогою інститутів (як державних, так і недержавних), використовуючи механізми реалізації, захисту інтересів і розвитку фінансової системи держави, здатність ефективно здійснювати перелив капіталів між регіонами і секторами економіки, своєчасно і оперативно реагувати на ринкові зміни і дії, що підривають економічну стабільність ринку цінних паперів.

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.

ВИСНОВКИ

Дослідження, проведене з метою розкриття теоретико-методологічних засад функціонування міжнародного ринку цінних паперів у глобальній системі фінансово-економічних відносин та обґрунтування основних напрямів його розвитку, дозволило сформулювати наступні ключові висновки і практичні пропозиції:

1. Міжнародний ринок цінних паперів є цілісною динамічною системою, через яку здійснюється торгівля фінансовими інструментами, номінованими в іноземній валюті, а також операції між нерезидентами. Існує три види емісій на даному ринку: емісія цінних паперів нерезидентами в національній або іноземній валюті на національному фінансовому ринку країни; емісія цінних паперів резидентами в іноземній валюті; емісія цінних паперів, деномінованих в національній валюті, проте призначених для продажу іноземним інвесторам. Міжнародний ринок цінних паперів репрезентує власне фінансові відносини, будучи водночас щільно пов'язаним із реальною економікою. Ефективне забезпечення економічної безпеки міжнародного ринку цінних паперів повинно реалізовуватись, починаючи з національного рівня за допомогою нормативно-правового регулювання діяльності ринкових інститутів (із застосуванням зразкових практик), використовуючи механізми реалізації, захисту інтересів і розвитку світової фінансової системи.

2. Структура міжнародного ринку цінних паперів представлена його суб'єктами – фізичними особами і організаціями, що продають, купують цінні папери або обслуговують їх обіг, вступаючи в економічні відносини з приводу обміну фондовими інструментами. Існують прямі і опосередковані учасники міжнародного ринку цінних паперів. Прямими є ті, що здійснюють на ньому професійну діяльність, опосередкованими – ті, завданням яким забезпечується адекватне функціонування всіх інститутів ринку цінних паперів, створюються умови торгівлі для професійних учасників. Останні є

юридичними особами, які, маючи ліцензію, здійснюють діяльність згідно списку визначеного у законодавстві країни проведення операції. Безпосередніми учасниками ринку є емітенти, інвестори, саморегулювальні організації професійних учасників ринку. До опосередкованих учасників відносять споживачів, постачальників, суб'єктів, що обслуговують ринок і регулюють діяльність учасників ринку.

3. Сучасні глобальні детермінанти розвитку міжнародного ринку цінних паперів характеризуються об'єктивністю та системним характером. Серед значимих детермінант виокремлено: діджиталізацію і віртуалізацію, інструментальну диверсифікацію, всеохоплюючу інституціоналізацію, адаптивно-регуляторну уніфікацію, кризовість та турбулентність. Аналіз глобальних детермінант здійснюється на основі фундаментальних, інформаційно-технологічних, організаційно-регуляторних факторів на національному, міжнародному та глобальному рівнях. 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.

4. Вплив фінансових ринків на довгостроковий економічний розвиток визначається не тільки номінальними темпами акумулювання фінансових ресурсів, але і ступенем їх ефективності. Для забезпечення економічного зростання не достатньо лише підвищення ліквідності фондового ринку чи обсягів активів банківських установ. Необхідним є адекватний рівню розвитку економіки в цілому та фінансового ринку зокрема якість інфраструктури фінансового ринку. Важливе значення мають всі складові інфраструктури, а особливо такі як ефективність системи захисту прав інвесторів. Також ступінь впливу фінансового ринку на економічний

розвиток визначається й інституційними особливостями.

5. Інфраструктура міжнародного ринку цінних паперів – це складна взаємоузгоджена система каналів і зв'язків, завдяки яким відбувається перерозподіл обіг інформаційних і фінансових ресурсів, зокрема прав власності на цінні папери. Вона являє собою сукупність інститутів посередницької і супровідної діяльності. Інституції, впливаючи на реальну економіку та міжнародний ринок цінних паперів, створюють середовище в межах якого функціонують усі економічні суб'єкти певного ринку. Особливістю сучасної трансформації інфраструктури міжнародного ринку цінних паперів є зміцнення вертикальних взаємозв'язків. Вертикальна інтеграція створює ефект масштабу – приріст ефективності спільної роботи додаткових компонентів інфраструктури. Один універсальний контрагент здатний надавати пакет послуг за нижчою ціною порівняно з кількома спеціалізованими щодо окремих послуг, знижуючи трансакційні витрати. У доповнення до технічних зв'язків трансформація інфраструктури міжнародного фондового ринку може бути здійснена шляхом інтеграції функціональних можливостей, механізмів і процесів без зменшення кількості постачальників послуг для забезпечення ефективної і захищеної роботи з цінними паперами, адже більшість систем, які оперують цінними паперами в світі взаємопов'язані безпосередньо або опосередковано.

6. Формування загальносвітових ринків у фінансовій сфері і поступова інтеграція глобальних ринків різних фінансових інструментів у єдиний світовий ринок ставить на порядок денний питання про виникнення глобальних монополій. На світовій арені з'являються нові глобальні гравці – суб'єкти світової економіки, – які суттєво впливають на процеси протікання як фінансової, так і загальної глобалізації. Сучасний період світогосподарського розвитку і фінансової глобалізації, характеризується економічним прагматизмом на користь корпорацій і країн-світових лідерів. Наразі інтеграція країни у світову спільноту значним чином залежить від розвитку її фінансової системи.

7. Регулювання ринку цінних паперів є результативним методом контролю якості інституційного середовища функціонування даного ринку. В сучасних реаліях присутні різноманітні моделі систем регулювання, найпопулярнішою з яких є американська. Слід зазначити, що у кожній країні вона доповнюється новими елементами, що пов'язані з особливостями поведінки учасників ринку. Загалом регулювання міжнародного ринку цінних паперів спрямоване на захист прав інвесторів, стимулювання конкуренції на ринку, уніфікації стандартів та вимог до учасників ринку задля попередження можливого шахрайства та зниження системних ризиків.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ананьєв М. Ю. Організаційно-регулятивні фактори розвитку фондових ринків. *Інвестиції: практика та досвід*. 2014. № 24. С. 65–71
2. Біловус Т. В. Дослідження моделей регулювання ринків цінних паперів. *Економіка і організація управління*. 2017. № 2. С. 132–140.
3. Біловус Т. В. Ефективність залучення інвестиційних ресурсів на українському ринку цінних паперів. *Міжнародний науковий журнал Науковий огляд*. 2019. № 5(58). С. 6–19.
4. Біловус Т. В. Інвестиційна роль ринку цінних паперів. *Молодий вчений*. 2019. № 7 (1). С. 118–124.
5. Бурбан О. В., Кривов'язюк І. В. Тенденції розвитку міжнародних ринків цінних паперів. *Молодий вчений*. 2018. № 3(1). С. 327–331.
6. Бутенко В. В., Лисенко К. А. Фінансовий ринок України: проблеми та перспективи його розвитку. *Причорноморські економічні студії*. 2018. № 28(2). С. 88–91.
7. Васильєв О., Німкович А. Впровадження фінтех і блокчейну як інфраструктури ринку цінних паперів. *Управління розвитком*. 2018. № 1. С. 30–35.
8. Воронкова О. Фінансовий моніторинг на ринку цінних паперів України: сучасні реалії та перспективи. *Економічний вісник університету*. 2020. № 45. С. 175–184.
9. Гарбар Ж. В. Фінансовий ринок : монографія. К.: Київський національний торговельно-економічний університет, 2015. 455 с.
10. Гончарук Д. В. Визначення сутності поняття державного регулювання ринку державних боргових цінних паперів. *Теорія та практика державного управління*. 2017. № 2. С. 104–111.
11. Горбаневич В. Л., Іванюта П. В. Роль ринку цінних паперів в економіці держави. *Економіка харчової промисловості*. 2019. № 11, Вип. 1. С. 95–104.
12. Задорожна Т. Глобалізація фінансових ринків: сутність та вплив на регулювання національних ринків цінних паперів. *Економічний аналіз*. 2020.

№ 30(3). С. 81–89.

13. Закон України «Про ринки капіталу та організовані товарні ринки» № 3480-IV від 23.02.2006 зі змінами та доповненнями [Електронний ресурс]

– Режим доступу: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/main/3480-15#top>.

14. Залюбовська С. С., Колупаєв Ю. Б., Токарева К. Р. Теоретичні аспекти історичного розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Науковий вісник Національної академії статистики, обліку та аудиту*. 2019. № 3. С. 120–130.

15. Зінченко Ф. Міжнародний ринок боргових цінних паперів. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2016. № 2. С. 99–116.

16. Касьянова Н. В., Курбанов О. О. Фондовий ринок: сучасний стан та перспективи розвитку. *Економіка та суспільство. Серія: економіка та управління підприємствами*. 2017. № 10. С. 262–265.

17. Коваленко Ю. М. Еволюційні аспекти фінансового інжинірингу на світових ринках цінних паперів. *Економічний вісник. Серія: фінанси, облік, оподаткування*. 2018. № 2. С. 52–59.

18. Коваленко Ю. М. Особливості організації ринків державних цінних паперів у країнах-учасниках ЄС. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер.: Економічні науки*. 2018. № 31. С. 14–18.

19. Колупаєв Ю. Б., Залюбовська С. С. Механізм інформаційного забезпечення в контексті вирішення проблем розвитку фондового ринку України. *Інвестиції: практика та досвід*. 2018. № 4. С. 62–65.

20. Костенко Т. А., Стоколюк В. В., Заволока Л. О. Сучасні міжнародні фінансові ринки. *Молодий вчений*. 2018. № 10 (2). С. 820–823.

21. Кулініч Т. В., Жайворонок І. Р. Аналізування фондових індексів, як основних показників розвитку ринку цінних паперів окремих економік світу. *Вісник Національного університету Львівська політехніка. Серія: Проблеми економіки та управління*. 2019. № 3. С. 44–50.

22. Кучер Г. В. Державні фінансові ресурси: монографія. Київ: Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2018. 608с.

23. Кучер Г. В. Міжнародні фінансово-кредитні інституції у фінансуванні

- суспільного розвитку України. *Економічний вісник університету*. 2017. № 35 (1). С. 221–230.
24. Кучер Г. В. Трансформація ролі держави як джерела фінансування суспільного розвитку в умовах глобалізації. *Економіка та держава*. 2017. № 8. С. 27–31.
25. Лаптев В. Г., Білаш А. В. (2018). Особливості розміщення корпоративних цінних паперів в Україні. *Інвестиції: практика та досвід*. 2018. № 23. С. 55–60.
26. Ліфанова М. І. Перспективи розвитку нових міжнародних фінансових центрів. *Економіка і управління*. 2018. № 2. С. 25–30.
27. Луцкевич О. Роль державного регулювання у розвитку ринку цінних паперів. *Світ фінансів*. 2020. № 4 (61). С. 135–143.
28. Ляхович О. О., Шпак К. В. Стан та перспективи розвитку ринку цінних паперів в Україні. *Вісник Національного університету водного господарства та природокористування*. 2018. № 2 (82). С. 128–136.
29. Мацук З. А. Інформаційне поле ринку цінних паперів. *Інвестиції: практика та досвід*. 2021. № 9. С. 5–14.
30. Мошенський С. З. Фінансові центри України та ринок цінних паперів індустріальної епохи. London : Xlibris, 2014. 453 с.
31. Національний банк України [Електронний ресурс] – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/>.
32. Пехота А. В. Визначення сутності поняття біржовий ринок цінних паперів. *Бізнес-навігатор*. 2018. № 4. С. 163–166.
33. Положення «Про функціонування фондових бірж», затверджене Рішенням Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку 22.11.2012 № 1688 [Електронний ресурс] – <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z2082-12#n19>
34. Ринок цінних паперів: особливості та фінансове забезпечення його функціонування : монографія / Н. Л. Гавкалова, О. Ю. Шутєєва. Харків : ХНЕУ ім. С. Кузнеця, 2015. 184 с.

35. Савченко М., Луштей К., Пльонсак А. Інтеграція України до ринку цінних паперів Європейського Союзу. *Галицький економічний вісник*. 2019. № 69(2). С. 168–178.
36. Стабіас С. М. Економічний зміст регулювання ринку корпоративних цінних паперів. *Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка»*. 2017. № 2 (50). С. 286–290.
37. Стасіневич С. А., Шиндирук І. П. Ринок цінних паперів України: стан та проблеми. *Міжнародний науковий журнал Інтернаука. Серія: Економічні науки*. 2017. № 3. С. 97–100.
38. Тімошенко Н. М. Стратегічні напрями розвитку ринку державних цінних паперів у системі управління дефіцитом бюджету. *Інвестиції: практика та досвід*. 2019. № 13. С. 45–50.
39. Третьякова О. В., Харабара В. М., Грешко Р. І. Фондовий ринок України: особливості функціонування в сучасних умовах. *Економіка та держава*. 2020. № 5. С. 103–107.
40. Хома І. Б., Угринюк О. Г. Сучасний стан та перспективи розвитку ринку похідних цінних паперів в Україні. *Молодий вчений*. 2017. № 5. С. 769–774.
41. Черкасова С. В. Банківська інвестиційна діяльність на вітчизняному фондовому ринку. *Підприємництво і торгівля*. 2019. № 24. С. 51–58.
42. Шаров О. Європейський фондовий ринок у період глобалізації. *Журнал європейської економіки*. 2018. № 1(1). С. 128-139.
43. Ярошевська О. В. Рейтингові агентства на фондовому ринку: світовий досвід та вітчизняна практика. *Науковий вісник Херсонського державного університету. Сер.: Економічні науки*. 2017. № 25 (2). С. 161–164.
44. Ярошевська О. В. Рейтингові оцінки емітентів та цінних паперів у системі розвитку фондового ринку. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. Серія: Економіка і менеджмент*. 2017. № 25(2). С. 140–143.
45. Agarwal, I., Gu, G. W., & Prasad, E. S. (2019). *China's impact on global*

financial markets (No. w26311). National Bureau of Economic Research.

46. Ahundjanov, B. B., Akhundjanov, S. B., & Okhunjanov, B. B. (2020). Information search and financial markets under COVID–19. *Entropy*, 22(7), 791.
47. Akhtar, T. (2021). Market multiples and stock returns among emerging and developed financial markets. *Borsa Istanbul Review*, 21(1), 44–56.
48. Albulescu, C. T. (2021). COVID–19 and the United States financial markets' volatility. *Finance Research Letters*, 38, 101699.
49. Armour, J., Bengtzen, M., & Enriques, L. (2017). Investor Choice in Global Securities Markets. European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper, (371).
50. Aslam, F., Ferreira, P., Mughal, K. S., & Bashir, B. (2021). Intraday volatility spillovers among european financial markets during COVID–19. *International Journal of Financial Studies*, 9(1), 5.
51. Boubaker, S., & Nguyen, D. K. (Eds.). (2019). *Handbook of global financial markets: Transformations, dependence, and risk spillovers*. World Scientific.
52. Braun, B., Gabor, D., & Hübner, M. (2018). Governing through financial markets: Towards a critical political economy of Capital Markets Union. *Competition & Change*, 22(2), 101–116.
53. Fakhry, B., Aktan, B., Masood, O., Tvaronavičienė, M., & Celik, S. (2018). The impact of a recent natural disaster on the Japanese financial markets: Empirical evidence. *Journal of Competitiveness*, 10(2), 56.
54. Fukuda, S. I., & Tanaka, M. (2017). The Impacts of Emerging Asia on global financial markets. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(12), 2725–2743.
55. Johansson, A. C. (2011). Financial markets in East Asia and Europe during the global financial crisis. *The World Economy*, 34(7), 1088–1105.
56. Karamti, C., & Belhassine, O. (2021). COVID–19 pandemic waves and global financial markets: Evidence from wavelet coherence analysis. *Finance Research Letters*, 102136.
57. Kido, Y. (2018). The transmission of US economic policy uncertainty

shocks to Asian and global financial markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 46, 222–231.

58. Kuzheliev, M., Rekunen, I., Boldova, A., Zhytar, M., & Stabias, S. (2019). Modeling of structural and temporal characteristics in the corporate securities market of Ukraine. *Investment Management & Financial Innovations*, 16(2), 260.

59. Lahmiri, S., Uddin, G. S., & Bekiros, S. (2017). Nonlinear dynamics of equity, currency and commodity markets in the aftermath of the global financial crisis. *Chaos, solitons & fractals*, 103, 342–346.

60. Langevoort, D. C. (2010). Global Securities Regulation after the Financial Crisis. *Journal of International Economic Law*, 13(3), 799–815.

61. Levich, R. M., & Walter, I. (2019). The regulation of global financial markets. In *New York's Financial Markets* (pp. 51–89). Routledge.

62. Liu, J., Song, Q., Qi, Y., Rahman, S., & Sriboonchitta, S. (2020). Measurement of systemic risk in global financial markets and its application in forecasting trading decisions. *Sustainability*, 12(10), 4000.

63. Meegan, A., Corbet, S., & Larkin, C. (2018). Financial market spillovers during the quantitative easing programmes of the global financial crisis (2007–2009) and the European debt crisis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 56, 128–148.

64. Moloney, N. (2014). *EU securities and financial markets regulation*. OUP Oxford.

65. Nasir, M. A., & Du, M. (2018). Integration of financial markets in post global financial crises and implications for British financial sector: Analysis based on a panel VAR model. *Journal of Quantitative Economics*, 16(2), 363–388.

66. Sehgal, S., Saini, S., & Deisting, F. (2019). Examining dynamic interdependencies among major global financial markets. *Multinational Finance Journal*, 23(1–2), 103–139.

67. Shehzad, K., Xiaoxing, L., & Kazouz, H. (2020). COVID–19's disasters are perilous than Global Financial Crisis: A rumor or fact?. *Finance Research*

Letters, 36, 101669.

68. Shehzad, K., Xiaoxing, L., Arif, M., Rehman, K. U., & Ilyas, M. (2020). Investigating the psychology of financial markets during covid–19 era: a case study of the us and european markets. *Frontiers in Psychology*, 11, 1924.
69. The European Commission Database. URL: <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>.
70. The International Monetary Fund Database. URL: <https://www.imf.org/en/Data>.
71. The OECD Data. URL: <https://stats.oecd.org/>.
72. The United Nations Documents. URL: <https://www.un.org/en/our-work/documents>.
73. The Securities Act 2005. URL: https://lawstrust.com/sites/default/files/docs/juris_laws/Securities_Act_2005.pdf
74. The World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org/>.
75. The World Federation of Exchanges. URL: <https://www.world-exchanges.org/>.
76. Vodenska, I., Becker, A. P., Zhou, D., Kenett, D. Y., Stanley, H. E., & Havlin, S. (2016). Community analysis of global financial markets. *Risks*, 4(2), 13–29.
77. Volcker, P. A. (2012). Protecting the stability of global financial markets. In *Macroprudential Regulatory Policies: The New Road to Financial Stability?* 3–10.
78. Wilson, M. K., & Vencatachellum, D. J. M. (2021). Global financial markets, natural resources and cross-border mergers and acquisitions in Africa. *Journal of African Business*, 22(1), 21–41.
79. Zhang, D., & Broadstock, D. C. (2020). Global financial crisis and rising connectedness in the international commodity markets. *International Review of Financial Analysis*, 68, 101239.
80. Zhang, D., Hu, M., & Ji, Q. (2020). Financial markets under the global pandemic of COVID–19. *Finance Research Letters*, 36, 101528.

ДОДАТКИ



Рис. А1. Алгоритм інституційного вдосконалення системи регулювання міжнародного ринку цінних паперів

Джерело: розроблено автором