

ХАРАКТЕРНІ ОСОБЛИВОСТІ ТА ТЕНДЕНЦІЇ РОЗВИТКУ ФОНДОВИХ БІРЖ В СУЧАСНИХ УМОВАХ

У статті проаналізовано тенденції розвитку фондових бірж, визначено перспективні напрями їх розвитку. Авторами окреслено місце та роль українського фондового ринку у світових процесах злиття та поглинання.

Питання особливостей розвитку міжнародного та національних фондових ринків протягом останніх років є предметом прискіпливої уваги з боку багатьох вітчизняних та іноземних дослідників. Проте з розвитком міжнародних економічних і фінансових відносин відбуваються докорінні зміни та вимальовуються нові тенденції розвитку цих сегментів фінансового ринку.

Так, дослідженням особливостей функціонування фондових бірж займається ціла низка іноземних відомих науковців: П. Х'юз, Е. Заргар, А. Флеккер, Ф. Панкай та інші. На пострадянському просторі вивченню тенденцій розвитку фондового ринку значну увагу приділяють Є. Жукова, Н. Танисишин, М. Головнін, В. Мироненко, А. Захаров та багато інших.

Метою статті є виявлення характерних особливостей та тенденцій розвитку міжнародного та вітчизняного фондового ринку, визначення місця та ролі українських бірж у світових процесах злиття та поглинання.

На сьогодні фондовий ринок України знаходиться на етапі свого становлення та значно відстає у розвитку від фондових майданчиків промислово розвинутих країн. З огляду на це, дослідження сучасних умов, особливостей та тенденцій розвитку міжнародних фондових бірж, як ключових інституційних посередників фондового ринку, стає для національної економіки надзвичайно актуальним. На наш погляд, найбільш вагомими сучасними тенденціями функціонування міжнародних фондових бірж є їх комп'ютеризація, комерціалізація та універсалізація діяльності, активізація процесів злиття та поглинання. Кожна з перерахо-

ваних умов буде розглянута нижче з урахуванням світового досвіду та українських реалій.

Аналізуючи різні іноземні та вітчизняні джерела, можна дійти висновку, що під процесом комп'ютеризації розуміють впровадження електронних торговельних систем та перехід від традиційних торговельних майданчиків до електронних [1, с.166]. Так, комп'ютеризація операцій на фондових біржах сприяла зниженню вхідних бар'єрів для учасників фондових ринків та посиленню конкурентної боротьби між біржовими операторами, і як результат – підвищення ефективності функціонування біржі в цілому. Це сприяло переходу від традиційної біржової торгівлі до електронної (процес комп'ютеризації або автоматизації біржової торгівлі). Використання комп'ютерів у біржовій діяльності почалося задовго до поширення електронних торгів, адже спочатку вони виконували допоміжну роль на одному рівні з телефоном.

В умовах он-лайн торгівлі учасники керують процесом за допомогою спеціалізованого програмного забезпечення (торгівельної платформи або інформаційної системи), яке підтримується он-лайн брокером. Брокери забезпечують доступ інвесторів до інформації, за що отримують комісію, а також збори за використання програмного забезпечення. Торгівля цінними паперами здійснюється у реальному часі.

Першою електронною біржею вважають біржу NASDAQ, яка розпочала свою діяльність 8 лютого 1971 року. Спочатку вона більше була схожа на електронну дошку оголошень, яка фактично не зв'язувала продавців та покупців [2]. У 1988 році на біржі була введена в експ-

Олександр Сущенко,
к.е.н., старший
викладач
кафедри фінансів
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет імені
Вадима Гетьмана»

Анастасія Адамова,
студентка 3-го
курсу факультету
міжнародної
економіки та
менеджменту
зі спеціальності
«Міжнародна
економіка»
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет імені
Вадима Гетьмана»

ФІНАНСОВІ ІНСТИТУТИ

луатацію система підтвердження угод (Order Confirmation Transaction service – OTC). Система давала змогу уникнути проблем передачі ордерів на купівлю чи продаж цінних паперів телефоном. Так, через електронну систему OTC за наявності зуст-річної заявки угода укладалась автоматично.

Активізація процесу комп'ютеризації міжнародних фондових бірж припадає на 90-ті роки ХХ століття. На сьогодні, за оцінками провідних західних аналітиків, процес комп'ютеризації біржової торгівлі майже завершився, що може означати кінець традиційної торгівлі цінними паперами [3]. Еволюцію біржової торгівлі від традиційної до електронної можна прослідкувати на рис.1.

Варто зазначити, що повністю автоматизована та прозора електронна система торгів здатна підвищити ліквідність ринку, тому є одним з визначальних чинників подальшого розвитку міжнародних фондових бірж. Окрім цього, комп'ютеризовані торговельні майданчики мають багато конкурентних переваг в порівнянні зі звичайними, а саме:

- електронні системи надають можливість цілодобового доступу до ринку капіталів, здійснення торговельних операцій на різних ринках шляхом стирання часових і просторових меж і впровадження віддаленого доступу до торгів;
- зниження собівартості здійснення торговельних операцій завдяки економії на масштабі та збільшенню швидкості трансакцій, що заощаджує час і гроші учасника торгів [5];
- комп'ютеризація торговельних майданчиків призводить до збільшення кількості учасників торгів за раху-

нок оперативного оприлюднення інформації про попит і пропозицію на ринку цінних паперів [3].

Найбільш популярними комп'ютерними системами торгівлі стали CORES (Токійська фондова біржа), SAC (Паризька фондова біржа), SEAQ (Лондонська фондова біржа), CATS (Торонтська фондова біржа), XETRA (Франкфуртська фондова біржа). Аналогічні за своїм змістом комп'ютерні системи були введені в Італії, Іспанії, Австралії, Бельгії, Нідерландах та низці інших країн світу [1, с.166].

Так, наприклад, електронна торговельна система Xetra, яка була впроваджена на Франкфуртській фондовій біржі у 1997 році та є однією з найбільш ефективних й універсальних інфраструктур у світі, зіставляє заявки на купівлю та продаж офіційно допущених до торгів трейдерів у центральній електронній книзі ордерів. У режимі безперервних торгів Xetra автоматично перевіряє кожен заявку на купівлю та продаж на їх здійсненність. За наявності протоколів відповідностей угода здійснюється негайно. В періоди максимального завантаження Xetra може опрацьовувати до 1,4 млн. угод в день [6]. Окрім цього, Xetra підтримує систему центрального контрагента (Central Counterparty), який виступає в якості покупця і бере на себе ризик у разі відмови виконання своїх зобов'язань однією зі сторін угоди.

Процес комп'ютеризації в Україні почався у 1996 році, коли «Позабіржова фондова торговельна система» (ПФТС) через власну електронну торговельну систему PORTAL почала здійснювати торги цінними паперами. Торгівці вже тоді зрозуміли, що запровадження си-

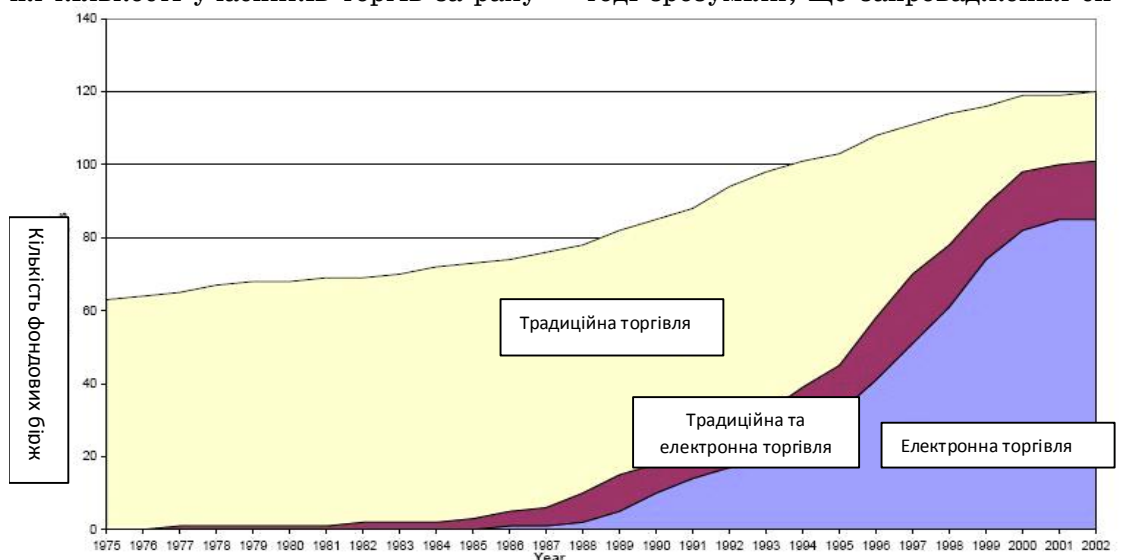


Рис. 1. Трансформація процесу біржової торгівлі протягом 1975-2002 років [3]

стем торгівлі цінними паперами через Інтернет допоможе залучити на фондовий ринок кошти приватних інвесторів і це дасть змогу конкурувати з ринком банківських депозитів.

У 2000 р. ПФТС розпочала ретрансляцію своїх торгів у режимі реального часу за допомогою двох інформаційних агенцій – «Reuters» і «РосБізнесКонсалтинг» [7]. Система «ПФТС Online» дала змогу операторам ринку через Інтернет стежити за котируванням з п'ятихвилинною затримкою. У 2002 р. ПФТС презентувала торговельну систему ДАТЕКС, в якій торги здійснювались за технологією «поставка проти оплати» з попереднім 100 % депонуванням цінних паперів і грошових коштів на рахунках в уповноваженому банку «ВАБанк» і депозитарії «Міжрегіональний фондовий союз». І лише у 2007 році на біржі ПФТС брокерською компанією «Прспект Інвестментс» була здійснена перша інтернет-угода в Україні. Нині торгівля цінними паперами через Інтернет здійснюється за допомогою платформи прямого доступу на фінансові ринки системи «It-trade/SmartTrade» [8].

Але найпотужніший імпульс до розвитку українського фондового ринку дала поява високотехнологічної фондової біржі УБ, яка у 2009 році запровадила ринок заявок. Це, у свою чергу, поклато початок такому явищу як інтернет-трейдинг. Таким чином, брати участь безпосередньо в біржових торгах отримали змогу не тільки брокери – члени бірж, а й їх клієнти. Інтернет-торги українськими цінними паперами викликали високий інтерес у громадян нашої країни. Розмір ринку інтернет-трейдингу України постійно зростає. Так, кількість рахунків приватних осіб на УБ у 2010 році збільшилася з 1,5 тис. до 4,7 тис., а кількість брокерських компаній становить 26 інтернет-брокерів [9].

Іншою важливою тенденцією розвитку міжнародних фондових бірж є процес комерціалізації, який передбачає зміну статусу компанії із взаємного підприємства на акціонерне або приватне. Цей процес фахівці біржової торгівлі також називають акціонуванням або корпоратизацією (і навіть приватизацією). Зміна організаційної форми інституційних посередників фондового ринку суттєво вплинула на їх подальших розвиток та сприяла посиленню інтеграційних процесів у світі (табл. 1).

Традиційно склалось так, що фондові біржі були організовані у формі «mutual company» (взаємної компанії). Таким чином, брокери та дилери, які є головними клієнтами фондової біржі, були і її власниками і менеджерами одночасно. Фондова біржа була ніби ексклюзивним закритим клубом, вхідні бар'єри якого було дуже важко подолати, а значить біржа мала ознаки монополії. Оскільки власники фондової біржі заробляли на торгівлі цінними паперами, отримуючи комісію за свої послуги, вони використовували її лише як майданчик, де здійснювались трансакції, тобто сама біржа була неприбутковою організацією.

Починаючи з 1993 року, відбувалися колосальні зміни: вперше відбулось акціонування Стокгольмської фондової біржі [11, с.2250], слідом за нею інституційні посередники всього світу почали змінювати свою організаційно-правову форму та перетворюватись на публічні компанії. Так, на початку 90-х років 90% фондових бірж – членів «World Federation of Exchanges» були підприємствами, які знаходились у власності біржових агентів, а у 2001 році їх кількість зменшилась до 35,3%, при цьому частка публічних компаній склала 45% [12]. Процес комерціалізації міжнародних фондових бірж може проходити через первинне розміщення власних акцій, тобто само IPO, хоча не всі фондові біржі йдуть таким шляхом.

Необхідно зауважити, що є і регіональні особливості цього процесу. Так, за даними 2005 року, в Європі та Америці переважали біржі, що стали публічними компаніями, тоді як в Азійсько-тихоокеанському регіоні процес комерціалізації 50% бірж відбувався без IPO (рис. 2).

Трансформація фондових бірж за допомогою випуску акцій призвела до кардинальних змін у діяльності інституційних посередників. Фактично, право торгувати цінними паперами на фондовій біржі юридично відділялось від права володіння нею, а значить відбувався процес комерціалізації, що передбачає перетворення фондової біржі на прибуткову організацію. Так, до лав акціонерів, на відміну від некомерційних організацій та кооперативів, можуть вступати не тільки клієнти біржі, а й банки та інші інституційні та при-

Таблиця 1

Комерціалізація та IPO найбільших фондових бірж світу [13;56]

Назва біржі	Рік комерціалізац ії	Дата виставлення на IPO	Капіталізація на внутрішньому ринку (млрд. дол.)
London Stock Exchange	2000	20.07.01	2,87
Euronext	2000	10.07.01	2,44
Deutsche Boerse	2000	05.02.01	1,19
BME Spanish Exchanges	2001	Немає планів	0,94
Swiss Exchanges	2002	Немає планів	0,83
Borsa Italiana	1997	Немає планів	0,79
OMX Group	1993	01.01.93	0,72
Oslo Bors	2001	20.05.01	0,14
Hellenic Stock Exchange	1999	28.07.00	0,12
NYSE	2006	07.03.06	12,7
NASDAQ (AMEX)	2001	01.07.02	3,62
Toronto Stock Exchange	2000	12.11.02	1,18
Instinet	Немає даних	18.05.01	Немає даних
Archipelago	Немає даних	12.08.04	Немає даних
Chicago Mercantile Exchange	2002	06.12.02	Немає даних
CBOT	2005	19.10.05	Немає даних
CBOE	2006	2006	Немає даних
International Securities Exchange	2002	08.03.05	Немає даних
Tokyo Stock Exchange	2001	2006	3,56
Osaka Stock Exchange	2001	02.04.04	2,29
Hong Kong Stock Exchange	2000	27.06.00	0,86
Australian Stock Exchange	1998	14.10.98	0,78
Taiwan SE Corp.	Немає планів	Немає планів	0,44
Korea Exchange	Немає планів	Немає планів	0,39
Singapore Stock Exchange	1999	16.11.00	0,22
Bursa Malaysia	2004	18.03.05	0,18
New Zealand Stock Exchange	2003	4.06.03	0,04
Philippines Stock Exchange	2001	15.12.03	0,003

ватні інвестори, які не мають прямого доступу до торгів. Окрім цього, процес акціонування передбачає збільшення

відкритості та прозорості діяльності біржі, оприлюднення її фінансової звітності.

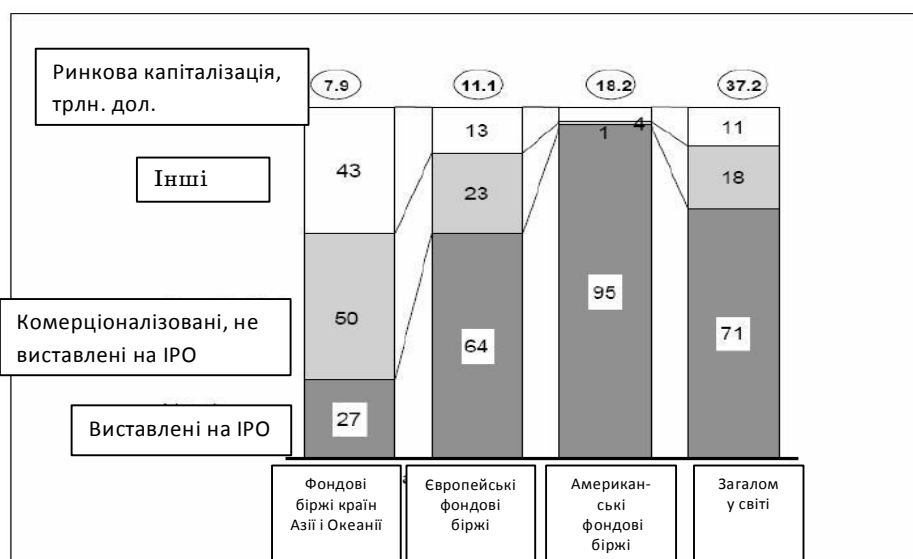


Рис. 2. Регіональні особливості комерціалізації фондових бірж країн у різних регіонах світу [13, с.52]

З іншого боку, відокремлюється право управління фондовою біржею від права володіння нею. На цій підставі існує ймовірність виникнення конфлікту інтересів між власниками та менеджерами компанії, які є відповідальними за прийняття рішень стосовно діяльності інституційного посередника фондового ринку. Бажання акціонерів якнайшвидше отримати гроші не завжди збігається із стратегічними планами щодо подальшого розвитку біржового оператора. Але не можна не зауважити, що виокремлення функції менеджменту в сучасному світі є кроком до підвищення конкурентоспроможності підприємства в цілому.

Процес акціонування має багато переваг та відкриває великі можливості перед фондовою біржею. Найважливіші з них перелічені нижче. По-перше, це залучення додаткового капіталу та інвестицій за рахунок виходу компанії на фондовий ринок (табл. 2). Отримані в ході акціонування кошти можуть бути використані для збільшення статутного капіталу, на інвестування у розвиток самої біржі чи її фінансових інструментів, упровадження сучасних технологій електронних торгів та інших передових інформаційних систем.

По-друге, розширення можливості участі однією біржі у капіталі інших бірж, а також клірингових, депозитних й інших компаній, які обслуговують операційну діяльність біржі, сприяло активізації процесу вертикальної та горизонтальної консолідації інституційних посередників фондового ринку. Необхідно зауважити, що саме завдяки процесам злиття та поглинання (M&A) відбувається підвищення ефективності управління фінансовими ризиками біржової торгівлі. Хоча в умо-

вах глобалізації процеси злиття та поглинання міжнародних фондових бірж, які є логічним продовженням інтеграції світових фінансових ринків, можуть мати негативний вплив ланцюгової реакції. Саме це відбулося під час останньої фінансової кризи 2008-2009 рр., що почалась на ринку іпотечного кредитування США і майже через тиждень призвела до падіння фондових ринків усього світу.

По-третє, іноді акціонування міжнародних фондових бірж використовується для додаткової мотивації співробітників компанії. Так, наприклад, при первинному розміщенні цінних паперів Німецької біржі 2/3 її співробітників, які мали право купити акції, зробили це, адже вірили, що компанія буде мати стабільні прибутки у майбутньому [14, с.30]. Участь в статутному капіталі підприємства надає відчуття причетності до прийняття рішень стосовно діяльності компанії навіть звичайному її працівнику, що значно підвищує ефективність його праці за рахунок мотивації.

Сам процес акціонування фондової біржі не можна розглядати окремо від питання регулювання біржової діяльності з боку держави. Процес акціонування міжнародних фондових бірж може супроводжуватись процесами приватизації чи націоналізації. З огляду на це, в міжнародній практиці виділяють три типи фондових бірж [15]:

1) Біржі, які мають державну форму власності. Держава бере участь у формуванні правил біржової торгівлі, здійснює контроль їх виконання, забезпечує порядок під час торгів, призначає біржових маклерів тощо. Прикладом такої біржі на сьогодні є біржа Мальти, єдина в Європейському Союзі,

Таблиця 2

Залучений капітал в ході первинного розміщення акцій міжнародних фондових бірж [11;2561-2562]

	Фондова біржа	Рік комерціалізації	Кошти, залучені за допомогою IPO (млрд. дол.)
1	OMX Group	1993	2.1
2	Euronext	1997	7.2
3	Australian Stock Exchange	1998	2.5
4	London Stock Exchange	1999	3.7
5	Deutsche Börse	2000	13.3
6	HK Exchanges and Clearing	2000	5.3
7	TSX Group	2000	2.9
8	Nasdaq Stock Market	2002	3.8
9	Archipelago Exchange	2004	2.8
10	New York Stock Exchange	2006	6.4

яка ще повністю належить державі [16].

2) Біржі, створені у вигляді акціонерних товариств, але 50% акціонерного капіталу яких належить державі. Такі біржі очолюють виборні біржові органи, а біржовий комісар здійснює нагляд за біржовою діяльністю й офіційно реєструє біржові курси.

3) Біржі, які є приватними компаніями. Держава не бере на себе ніяких зобов'язань із забезпечення гарантій виконання угод і стабільності біржової торгівлі. Біржа самостійно будує свою діяльність у відповідності до діючого законодавства країни.

Процес переходу від першої форми власності до другої можна прослідкувати на прикладі первинного розміщення акцій Варшавської фондової біржі протягом листопада 2010 року. Приватизація біржі складалась із декількох етапів. Ще у липні всі існуючі акції були перетворені на привілейовані. Вже під час IPO було продано 64% акцій біржі, але вони втратили свої привілеї. Таким чином, у Міністерства фінансів зберігся контрольний пакет голосуючих акцій, який склав 51,4% [17, с.34].

Процес акціонування міжнародних фондових бірж торкнувся і України. Але, порівнюючи зі світовими тенденціями, зміни в організаційно-правовій формі інституційних посередників українського фондового ринку відбулись досить недавно, що безумовно вказує на відставання розвитку національного фондового ринку від світового. Нижче наведені приклади акціонування українських фондових бірж.

Так, наприклад, ТОВ «Торговельно-інформаційна система «Перспектива» була перетворена у відкрите акціонерне товариство «Фондова біржа «Перспектива» у 2009 році. Головними власниками стали дві дніпропетровські компанії ПАТ «ДОМ-ІНВЕСТ» (41% акцій) та ПАТ «ТЕРА-ІНВЕСТ» (56% акцій). Статутний капітал становить 50 млн. грн. Біржа вважається найбільш динамічним організатором торгівлі на національному фондовому ринку: у 2009 році вона посіла 2-ге місце за річними обсягами торгів в Україні [18].

Інший приклад: у квітні 2008 року було прийнято рішення про акціонування української фондової біржі ПФТС, яка перетворилась з дочірнього підприємства Асоціації ПФТС на відкрите акціонерне товариство [19]. Однією з причин здійснення процесу

корпоратизації стала необхідність у додатковому інвестуванні, впровадженні модернізованої торговельної системи для ліквідації збоїв у роботі біржі. Такі збої мали місце протягом 22-24 січня 2008 року і були пов'язані зі зниженням ФРС США ставки за федеральними фондами до 3,5% [20]. Врешті решт, саме завдяки процесу акціонування біржа ПФТС змогла знайти собі стратегічного інвестора, яким стала російська ММВБ.

Сьогодні ми можемо говорити як про переваги, так і про недоліки процесів капіталізації українських фондових бірж. З одного боку, це ефективний спосіб залучення капіталу, нестача якого особливо гостро відчувається саме у кризових ситуаціях в економіці країни. З іншого боку, постає питання про самостійність розвитку національного фондового ринку, адже у разі збільшення частки нерезидентів у статутному капіталі біржі є вірогідність потрапляння національного фондового ринку у залежність від фінансових ринків інших країн світу.

На жаль, у нашому законодавстві ще не прописані норми, які б могли запобігти виникненню такої ситуації, хоча «Проектом програми розвитку фондового ринку до 2015 року» передбачено, що ДКЦПФР обмежить акціонерів бірж володінням 5% акцій прямо чи опосередковано [21, с.7]. Впровадження таких заходів, на наш погляд, є мало-ефективними, оскільки сьогодні процес акціонування найбільших українських фондових бірж перебуває на завершальному етапі.

Наступною тенденцією сучасного розвитку міжнародних фондових бірж є процес їх універсалізації, який можна розглядати в різних аспектах [15]: диверсифікація, вертикальна інтеграція, горизонтальна інтеграція. Під диверсифікацією розуміють об'єднання в одній структурі різних видів діяльності, які пов'язані або технологічно або лінією збуту. Вертикальна інтеграція – це об'єднання по технологічному ланцюжку, що дозволяє використати ефект економії від масштабу. Горизонтальна інтеграція проявляється в об'єднанні виробників однорідної продукції у формі мультинаціональних біржових операторів – в процесах злиття та поглинання міжнародних бірж.

Тенденція до універсалізації біржових операторів викликана, перш за все,

посиленням конкурентної боротьби та стиранням часових і просторових меж завдяки можливості віддаленого доступу до участі у біржових торгах на міжнародній біржі.

Оцінюючи привабливість будь-якої біржі, клієнт у першу чергу орієнтується на низку критеріїв, серед яких: ціна предмета угоди, якість та набір запропонованих послуг. Таким чином, в конкурентній боротьбі перемагає той, хто може ефективно та за мінімальних витрат торгувати різними фінансовими інструментами. З метою отримання максимального прибутку клієнти дуже часто розробляють складні стратегії, які передбачають різні види угод на різних ринках. Очевидним є те, що координація цих дій в рамках однієї організаційної структури значно спрощує процеси біржової торгівлі для клієнта, тому останній буде віддавати перевагу саме універсальним біржам. Отже, у порівнянні зі спеціалізованими біржами універсальні біржі мають ряд переваг, таких як:

- зменшення затрат біржового оператора на матеріально-технічні ресурси, кваліфікацію та досвід спеціалістів, що передбачає зменшення зборів для учасників біржі;
- можливість створення єдиної торговельної та розрахункової системи, впровадження уніфікованих біржових правил;
- більша прозорість діяльності біржових операторів, що спрощує процес контролю з боку державної влади та зменшує вірогідність махінацій і спекуляцій;
- можливість планування єдиної узгодженої стратегії подальшого розвитку всіх фінансових ринків;
- перерозподіл ризиків за рахунок диверсифікації біржової діяльності та розширення фінансових послуг.

У світовій практиці виділяють два способи універсалізації фондових бірж [22, с.44-45]. Перший спосіб передбачає організацію нових торговельних секцій на базі існуючої біржі. Такий метод є більш поширеним, адже він потребує менших затрат, ніж організація нової біржі і тому буде більш ефективним (як мінімум на початкових етапах функціонування). Окрім цього, досвід та технологічні розробки існуючої біржі стануть запорукою успіху впровадження нової секції. Наприклад, ще 1973 року на Токійській біржі була

відкрита секція для торгівлі акціями іноземних емітентів, а у 1985 році був розроблений перший ф'ючерсний контракт [22, с.49]. Інший класичний приклад універсальної біржі, створеної за рахунок організації нових секцій, – біржа Сантьяго, яка була заснована у 1884 році. Біржа починала свою діяльність саме з фондового ринку. На сьогодні вона розширила свою діяльність за рахунок торгівлі похідними цінними паперами (ф'ючерсами та опціонами), іноземними валютами та дорогоцінними металами [22, с.48].

Іншим способом універсалізації є злиття існуючих бірж, що пропонують послуги з організації торгів на різних ринках. Прикладами такого процесу можна назвати створення Віденської фондової біржі шляхом злиття у грудні 1997 року Віденської фондової біржі, Австрійської біржі ф'ючерсів та опціонів, Сінгапурської біржі, яка виникла у 1999 році в результаті злиття Сінгапурської фондової біржі та Сінгапурської валютної біржі.

На нашу думку, доцільним є розглянути процес універсалізації фондових бірж окремо в кожному з вищезазначених аспектів та навести приклади зі світової та вітчизняної практики.

Суть процесу диверсифікації полягає в тому, що біржа починає організовувати торгівлю на декількох фінансових ринках одночасно: ринку пайових та боргових цінних паперів, ринку строкових угод (ф'ючерсів та опціонів), ринку іноземної валюти. Об'єднання біржі з кліринговою чи депозитарною організацією є прикладом вертикальної інтеграції, що передбачає проведення біржових угод на різних стадіях їх укладання та реалізації в рамках однієї організаційної структури. Тому, окрім функцій зведення пропозицій клієнтів щодо купівлі чи продажу цінних паперів та реєстрації укладених угод, міжнародні біржі починають проводити розрахунки за цими угодами та визначати права та обов'язки учасників.

Процеси диверсифікації та вертикальної інтеграції доцільно розглянути на прикладах функціонування Гонконгської та Німецької фондових бірж. Так, «Deutsche Borse» є оператором Франкфуртської фондової біржі та має власні рахунковою палату і депозитарій. Окрім цього, вона є власником 85 % акцій біржі деривативів «Eurex» [6]. Інший приклад – «Hong Kong Exchange

and Clearing Limited», яка включає Фондову біржу Гонконгу, Гонконгську ф'ючерсну біржу і Гонконгську клірингову компанію [23].

Процеси диверсифікації та вертикальної інтеграції міжнародних фондових бірж в Україні дещо відрізняються від світових. Це зумовлено особливостями законодавчої бази, які будуть розглянуті нижче. Так, у Законі України «Про цінні папери та фондовий ринок» (ринок цінних паперів) немає чіткого визначення фондової біржі, хоча, наприклад, вказано, що розмір статутного капіталу фондової біржі має становити не менш як п'ятнадцять мільйонів гривень [24].

Отже, ми можемо зробити висновок, що процеси диверсифікації на фондовому ринку України можуть здійснюватись лише за допомогою створення нових секцій з торгівлі похідними цінними паперами або валютою.

Згідно з Законом України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні», депозитарій – юридична особа, яка створюється у формі відкритого (публічного) акціонерного товариства, учасниками якого є не менше ніж десять зберігачів, і яка здійснює виключно депозитарну діяльність. Розмір статутного капіталу депозитарію має становити не менш ніж 15 мільйонів гривень. Розмір власного капіталу клірингового депозитарію має становити не менш як 25 мільйонів гривень. Фондова біржа або учасники організаційно оформленого позабіржового ринку можуть бути засновниками депозитарію [25].

Прикладом універсальної біржі в Україні, на наш погляд, є Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ). Так, в липні 1992 року, на початковому етапі становлення валютного ринку України, при Національному банку України (НБУ) створюється валютна біржа [26]. Засновниками біржі стали 40 найбільших банків України. Вже у 1995 році УМВБ закріпила за собою статус головного біржового майданчика на українському фінансовому ринку та найбільшої розрахунково-клірингової організації [27]. В цьому ж році почалася робота з формування Фондової секції УМВБ та створення власної електронної торговельної системи, яка б дозволяла працювати в режимі реального часу. У 1997 році Державна комісія з цінних паперів та фондового рин-

ку (ДКЦПФР) видає Свідоцтво про реєстрацію УМВБ як фондової біржі. На УМВБ розпочинається торгівля розрахунковими валютними ф'ючерсними контрактами. Створений та почав свою діяльність АБ «Кліринговий дім». На початку 2008 року УМВБ разом з НБУ та провідними учасниками фондового ринку бере участь у створенні ВАТ «Всеукраїнський депозитарій цінних паперів» (ВДЦП) як майбутнього центрального депозитарію України.

Не дивлячись на те, що ф'ючерсні контракти існують в країні вже більше 10 років, національний ринок деривативів знаходиться тільки на етапі свого становлення. Аналіз даних Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку говорить про те, що похідні цінні папери поки що не стали дієвим фінансовим інструментом фондового ринку України.

Так, протягом січня-червня 2009 року обсяги угод з похідними цінними паперами на первинному та вторинному ринку становили приблизно 0,2% від загального обсягу (табл. 3). Операції за цими угодами здійснювались на УМВБ та на біржі «Перспектива». Розглядаючи структуру похідних цінних паперів, операції з якими були здійснені в цей період часу, можемо побачити, що представлені лише 2 види деривативів: опціони іменні та опціони на пред'явника.

Строковий ринок є один з найбільш динамічних фінансових ринків світу, адже він надає широкі можливості для інвесторів. По-перше, операції на строковому ринку є більш вигідними у порівнянні з операціями на ринку базисного активу, оскільки це пов'язано з ефектом «кредитного плеча». По-друге, можливість страхування своїх інвестиційних портфелів на випадок несприятливої ринкової ситуації, тобто хеджування ризиків в умовах високої волатильності ринку [28]. Саме тому становлення строкового ринку в Україні, на наш погляд, стає першочерговим завданням.

З огляду на вищезазначене, важливим стає впровадження 27 травня 2010 року «Українською біржею» нових фінансових інструментів – ф'ючерсних контрактів на Індекс українських акцій (UX) й опціонних контрактів на Індекс українських акцій [10].

За оцінками аналітиків, ця подія може стати початком розвитку строкового ринку в Україні, В перспективі УБ планує подальше розширення

торгівлі ф'ючерсними контрактами на різноманітні базові активи (цінні папери, валюти, товарні активи).

Розглядаючи процес універсалізації міжнародних фондових бірж в аспекті їх горизонтальної інтеграції, необхідно більш ретельно дослідити злиття та поглинання біржових операторів, яке стало сучасним трендом розвитку світового фондового ринку. Цьому сприяло декілька факторів одразу.

По-перше, процеси фінансової глобалізації та інтернаціоналізації не могли не вплинути на зміни в інфраструктурних організаціях ринку цінних паперів. Подальша інтеграція фінансових ринків та постійне зростання обсягів фінансових угод призвели до розвитку тісного співробітництва міжнародних фондових бірж та активізації процесу їх консолідації.

По-друге, посилення конкуренції серед біржових операторів та вимог емітентів, які завжди будуть намагатися залучити максимальний обсяг капіталу по найменшій ціні, сприяли появі такої особливості функціонування міжнародних фондових бірж як економія від масштабу, яка досягається за рахунок експансії на нові ринки та розширення портфелю послуг. Завдяки інтенсифікації руху міжнародного капіталу та появі нових видів фінансових інструментів, зменшуються витрати на фінансове посередництво, а значить зменшується і

вартість залучення коштів. Необхідно також зауважити, що внаслідок процесу акціонування, окрім отримання інвестицій на розвиток інституційних посередників фондового ринку, з'явилась можливість участі фондової біржі у капіталі інших бірж. Це фактично спровокувало процеси злиття та поглинання.

По-третє, світова фінансова криза 2008-2009 років, що як лакмусовий папірець показала найбільш стабільні компанії, суттєво вплинула на перерозподіл капіталу між учасниками фондового ринку. Падіння акцій багатьох акціонерних товариств зробили їх доступними для покупців на фондовому ринку, що спровокувало появу низки угод зі злиття та поглинання. Адже в умовах насування банкрутства та відсутності кредитних ресурсів продаж залишається чи не єдиним виходом.

З огляду на те, що фондові біржі мало чим відрізняються від інших юридичних осіб, які займаються фінансовим посередництвом, ми можемо говорити, що криза сприяла активізації процесів злиття та поглинання міжнародних фондових бірж. Процес злиття та поглинання міжнародних фондових бірж триває вже не перший рік, але сьогодні можна говорити про посилення впливу консолідації бірж на розвиток світових фінансових ринків як наслідок збільшення масштабності угод

Таблиця 3

Розподіл обсягів виконаних біржових контрактів організаторами торгів за фінансовими інструментами та за видами ринку у січні-червні 2009 року, млн. грн. [29]

Організатор торгівлі	Первинний ринок				Обсяг торгів на первинному ринку	Вторинний ринок						Обсяг торгів на вторинному ринку	Загальний обсяг торгів на організагорах торгівлі	
	Акції	Облігації	Облігації зовнішніх державних позик	Деривативи		Акції	Облігації підприємств	Облігації внутрішніх державних позик	Облігації зовнішніх державних позик	Облігації місцевих позик	Інвестиційні сертифікати			Деривативи
УФБ	2,97	0	0	0	2,97	0,19	0,02	0	0	0	0	0	0,21	3,18
КМФБ	226,1	0	0	0	22,09	172,74	370,22	0	0	0	2,63	0	545,59	771,68
Иннекс	0	0	0	0	0	200,62	3,1121	0	0	0	0	0	203,73	203,73
ПФБ	0	205,64	0	0	205,64	24,63	0	0	0	0	21,83	0	46,46	252,1
УМВБ	0,11	306,04	0,96	2,33	309,44	0	0	214,79	0	0	0	1,14	215,93	525,37
УМФБ	0	163,51	0	0	163,51	400,36	90,85	0	0	0	1,4	0	492,61	656,13
СЕФБ	0,06	0	0	0	0,06	98,44	3,07	0	0	0	2,53	0	104,04	104,1
ПФТС	0	579,27	0	0	579,27	2142,7	544,37	1627,9	1,59	3,71	31,74	0	4352	4931,3
ППС	0	0	0	0	0	787,79	0	0	0	0	0	0	787,79	797,79
Перспектива	0	789,65	6,23	15,26	811,14	4,57	5,22	0	21,44	0	0,51	0	31,75	842,88
УБ	0	202,79	0	0	202,29	324,28	1,29	0	0	0	0	0	326,57	528,36
Усього	229,23	2246,9	7,18	17,59	2500,91	4156,3	1018,2	1 842,69	23,03	3,71	60,64	1,14	7105,7	9 606,62

M&A. Так, на наш погляд, можна виділити три рівні угод злиття та поглинання фондових бірж: національний, регіональний, трансконтинентальний.

Спочатку злиття та поглинання фондових бірж проходило на національному рівні. В багатьох країнах виникла єдина фондова біржа або холдинг національних фондових бірж (наприклад, група Торонтської фондової біржі, холдинг Іспанські біржі в Іспанії [31]). Однак, в умовах глобалізації консолідація фондових бірж на національному рівні є недостатньою для протистояння у конкурентній боротьбі. Тому новим етапом фінансової інтеграції стає вихід біржових операторів на ринки інших країн. Можна виокремити декілька форм подальшої експансії фондових бірж: злиття та поглинання із закордонним торговим майданчиком, відкриття власного торгового майданчику в іншій країні, надання послуг закордонним торговим майданчикам, співробітництво з іншими фондовими біржами у вигляді підписання регіональних угод, меморандумів, проектів [31].

Прикладом злиття та поглинання міжнародних фондових бірж на регіональному рівні можна назвати створення пан-Європейської біржі «Euronext». Спочатку біржа виникла внаслідок злиття Амстердамської, Брюссельської та Паризької фондових бірж в 2000 році. В грудні 2001 року «Euronext» придбала акції Лондонської міжнародної біржі фінансових ф'ючерсів і опціонів (LIFFE). А в 2002 році відбулось злиття групи з Португальською фондовою біржею. Яскравим прикладом співробітництва фондових бірж на регіональному рівні є створення Федерації фондових бірж Азії та Океанії (EASEC) – організація заснована в 1982 році з метою підтримки зв'язку та обміну інформацією між учасниками 19 фондових бірж регіону.

Сучасні особливості процесу злиття та поглинання міжнародних фондових бірж полягають у тому, що сьогодні відбувається стирання регіональних меж та формування глобальних біржових операторів. Тобто угоди зі злиття і поглинання укладаються вже на трансконтинентальному рівні, а інтернаціональний капітал інституційних посередників фондового ринку унеможливає знаходження єдиної країни-власниці або навіть регіону-власника (регіон-походження). Тобто процеси глоба-

лізації фінансових ринків досягли такого півня, коли необхідно розглядати фондову біржу, як єдиний конгломерат.

Прикладом такого сполучення є поглинання групою NYSE, в яку входить Нью-Йоркська фондова біржа, європейської компанії Euronext NV у грудні 2006 року [32]. Ця подія стала другою найбільшою угодою M&A за останні 10 років, при цьому вартість поглинання склала більше 10 млрд. дол.

Існує думка, що експансія американської фондової біржі на ринок Європи була спричинена втратою конкурентних позицій через ухвалення закону Сарбейнса-Окслі [34], згідно з яким вимоги до фінансової звітності публічних компанії стали набагато жорсткішими заради захисту інвесторів. Нова міжнародна фондова біржа «NYSE Euronext» стала найбільшим торговельним майданчиком у світі за ринковою капіталізацією та загальною вартістю торгівлі цінними паперами.

Так, на сьогодні, холдингова компанія Hong Kong Exchanges and Clearing for The Stock Exchange має ринкову капіталізацію 24 млрд. дол. і є безумовним лідером на азійському фондовому ринку [33, с.35]. Таким чином, щоб витримати натиск конкурентів компанії Європи та Америки почали об'єднуватись. Якщо угода Deutsche Borse-NYSE Euronext відбудеться, то об'єднана компанія буде мати капіталізацію 24,8 млрд. дол. і на світовому ринку з'явиться найбільша міжнародна фондова біржа з ринковою капіталізацією близько 15 трлн. дол., а на її майданчику будуть торгуватися цінні папери на 20 трлн. дол., що складає 36 % вартості усіх публічних компаній світу [33].

Фактично, є вірогідність появи монополії, тому перешкодою для здійснення цієї угоди можуть стати антимонопольні комітети США та Європейського союзу [35]. Виникнення глобальної європейсько-американської фондової біржі, в свою чергу, може спричинити процеси консолідації азійських фондових бірж, які не будуть стояти осторонь. Тому ми можемо прогнозувати подальше посилення конкуренції серед інституційних посередників фондового ринку та виникнення нових угод M&A.

Процеси злиття та поглинання не оминули біржових операторів України.

ВИСНОВКИ

Вплив цих подій на подальший розвиток фондового ринку України досить складно оцінити, адже існує багато думок з цього приводу. Вихід на український ринок російських біржових операторів несе в собі багато переваг: більш динамічне впровадження нових торговельних технологій, прозорі правила гри, можливість залучення додаткового капіталу, використання нових фінансових інструментів. З іншого боку, це ставить під загрозу незалежність фондового ринку України, оскільки російські інвестори контролюють більшу частину біржових операцій, що говорить про певну денационалізацію ринку цінних паперів України. Таким чином, наша країна втрачає можливість стати самостійним учасником міжнародного ринку капіталів.

Враховуючи вищезазначене, чутки про злиття ММВБ та РТС і подальше формування на цій основі у Москві міжнародного фінансового центру не можуть не вплинути на діяльність українських фондових бірж. РТС – безумовний лідер ринку похідних цінних паперів, тоді як ММВБ виступає в ролі центру спотового ринку. Отже, біржі доповнюють одна одну, а значить ймовірність консолідації є дуже високою. Провідні спеціалісти ринку цінних паперів схиляються до думки, що за об'єднанням російських біржових операторів, відбудеться злиття Української біржі та біржі ПТФС. За таких умов конкуренція між учасниками біржових торгів на фондовому ринку України буде практично знищена, адже з'явиться російський монополіст, через якого буде проходити майже 70% обсягу біржових угод.

ЛІТЕРАТУРА

1. Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / под ред. Е.Ф. Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2009. – 567 с.

2. Офіційний сайт фондової біржі NASDAQ. Електронний режим доступу: <http://www.nasdaq.com/>

3. Pankaj Jain K. Financial Market Design and Equity Premium: Electronic versus Floor Trading / Jain K. Pankaj // Journal of Finance, Vol. 60, No. 6, 2005. – P. 2955-2985.

4. Біржовий годинник он-лайн. Електронний режим доступу: <http://www.stocktime.ru/index.html>

5. Офіційний сайт брокерської компанії Foyil Securities. Електронний режим доступу: <http://www.foyl.com/>

6. Офіційний сайт Deutsche Borse. Електронний режим доступу: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/en/kir/gdb_navigation/home

7. *Танасишин Назар*. Правовий статус торговельно-інформаційних систем в Україні / Назар Танасишин // Юридичний журнал, №3, 2009. – С. 53-61.

8. Інтернет-трейдинг акціями в Україні скоро стане реальністю. Електронний режим доступу: <http://www.pre-paid.com.ua/621.html>

9. Украинская биржа за два года планирует подключить к интернет-трейдингу 50 тыс. пользователей // 30.12.2010. Електронний режим доступу: <http://kontrakty.ua/novosti/finansy/25948-lukrainskaya-birzhar-za-dva-goda-planiruet-podklyuchit-k-internet-trejdingu-50-tys-polzovatele>

10. Офіційний сайт УБ. Електронний режим доступу: <http://www.ux.ua/>

11. Flecker Andreas M. Stock Exchanges at the Crossroads / Andreas M. Fleckner // Max Planck Institute for Comparative and International Private Law / Fordham Law Review, Vol. 74, 2006. – P. 2541-2620.

12. Офіційний сайт Федерації фондових бірж Азії та Океанії. Електронний режим доступу: <http://www.aosef.org/>

13. Hughes Pamela S., Zargar Ehsan. Exchange demutualization / Pamela S. Hughes, Ehsan Zargar. – Blake, Cassels & Graydon LLP, 2006. – P. 14.

14. *Головнин Михаил*. Современные особенности бирж / Михаил Головнин // ВАЛЮТНЫЙ СПЕКУЛЯНТ. – Институт международных экономических и политических исследований РАН, Август 2002. – С. 28-31.

15. Учні матеріали на офіційному сайті Фондової біржі високіх технологій. Електронний режим доступу: <http://fbvt.ru/>

16. Офіційний сайт Мальтійської фондової біржі. Електронний режим доступу: <http://www.borzamalta.com.mt/>

17. *Мироненко Вячеслав*. WSE добре / Вячеслав Мироненко // Інвест газета, № 46 за 22-28.11.2010. Електронний режим доступу: <http://www.investgazeta.net/finansy/wse-propalo-158122/?cf=ib>

18. Офіційний сайт фондової біржі «Перспектива». Електронний режим доступу: <http://fbr.com.ua/>

19. Офіційний сайт фондової біржі ПФТС. Електронний режим доступу: <http://pfts.com/uk/>

20. Крупнейшая украинская фондовая биржа ПФТС собирается провести акционирование // Журнал «Слияния и Поглощения», 21.03.11. Електронний режим доступу: <http://www.majournal.ru/>

21. *Бондарчук Вікторія*. Фондові ринки продовжують об'єднуватись / Вікторія Бондарчук // Фондовый рынок, № 47/2010. – С. 7-11.

22. *Захаров А.В., Кириченко Д.А., Челмодеєва Е.В.* Валютные и универсальные биржи XXI века как антикризисный механизм финансового рынка. – 28-е изд., перераб. и доп. – М., 2002. – 80 с. (Союз юристов России, МАБ СНГ. Сер. Конституционная экономика).

23. Офіційний сайт Hong Kong Exchanges and Clearing Limited. Електронний режим доступу: <http://www.hkex.com.hk/eng/exchange/corpinfo/history/history.htm>

24. Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок». Електронний режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?page=1&nreg=3480-15>

25. Закон України «Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні». Електронний режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=710%2F97-%E2%F0>

26. Постанова Національного банку України «Про Українську міжбанківську валютну біржу» № 50 від 08.07.93. Електронний режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=v0050500-93>

27. Офіційний сайт УМВБ. Електронний режим доступу: <http://www.uice.com.ua/>

28. *Горюнов Роман*. Когда рынок фьючерсов вырастет, можно будет задуматься об опционах / Роман Горюнов // Экономические известия, №83 (1316), 2010. Електронний режим доступу: <http://eizvestia.com/finance/full/romangoryunov-kogda-rynok-fyuchersov-vyrastet-mozhno-budet-zadumatsya-ob-opsionah>

29. Офіційний сайт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку.

Електронний режим доступу: <http://www.ssmc.gov.ua/ShowCategories.aspx>

30. *Сорочан Олег*. Биржи хотят срочности / Олег Сорочан // Экономические известия, №13 (1473), 2011. Електронний режим доступу: <http://eizvestia.com/finance/full/birzhi-hotyat-srochnosti>

31. Консолидация фондовых бирж как инструмент управления мировой финансовой системой / информационно-аналитический портал Империя, 2009. Електронний режим доступу: <http://www.imperiya.by/>

32. Офіційний сайт NYSE Euronext. Електронний режим доступу: <http://www.nyse.com/>

33. *Миронченко Вячеслав*. Разбитые мечты / Вячеслав Миронченко // Инвест газета, №7 за 21-27.02.2011. Електронний режим доступу: <http://www.investgazeta.net/finansy/razbityemechty-160749/>

34. An Act To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes. Public law 107-204, – JULY 30, 2002. Електронний режим доступу: http://openlibrary.org/books/OL22441273M/An_Act_to_Protect_Investors_by_Improving_the_Accuracy_and_Reliability_of_Corporate_Disclosures_Made_Pursuant_to_the_Securities_Laws_and_for_Other_Purposes.

35. ЕС обеспокоен слиянием операторов фондовых бирж / FinMarket, 22/03/2011. Електронний режим доступу: <http://www.finmarket.com.ua/ru/pulse/detail/93067/14/>

36. Офіційний сайт біржі РТС. Електронний режим доступу: <http://www.rts.ru/>

37. Антимонопольщики разрешили ММВБ приобрести контроль в бирже ПФТС // РИАНовости, 02/04/2010. Електронний режим доступу: <http://ua.rian.ru/economy/20100402/78349562.html>

38. *Терехова Наталья*. Биржевой передел / Наталья Терехова // Инвест газета, №3 за 25-31.01.2010. Електронний режим доступу: <http://www.investgazeta.net/finansy/birzhevoj-peredel-158234/>