

## **РОЗДІЛ 5**

### **Стратегічна модель розвитку інфраструктури фінансового ринку України**

#### **5.1 Обґрунтування необхідності розробки стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку України**

Важливим напрямом вдосконалення та розвитку інфраструктури фінансового ринку має стати побудова стратегії розвитку такої інфраструктури, яка здатна оптимізувати процеси функціонування інституційної складової фінансового ринку та підвищити ефективність здійснення різноманітних операцій на даному ринку.

Стратегія повинна базуватися на ідеї партнерських відносин між державою та бізнесом, формулювати пріоритетні завдання у сфері фінансових відносин та передбачати комплекс системних заходів законодавчого, організаційного та інституційного характеру, спрямованих на суттєву модернізацію існуючих взаємовідносин між його учасниками, технологічне оновлення, інтенсивну адаптацію ринку до міжнародних стандартів функціонування та застосування кращої практики.

Місія стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку, як її основне призначення і сутність функціонування, передбачає забезпечення прагнення до динамічної рівноваги ринкових відносин, підвищення ліквідності ринків і зменшення ризикованості підприємництва за рахунок підвищення стабілізації та ефективності економічних взаємозв'язків. Виконання даної місії має досягатися в тому числі і за рахунок вироблення та прийняття обґрунтованого стратегічного плану розвитку інфраструктури фінансового ринку [25], тобто стратегія розвитку інфраструктури фінансового ринку повинна включати створення Концепції розвитку інфраструктури фінансового ринку України, яка має стати важливим розділом Концепції розвитку фінансового ринку України, про яку говорилося в попередніх розділах нашого дослідження.

Ні державні органи регулювання, ні жодна з СРО, що вирішує свої проблеми, ні жодна з груп незалежних фахівців ще не запропонували стратегію, яка охоплювала б усі фундаментальні та технічні аспекти розвитку інфраструктури вітчизняного фінансового ринку, з урахуванням посткризових змін у фінансовій архітектурі світу.

Потрібно зазначити, що розвиток інфраструктури вітчизняного фінансового ринку перевантажений значною кількістю організаційних, інформаційних, регулятивних, технологічних бар'єрів, що ускладнюють чесність ціноутворення і збільшують транзакційні витрати.

Досягнутий рівень розвитку, складності та непередбачуваності українського фінансового ринку при значних його деформаціях визначає те, що тільки професійні учасники фінансового ринку разом із науковцями в цілому здатні у відкритому обговоренні запропонувати Концепцію (ідеологію) розвитку фінансового ринку та його інфраструктури, в якій би, крім фундаментальних ідей, містилася б програма вирішення технічних, організаційно-економічних, юридичних, регулятивних, облікових та інформаційних проблем ринку.

Ці деформації вимагають прийняття системи заходів, що можуть стабілізувати ринок та забезпечити ефективний розвиток його інфраструктури, включаючи:

- реструктуризацію банківського сектора (забезпечення зростання власних коштів банків, дотримання пруденційних вимог відповідно до Базельської угоди і на цій основі – реструктуризацію мережі банків, посилення вимог до системи управління ризиками та публічного розкриття інформації);
- реструктуризацію ринку цінних паперів та їх похідних, вимог до систем управління ризиками та публічного розкриття інформації, створення компенсаційних фондів професійних учасників, що покривають ризики невиконання ними зобов'язань перед клієнтами, або централізованої системи резервування коштів за участю держави;
- забезпечення інформаційної прозорості позабалансових операцій банків, професійних учасників ринку цінних паперів та інституційних інвесторів, їх операцій на позабіржовому ринку, у сфері деривативів, у сфері сек'юритизації та інших форм фінансового інжинірингу;
- перехід до регулювання діяльності і пруденційного нагляду фінансових конгломератів та їх агрегованих ризиків [110].

Про необхідність розробки та прийняття такого документа говорить і той факт, що FTSE – одна з провідних у світі індексних компаній (створена Financial Times і London Stock Exchange) кожного року надає оцінки фінансовим (фондовим) ринкам країн, поділяючи їх на чотири класи:

- розвинуті (Developed);
- що розвиваються (Advanced Emerging);
- що розвиваються другого рівня (Secondary Emerging);
- прикордонні (Frontier).

Так, за підсумками проведеного FTSE у вересні 2011 року щорічного перегляду, вітчизняний фондовий ринок не входить навіть до останнього класу, а Україна включена лише в лист очікування. Це

означає, що країна має можливість за підсумками наступного перегляду увійти до списку Frontier Market – прикордонних ринків. Для потрапляння до цієї категорії фондовий ринок України має задовольняти п'ять з 21 критерію.

Втім варто відзначити, що у вересні 2010 року дана компанія включала Україну в лист очікування, однак через відсутність прогресу в розвитку ринку країни вона була виключена з цього списку в 2010 році.

У таблиці 5.1 наведено основні параметри, за якими визначається клас ринку з виконанням певних вимог у деяких країнах Європи відповідно до виділених FTSE класів.

Згідно з інформацією, наданою у [232], та даними таблиці 5.1 бачимо, що практично всі країни класу Developed мають інвестиційний клас кредитоспроможності, окрім Ірландії, Італії, Португалії, у яких спекулятивний клас. Але існує в цій групі і країна, яка має клас вибіркового дефолту – на даний момент це Греція. Але у нашому випадку йдеться не про спроможність країни справлятися зі своїми боргами, а про розвинутість фінансового ринку, а особливо його інфраструктури та її відповідність визначеним вимогам. Лише дві країни в дослідженнях FTSE відповідають всім критеріям. До них належать Фінляндія та Голландія.

Як бачимо, серед країн, що ввійшли у дослідження, Україна має найнижчий рейтинг Світового банку та відповідає лише трьом критеріям із 21 за класифікацією ринків, виділених FTSE, що ще раз підтверджує відсутність будь-якої стратегії розвитку фінансового ринку та його інфраструктури.

Про нерозвинутість інфраструктури вітчизняного фінансового ринку говорить і здійснений нами SWOT-аналіз (табл. 5.2), де ми бачимо, що слабкіших сторін та загроз набагато більше, ніж сильних сторін та можливостей.

**Таблиця 5.1 – Критерії FTSE щодо якості ринків визначених країн Європи на 01.03.2012**

Критерії	Назва класу та країни								
	Developed		Advanced emerging		Emerging	Frontier		Front watch	
	Німеччина	Великобританія	Чехія	Туреччина	Росія	Словенія	Литва	Україна	Казахстан
Рейтинг 2011 р. Світового банку (ВВП/на душу населення)	високий	високий	високий	вище середнього	вище середнього	високий	вище середнього	нижче середнього	вище середнього
Клас кредитоспроможності	інвестиційний	інвестиційний	інвестиційний	спекулятивний	інвестиційний	інвестиційний	інвестиційний	спекулятивний	інвестиційний
<b>Регулювання</b>									
Регулятор здійснює активний моніторинг ринку	так	так	так	так	частково	так	так	частково	так
Справедливий та неупереджений захист прав міноритарних акціонерів	частково	так	так	так	ні	так	так	частково	частково
Відсутні або незначні обмеження прав власності для іноземних інвесторів	так	так	так	так	ні	так	так	так	так
Немає заборони, істотних обмежень чи штрафів на репатріацію капіталу та доходу від інвестицій	так	так	так	так	так	так	так	частково	так
Вільний та добре розвинутий ринок акцій	так	так	так	так	частково	так	ні	ні	ні
Вільний та добре розвинутий валютний ринок	так	так	так	так	так	частково	ні	ні	ні
Відсутня або проста процедура реєстрації іноземних інвесторів	так	так	так	так	частково	так	частково	частково	частково
<b>Розрахунково-депозитарна система</b>									
Невиконання угод відбувається рідко	так	так	так	так	так	так	так	—*	—*
Достатня конкуренція для забезпечення високої якості депозитарних послуг	так	так	так	так	частково	так	так	частково	так

Продовження таблиці 5.1

Критерії	Назва класу та країни								
	Developed		Advanced emerging		Emerging	Frontier		Front watch	
	Німеччина	Великобританія	Чехія	Туреччина	Росія	Словенія	Литва	Україна	Казахстан
Цикл розрахунків T+3, T+5 для Frontier	T+2	T+3	T+3	так	частково T+4	T+2	T+3	T+0	T+0
Дозволено кредитування цінними паперами	так	так	так	так	частково	так	ні	ні	ні
Існує можливість розрахунків без поставки проти платежу	так	так	так	так	частково	частково	так	ні	ні
Іноземні інвестори можуть використовувати рахунки типу omnibus (депозитний + декілька торгових)	так	так	так	частково	частково	ні	ні	ні	ні
<b>Ринок цінних паперів</b>									
Достатня конкуренція для забезпечення високої якості брокерських послуг	так	так	так	так	частково	так	так	частково	так
Достатня ліквідність для крупних глобальних інвесторів	так	так	так	так	так	частково	ні	частково	частково
Справедливі та конкурентоздатні тарифи	так	частково	так	так	так	так	так	частково	так
Дозволено "короткий" продаж	так	так	так	так	частково	ні	ні	ні	ні
Дозволено позабіржові угоди	так	так	так	так	так	так	так	частково	ні
Ефективний механізм торгівлі	так	так	так	так	так	так	так	так	ні
Прозора система своєчасної звітності про угоди	так	так	так	так	так	так	так	так	так
Розвинутий ринок деривативів	так	так	ні	частково	частково	ні	ні	ні	ні
Ринкова капіталізація, млн дол. (на 31.12.2011)	1184500	3266418	38352	197075	779609	6326	4035	24790	43301
Всього компаній у котирувальних списках (на 31.12.2011)	670	2288	15	263	283	66	36	244	114

\* - Україна та Казахстан використовують виконання угод T+0, тому не відчують невиконаних угод

**Таблиця 5.2 – Матриця SWOT-аналізу розвитку інфраструктури фінансового ринку**

Сильні сторони (Strengths)	Слабкі сторони (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• у 2009 з'явилася конкуренція між біржами, яка найближчими роками буде основним драйвером розвитку інфраструктури ринку;</li> <li>• є нереалізований попит для розширення кола внутрішніх інвесторів;</li> <li>• сформована інфраструктура грошового та кредитного ринку;</li> <li>• висока комісійна винагорода за надані послуги;</li> <li>• налагоджені взаємини зі страховими організаціями;</li> <li>• досвід фінансової кризи 2009 року</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• погане бюджетне фінансування діяльності державних регулюючих органів, а також відсутність чітких цілей і контролю їх виконання з боку КМУ протягом багатьох років призвели до того, що регулювання фінансового ринку та його інфраструктури не орієнтоване на його розвиток. Ситуація ускладнюється високим рівнем корупції в державних органах;</li> <li>• слаборозвинута база внутрішніх інвесторів. До 2009 року український ринок розвивався в основному за рахунок припливу іноземних інвесторів, які з початком кризи залишили ринок, що і стало причиною відсутності активності в укладанні угод;</li> <li>• емітенти не зацікавлені в котируванні своїх цінних паперів на біржі;</li> <li>• відсутній центральний депозитарій;</li> <li>• іноземні центральні депозитарії та кастодіальні банки не мають можливості виступати номінальним утримувачем акцій, власниками яких є їхні клієнти;</li> <li>• рахунки типу "omnibus" доступні тільки професійним учасникам з ліцензією торговця, але при цьому торговець не може відкрити кілька транзитних рахунків, а їх нормативна база неоднозначна;</li> <li>• регулювання ринку не відповідає сучасним вимогам в частині клірингу, функцій центрального контрагента, електронної звітності, розкриття інформації про позабіржові угоди тощо;</li> <li>• відсутня працездатна нормативна база для термінового ринку;</li> <li>• низька капіталізація інфраструктурних суб'єктів ринку;</li> <li>• низька клієнтоорієнтованість бізнесу;</li> <li>• низький рівень надійності інфраструктури;</li> <li>• невисокий рівень кваліфікації персоналу інфраструктурних суб'єктів;</li> <li>• надмірна концентрація грошових ресурсів і ринків у столиці;</li> <li>• олігополістична структура ринку з концентрацією на вузькій групі учасників і декількох фінансових інструментах</li> </ul>
Можливості (Opportunities)	Загрози (Threats)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• невисокий рівень проникнення;</li> <li>• зростання інтересу до фондового ринку з боку держави;</li> <li>• реформа системи нагляду за фінансовим ринком;</li> <li>• стимулювання формування потужної єдиної біржової системи;</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• за відсутності комплексної програми заходів з розвитку інфраструктури ринку держава ризикує втратити активну роль у формуванні ринку українських фінансових активів, боротьба за який перенесеться в найбільші європейські фінансові центри;</li> <li>• після об'єднання ММВБ і РТС та можливості створення в Москві міжнародного фінансового центру в Україні знову не буде конкуренції між біржами, а об'єднана біржа (УБ + ПФТС) буде підконтрольна Росії;</li> <li>• з початку 2008 року під впливом зовнішньоекономічної ситуації спостерігається серйозний спад зацікавленості внутрішніх та зовнішніх інвесторів до українських фінансових інструментів;</li> <li>• неадекватно жорстке валютне регулювання ускладнює укладання угод з нерезидентами;</li> </ul>

## Продовження таблиці 5.2

Сильні сторони (Strengths)	Слабкі сторони (Weaknesses)
<ul style="list-style-type: none"> <li>• лібералізація правил лістингу;</li> <li>• великий потенціал розвитку інтернет-технологій</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• нестабільність на світових фінансових ринках;</li> <li>• шахрайство на фінансовому ринку;</li> <li>• не виконується основна функція фондового ринку – залучення коштів інвесторів для інвестицій;</li> <li>• лобіювання інтересів;</li> <li>• наявність асиметрії інформації</li> </ul>

Як ми бачимо, найбільше проблем та загроз існує в найменш розвинутому сегменті фінансового ринку – фондовому. Інфраструктура даного ринку потребує досить значних перетворень та змін, впровадження найновітніших технологій та стандартів. Все це стосується як біржового ринку, так і позабіржового (таблиця 5.3).

**Таблиця 5.3 – Зміни, яких потребує інфраструктура біржового та позабіржового ринку цінних паперів України**

№ пор.	Позабіржовий ринок	Біржовий ринок
1	Створення централізованого клірингу для позабіржового ринку	Консолідація торгової, депозитарної та розрахункової інфраструктури ринку
2	В міру нарощування ліквідності в окремих сегментах позабіржових ринків, насамперед у частині деривативів – створення в них централізованих інфраструктурних інститутів, що забезпечують кліринг, розрахунки, виконання функцій центрального контрагента	Створення відповідно до міжнародної практики національної депозитарної та розрахунково-клірингової корпорації (центральний депозитарій, централізований кліринг і розрахунки за цінними паперами та іншими фінансовими інструментами)
3	Розвиток централізованих систем розкриття інформації по всіх сегментах позабіржових ринків (РЕПО, комерційні папери, деривативи, свопи, продукти сек'юритизації тощо)	Перехід до концепції “Українські біржі” (аналог – Spanish Exchanges, OMX Exchanges (Скандинавія і Прибалтика), Hong Kong Exchanges), що об'єднує всі сегменти і всі біржі організованих товарного та фінансового ринків
4	Створення консолідованої здатності для надання позик цінними паперами для забезпечення розрахунків за цінними паперами (на базі центрального депозитарію)	Введення регулятивних вимог до брокерів, дилерів щодо забезпечення кращої ціни для інвесторів незалежно від того, на якому ринку і в якій торговій системі відбувається угода
5	Створення цінових центрів для виявлення і розкриття цін на фінансові продукти на позабіржових ринках	Створення інтегрованого інформаційного та технологічного забезпечення, що дозволяє здійснювати операції в єдиному просторі фінансового ринку України

Кінцевим результатом реформування та впровадження запропонованих змін біржового та позабіржового вітчизняного фондового ринку

є формування консолідованої і конкурентоспроможної вітчизняної фондової інфраструктури: економічної, надійної з точки зору ризиків, гнучкої, сучасної і технологічної, здатної інтегрувати у світову фінансову інфраструктуру і якісно впливати на ефективність, а головне – на інвестиційну спрямованість українського фондового ринку, можливості якого поки не реалізовані, а потенціал, безумовно, високий [107].

Говорячи про стратегію розвитку інфраструктури фінансового ринку, потрібно зазначити, що ефективність запропонованої стратегії може бути досягнута певною послідовністю та спрямованістю взаємодії існуючих етапів.

Отже, представлення механізму стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку у вигляді послідовності певних етапів дозволяє:

- 1) конкретизувати елементи економічного, організаційного, нормативно-правового впливу на функціонування та розвиток інфраструктури;
- 2) організувати взаємодію, раціоналізувати та коригувати рух інфраструктурних об'єктів ринку до впорядкованості, саморегульованості, ринкової організованості;
- 3) раціоналізувати поєднання державних методів і способів регулювання і процесів саморегулювання об'єктів інфраструктури фінансового ринку.

Процес стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку можна представити як сукупність наступних послідовних етапів (рис. 5.1). Зазначені нами етапи процесу стратегічного планування інфраструктури фінансового ринку об'єднані у своїй взаємодії однією метою – сприянням становленню та піднесенню ринкової інфраструктури фінансового ринку, а також використанню всіх видів ресурсів, що беруть участь у даному процесі.

Виконання на практиці державою всіх зазначених етапів стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку дасть можливість підвищити ефективність функціонування інфраструктури і виступить фактором стійкості її розвитку в майбутньому [1].

За запропонованою черговістю наведених етапів початок стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку необхідно здійснювати деталізованим аналізом, у процесі якого здійснюється оцінка факторів як зовнішнього, так і внутрішнього середовища та виявлення можливостей розвитку інфраструктури ринку. Системність у проведенні аналізу та оцінки дозволить виявити обґрунтовані передумови до активізації розвитку інфраструктури ринку, що може виступати другим етапом.





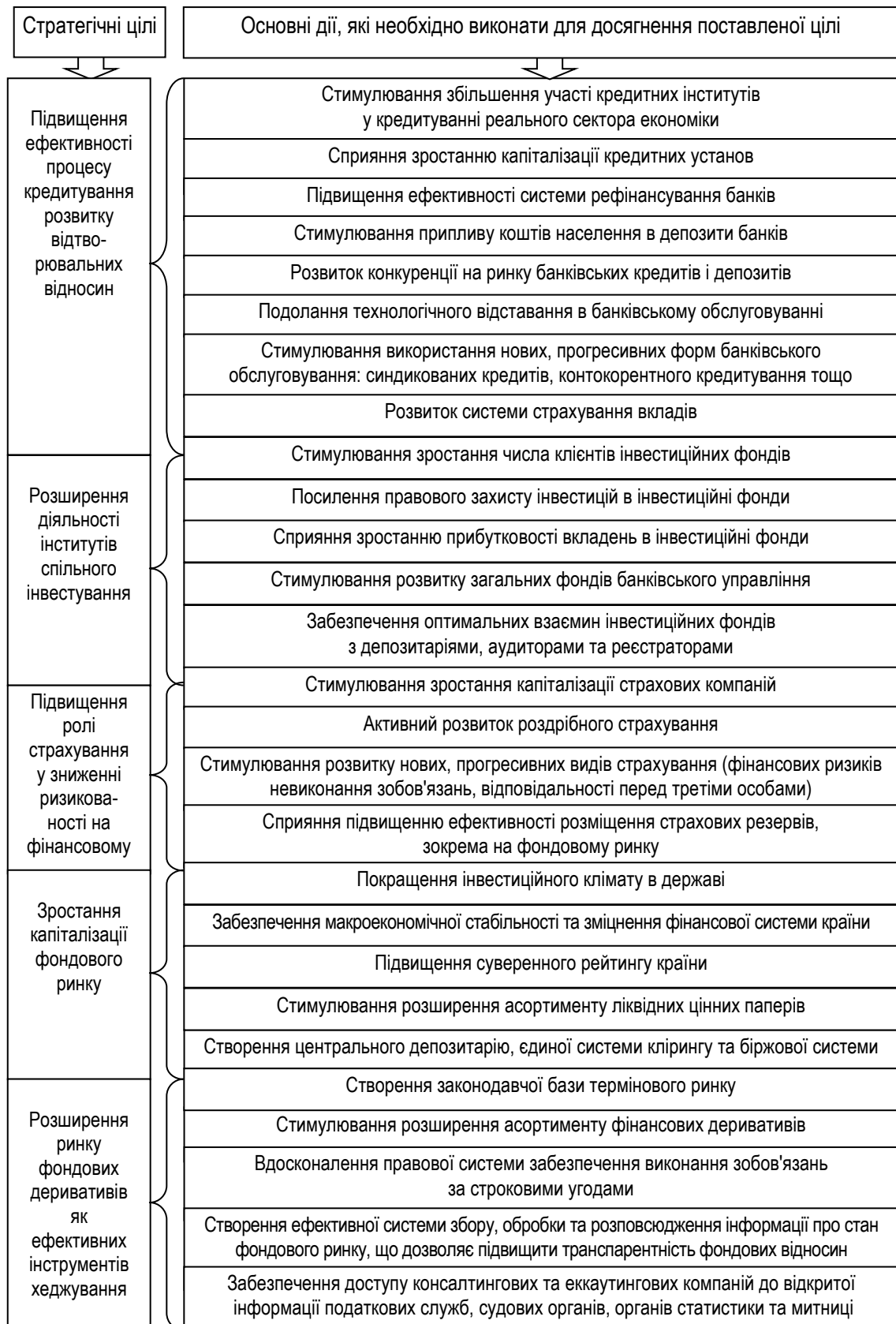
**Рисунок 5.1 – Етапи проведення стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку**

Існуючі дослідження аналізу розвитку інститутів інфраструктури фінансового ринку в сучасній вітчизняній економіці дозволили зробити висновок про недостатню відповідність якості і кількості інфраструктурних елементів вимогам цивілізованих ринкових відносин. Саме побудова дерева стратегічних цілей і підцілей розвитку інфраструктури фінансового ринку, як третього етапу, дозволить виявити можливості подолання цієї невідповідності та визначити мету стратегічного розвитку інфраструктури.

Виходячи з місії стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку, яку ми зазначили вище, слід визначити генеральні цілі – підвищення ефективності руху фінансових ресурсів, оптимізація процесу перетворення дрібних заощаджень в інвестиції для розширеного відтворення.

Саме таке трактування та розуміння генеральної мети визначає постановку стратегічних цілей розвитку фінансового ринку та основних дій стосовно їх досягнення (рис. 5.2).

Стратегічні цілі розвитку вітчизняного фінансового ринку та його інфраструктури можуть бути досягнуті тільки за умови створення в Україні сприятливого інвестиційного клімату, а саме здійснення інвестиційно-спрямованої макроекономічної політики, зниження політичних ризиків і формування системи захисту прав інвесторів, що будуть відображені в уже зазначеній нами вище Концепції розвитку фінансового ринку.



**Рисунок 5.2 – Стратегічні цілі підвищення ефективності розвитку фінансового ринку**

Проведення макроекономічної політики, спрямованої на розвиток фінансового ринку та його інфраструктури, полягає в тому, щоб вона була адекватна реальним потребам ринку.

Для того, щоб український фінансовий ринок та його інфраструктура отримали додатковий імпульс до інтенсивного розвитку, необхідно посилити інвестиційну спрямованість макроекономічної політики для забезпечення економічного зростання, модернізації структури економіки, розвитку фінансової сфери та промисловості [107].

Після етапу, на якому здійснюється обґрунтування Концепції перспективного функціонування інфраструктури фінансового ринку, держава повинна виконувати не менш важливі функції.

У першу чергу, це повинно стосуватися ресурсного забезпечення формування інфраструктури фінансового ринку. При цьому держава повинна використовувати бюджетний механізм, матеріально-технічні та стратегічні резерви, перерозподільний механізм, адміністративні методи, що знаходяться в її розпорядженні. На наступних етапах стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку важливим кроком повинна стати розробка відповідних законів та положень. Повинен бути вдосконалений, а в деяких випадках розроблений цілий пакет нормативно-правових документів, що визначають основи функціонування елементів інфраструктури фінансового ринку. Необхідно також створити і певні базові економічні умови, що визначають можливість створення і функціонування інститутів інфраструктури.

Крім того, у процесі реалізації стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку повинна бути забезпечена ефективна взаємодія між її інститутами, причому характер зв'язків між інститутами інфраструктури повинен бути постійним і системним. Інститути інфраструктури фінансового ринку розвиваються не відокремлено, а в процесі взаємодії як між собою, так і з інститутами інфраструктури інших функціонуючих ринків.

Налагодження механізму ефективної взаємодії всередині інфраструктури призведе до її швидкого розвитку та економічного зростання. Роль держави зведеться до мінімуму і буде полягати в координації дій по реалізації розробленої на вищому рівні загальної стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку, контролі виконання програм, аналізі ефективності стратегії в цілому та розробці шляхів її диверсифікації, а також створення ринкових умов, в межах яких об'єкти інфраструктури будуть самі знаходити найбільш раціональні шляхи свого розвитку [1].

Виконання стратегічного плану розвитку інфраструктури фінансового ринку можливе тільки в тому випадку, якщо він буде належ-

ною мірою забезпечений відповідними ресурсами (трудовими, фінансовими, інформаційними).

У процесі стратегічного планування також повинні враховуватися будь-які ризики недосягнення поставлених цілей.

Говорячи про Концепцію розвитку інфраструктури фінансового ринку як основну складову стратегічного планування, слід відмітити, що вона передбачає досягнення визначених цілей та повинна базуватися на наступних принципах:

- доступність послуг інфраструктурних суб'єктів для всіх верств населення і суб'єктів господарювання;
- дієвий державний контроль за дотриманням суб'єктами інфраструктури правил добросовісної конкуренції;
- забезпечення ефективного законодавчого та судового захисту угод на фінансовому ринку;
- висока інформаційна прозорість функціонування фінансового ринку.

Крім того, Концепція повинна містити більш чіткі та реальні рекомендації стосовно покращення ситуації в інфраструктурному середовищі фінансового ринку України. Окрім вищеназваних нами різноманітних пропозицій щодо подальшого розвитку інфраструктури фінансового ринку в нашій країні, вважаємо за необхідне внести певні рекомендації до Концепції розвитку інфраструктури фінансового ринку України (табл. 5.4).

**Таблиця 5.4 – Рекомендації щодо покращення ситуації в інфраструктурному середовищі фінансового ринку**

Рекомендації	Ціль	Методи досягнення цілі
Створення єдиного ресурсу корпоративної інформації (інформаційний портал)	Забезпечення ефективного розкриття корпоративної інформації	Внесення змін до законодавства стосовно розширення переліку інформації, яку необхідно надавати. Оновлення існуючого Єдиного інформаційного масиву даних про емітентів цінних паперів на інтернет-порталі <a href="http://www.smida.gov.ua">www.smida.gov.ua</a>
Створення інституту фінансових (інвестиційних) консультантів і системи рейтингів на ринку спільного інвестування	Збільшення довіри населення до фінансового ринку; підвищення рівня фінансової освіти та інформованості населення; залучення населення на фондовий ринок, формування внутрішнього попиту на інвестиції на ринку цінних паперів за рахунок швидкого зростання кількості національних роздрібних інвесторів	На законодавчому рівні введення поняття фінансових консультантів і визначення вимог до їх діяльності

Продовження таблиці 5.4

Рекомендації	Ціль	Методи досягнення цілі
Створення цінових центрів	Визначення справедливої вартості фінансових інструментів	Визнання таких центрів НКЦПФР та надання їм відповідного статусу. Законодавче закріплення їх діяльності
Створення компенсаційного фонду для захисту інвесторів на фондовому ринку	Захист інтересів некваліфікованих інвесторів на фондовому ринку; підвищення інтересу некваліфікованих інвесторів до здійснення операцій на фондовому ринку	Необхідність доопрацювання проекту закону “Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку” та прояснення спірних моментів
Введення диференційованих підходів до регулювання професійних учасників фінансового ринку	Підвищення конкуренції і як результат підвищення якості послуг, зниження інфраструктурних та транзакційних витрат; формування індустрії спеціалізованих брокерів, що спеціалізуються на окремих послугах і секторах ринку	Перегляд ліцензійних вимог до професійних учасників та внесення змін до деяких нормативно-правових актів стосовно результатів фінансової діяльності інфраструктурних суб’єктів
Спрощення порядку роботи через вітчизняних брокерів при здійсненні операцій з іноземними фінансовими інструментами	Захист інтересів вітчизняних інвесторів; збільшення обсягу операцій з іноземними інструментами; підвищення якості послуг, що надаються вітчизняними професійними учасниками	Затвердження Положення “Про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу в Україні”
Забезпечення можливості складання іноземними та вітчизняними фахівцями кваліфікаційних іспитів відповідно до міжнародних стандартів	Можливість залучення іноземних фахівців до роботи у вітчизняних фондових компаніях та отримання досвіду українськими спеціалістами в провідних іноземних компаніях	Внесення змін у ліцензійні вимоги щодо здійснення професійної діяльності на фінансовому ринку та видача сертифікатів спеціалістам відповідного міжнародного зразка з урахуванням відповідного навчання

Необхідною умовою для розвитку фінансового ринку та його інфраструктури є забезпечення ефективного розкриття корпоративної інформації. Доступність та своєчасність отримання подібної інформації дозволяє зацікавленим особам здійснювати більш точний аналіз ринкової ситуації. Це, в свою чергу, підвищує привабливість ринку для потенційних, в тому числі і зарубіжних інвесторів. Адже на міжнародному фінансовому ринку вимоги щодо розкриття інформації є чи не найголовнішими. В Україні вже зроблено багато кроків у цьому напрямі, але все ж таки потрібне вдосконалення існуючого механізму розкриття інформації в частині практичної реалізації положень, що містяться у законодавстві.

На сьогоднішній день в Україні діє Державна установа “Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України”, яка розпо-

чала свою діяльність у 1998 році. Основною метою організації є всебічний розвиток інфраструктури фондового ринку та забезпечення його відповідності світовим стандартам.

З 2007 року ця установа є уповноваженою особою з розкриття інформації емітентів цінних паперів в загальнодоступній інформаційній базі даних НКЦПФР про ринок цінних паперів. У 2003 році був створений Єдиний інформаційний масив даних про емітентів цінних паперів – інтернет-портал [www.smida.gov.ua](http://www.smida.gov.ua). Дана система повинна надавати доступ до інформації про акціонерні товариства та професійних учасників фондового ринку України і бути аналітичним інструментом, який дозволяв би отримати інформацію про компанії та їх фінансові показники.

Але інформація, яка міститься в цьому інформаційному масиві, в більшості випадків є застарілою, і більше того, не кожен може скористатися нею. Крім того, збір інформації відбувається в рамках повноважень виключно НКЦПФР. Інші сегменти фінансового ринку тут практично не представлені.

Існуюча форма розкриття інформації про емітентів значною мірою ускладнює її узагальнення та аналіз. Настільки ж важким (і не безкоштовним) є регулярне використання інформаційних ресурсів декількох інформаційних агентств при необхідності отримання сукупності відомостей.

Таким чином, як нами уже було зазначено в попередньому розділі, необхідно створити єдиний центр розкриття корпоративної інформації (Інформаційний портал), заснований на базі даних вітчизняних емітентів, професійних учасників ринку, рейтингових агентств тощо, зобов'язаних відповідно до законодавчих вимог здійснювати розкриття або надання інформації.

Доступ до такого інформаційного центру повинен бути безкоштовним для користувачів.

Найближчою аналогією є системи EDGAR в США і SEDAR у Канаді. При цьому існуючі недержавні комерційні інформаційні центри (агентства) можуть продовжити свою діяльність на конкурентній основі, спеціалізуючись на розкритті більш широкого переліку інформації, що цікавить інвесторів, ніж цього вимагає нормативна база, супроводжуючи її адресними клієнтськими сервісами.

Створюючи такий центр розкриття інформації, необхідно і далі використовувати позитивний досвід розкриття інформації різних країн та їх об'єднань з метою використання його в Україні. Також на початкових стадіях створення центру розкриття інформації слід враховува-

ти його подальшу інтеграцію у відповідний міжнародний (міждержавний) центр.

Як відомо, населення України більше звертається до банківської інфраструктури і не досить активно використовує послуги інфраструктури фондового ринку у зв'язку із своєю необізнаністю та недовірою до цього сегмента фінансового ринку.

Однією з умов для підвищення зацікавленості населення у фондових інструментах є індустрія посередників, одним з основних елементів якої є інвестиційні консультанти. Ці суб'єкти ринку повинні бути здатні з мінімальними витратами надавати послуги населенню при здійсненні операцій з цінними паперами та іншими фінансовими активами, пропонувати пенсійні продукти та цінні папери інвестиційних фондів, діючи як агенти інших компаній або незалежно від них. Крім того, створення умов діяльності для інвестиційних консультантів є способом домогтися вірної комбінації заходів щодо підвищення вимог до посередників із завданням збереження рівня конкуренції та доступності інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку для населення регіонів.

Інвестиційні консультанти повинні відповідати вимогам до власних коштів або страхування професійної відповідальності. Регулювання діяльності цих суб'єктів ринку повинно забезпечувати функціонування найефективнішої бізнес-моделі цієї діяльності – як правило, невеликої компанії зі штатом, що не перевищує п'ять-шість осіб, що обслуговує невелику кількість клієнтів, але приймає на себе турботу про різні фінансові потреби клієнтів.

Загальною вимогою до всіх консультантів повинні бути вимоги про з'ясування інвестиційних цілей та інвестиційного профілю клієнта, надання рекомендацій щодо вибору фінансових продуктів у відповідності з цілями і профілем клієнта, попередження про ризики.

Існуюча недовіра фізичних осіб до фінансових інструментів пов'язана також із випадками непрофесійного ставлення працівників інфраструктурних інституцій до клієнтів. Цю проблему міг би вирішити інститут рейтингів на ринку довірчого управління – рейтингів інфраструктурних компаній та окремих інвестиційних продуктів. Подібні рейтинги є, наприклад, у США (S&P, Morning Star, Lipper, US News, Zacks, The Street та ін.).

Рейтинг повинен давати повне уявлення про об'єкти рейтингування, полегшуючи інвестору розуміння суті діяльності тих чи інших інфраструктурних суб'єктів, інвестиційних продуктів, їх структури та спрощуючи порівняння продуктів. Створенням рейтингів можуть займатися існуючі рейтингові агентства, а також СРО.

При цьому рейтинги могли б послужити основою для підбору оптимальних варіантів інвестування коштів населення, рекомендованих фінансовими консультантами.

Продовжуючи питання роботи з клієнтами суб'єктів інфраструктури, потрібно відмітити, що досить часто виникає необхідність в отриманні справедливої ціни. А найкращим показником для визначення справедливої вартості фінансового інструмента є ціна, що складається в ході біржових торгів на організаторах торгівлі. Але можлива ситуація, коли існує обмежена активність фінансових ринків, тоді біржові котирування не завжди є репрезентативними. В умовах же повної відсутності біржової торгівлі по окремим цінним паперам певних емітентів знайти учасникам ринку надійні загально визнані джерела інформації про ціни практично неможливо.

Крім того, отримання справедливої ціни фінансових активів необхідне з метою бухгалтерського обліку та звітності для визначення поточної (справедливої) вартості активів за міжнародними стандартами (МСФЗ); з метою податкового обліку; для розрахунку показника достатності капіталу та інших обов'язкових нормативів (для кредитних організацій і професійних учасників ринку); для оцінки застави; як орієнтира при здійсненні угоди тощо.

Створення спеціальних цінових центрів може слугувати ефективним вирішенням зазначених вище проблем. Метою діяльності таких центрів є визначення поточної (справедливої) вартості фінансових інструментів. Необхідною умовою визначення надійності та достовірності інформації, що буде надаватися ціновими центрами, буде надання таким центрам офіційного статусу шляхом їх акредитації НКЦПФР разом з іншими державними органами, що матимуть відношення до цих центрів.

Нами постійно наголошується на нерозвинутості інфраструктури фондового ринку України, адже грошовий та кредитний ринок в цьому питанні дещо випереджають фондовий сегмент. Це пов'язано, перш за все, і з певними гарантіями, які надаються вкладникам Фондом гарантування вкладів фізичних осіб. Аналогічно кожен інвестор хотів би мати гарантії, що його вкладення не пропадуть безслідно на фондовому ринку.

КМУ 22 серпня 2011 року схвалив проект Закону України "Про Фонд гарантування інвестицій на фондовому ринку". Законопроектом пропонується створити фонд, за рахунок коштів якого здійснюватимуться компенсаційні виплати інвесторам у разі втрати інвестицій. Це стосуватиметься грошових коштів і цінних паперів, переданих торговцеві цінними паперами на підставі договору про управління цими



документами, а також коштів, вкладених у цінні папери інституцій спільного інвестування, емісія яких була здійснена шляхом публічного (відкритого) розміщення. Тобто учасниками нового фонду згідно з проектом повинні стати торговці цінними паперами, компанії з управління активами, які здійснюють управління активами пайових інвестиційних фондів і корпоративні інвестиційні фонди.

Також нормотворчим документом передбачається, що фонд буде некомерційною самоврядною організацією.

Існують і світові приклади створення та діяльності подібних фондів. Так, наприклад, Фонд гарантування інвестицій (FOGAIN) діє в Іспанії. Участь у фонді обов'язкова для іспанських інвестиційних компаній, керуючих індивідуальними інвестиційними портфелями та відділень іноземних інвестиційних компаній, які працюють в Іспанії і не є учасниками аналогічних фондів у своїй країні.

При цьому компенсацію Фонду можуть отримати тільки приватні інвестори, і лише у разі банкрутства компанії-учасника Фонду або офіційного визнання її неплатоспроможною Іспанської комісією з цінних паперів. FOGAIN не компенсує ніяких втрат інвесторів, пов'язаних з рухами фондового ринку. Максимальний розмір відшкодування – 100 тис. євро на одного інвестора.

В Естонії існує Гарантійний фонд, який відстоює інтереси не тільки інвесторів фондового ринку, але й вкладників банків, клієнтів недержавних пенсійних фондів і страхових компаній. При цьому гарантуванням інвестицій на фондовому ринку займається субфонд захисту інвесторів, мета якого згідно з офіційним сайтом цієї організації – забезпечення захисту коштів, розміщених інвесторами через інвестиційну організацію, в разі неспроможності інвестиційної організації.

Виплата компенсації естонським інвесторам здійснюється тільки у випадках виникнення шахрайства в інвестиційній компанії, зловживання адміністративним посадовим становищем або зробленої помилки, якщо в результаті цього інвестиційна компанія не може повернути інвестору його вкладення. Разом з тим субфонд не гарантує збиток від падіння ринкової ціни цінних паперів або від банкрутства емітента.

Естонський субфонд гарантує приватним інвесторам відшкодування повної вартості інвестиції в межах 20 тис. євро на одного інвестора [191].

На нашу думку, за рахунок коштів Фонду повинні компенсуватися збитки інвесторів, що виникли в результаті нездатності торговців цінними паперами або КУА повернути грошові кошти та цінні папери, що належать клієнту. Компенсація повинна виплачуватися в розмірі 100 % суми активів, але не більше 200 тис. грн. Сума компенсації не

може перевищувати зазначену суму, навіть якщо громадянину відкрито декілька рахунків у одного брокера. Однак якщо громадянин має рахунки у декількох брокерів, по кожному з них йому гарантуються компенсації. Для цілей виплати компенсації цінні папери повинні оцінюватися за ринковою вартістю на момент настання страхового випадку.

Якщо поглянути на статистичні дані відносно виданих ліцензій професійним учасникам ринку, то для України це число буде значним. Але всього 30–40 % тих, хто має ліцензію, дійсно здійснюють свою діяльність в будь-якому сегменті фінансового ринку, особливо це стосується ринку цінних паперів. Крім того, відбувається поєднання між собою певних видів діяльності одним суб'єктом.

Не кращим чином виглядає ситуація в регіонах України, де і без того недостатня кількість компаній продовжує помітно знижуватися. На сьогодні у столиці зосереджено до 70 % всіх професійних учасників. В цілому у вітчизняному регулюванні присутні основні елементи регулювання фінансової індустрії, прийняті за кордоном, за винятком двох важливих елементів – правил *suitability* і ризик-орієнтованих вимог і нагляду. Переважна більшість компаній (до 90 %), що забезпечують доступ на фінансовий ринок в США і Європейському Союзі, не виконують самостійно доручення клієнтів і не здійснюють зберігання активів, таким чином уникаючи застосування пруденційних вимог до капіталу, в той час як в Україні частка компаній, що здійснюють виконання доручень та зберігання активів, значна (близько 50 %), а пруденційне регулювання відсутнє.

Тому з урахуванням зазначених проблем у діяльності суб'єктів інфраструктури потрібно, перш за все, внести зміни в існуюче законодавство, що передбачають диференційований підхід до регулювання професійних учасників фінансового ринку залежно від виконуваних ними операцій і пов'язаних з ними ризиками, від місцезнаходження тощо. Це передбачає встановлення нового балансу між регулятивним навантаженням і послугами, що надаються професійними учасниками ринку.

У підсумку індустрія компаній, що забезпечують вихід на ринок, повинна складатися з трьох груп, що підлягають різному регулятивному навантаженню. Для прикладу візьмемо компанії, що мають відношення до фондового ринку – торговців цінними паперами (додаток Л).

Найбільша кількість інфраструктурних суб'єктів буде належати до першої групи. Компанії, які належать до цієї групи – інвестиційні консультанти, керуючі цінними паперами, а також брокери, коло операцій яких обмежене прийомом і передачею доручень іншим брокерам,

матимуть мінімальне регулятивне навантаження. Крім того, повинна бути допущена можливість поєднання даних видів діяльності без істотної зміни регулятивної навантаження. У діяльності таких компаній ризики є мінімальними, вимоги – найменшими, які стосуються лише вимог до корпоративного управління та до мінімального капіталу.

На нашу думку, найбільш затребуваною модель компаній першої групи буде для регіонів, компанії яких взаємодіятимуть з великими провідними столичними компаніями, що забезпечують для їхніх клієнтів доступ до фінансового центру країни (останні будуть також зберігати активи цих клієнтів на підставі депозитарної ліцензії).

До другої групи ми пропонуємо відносити тих учасників, які окрім операцій, здійснюваних першою групою, здійснюють виконання доручень і (або) зберігання активів клієнтів, тобто ведуть спеціальні брокерські рахунки і рахунки депо (і зазвичай є одночасно депозитаріями), а також можуть надавати маржинальне кредитування. У даному випадку необхідне застосування більш високих вимог до мінімальної межі власного капіталу, а також ризик-орієнтованих нормативів.

Третя група утворюється з інфраструктурних суб'єктів, діяльність яких буде пов'язана з додатковими ризиками, в тому числі з ризиками, пов'язаними з інтернаціоналізацією, виконанням функцій клірингових брокерів, а також дилерів, які будуть виконувати функції маркет-мейкерів та андеррайтинг за свій рахунок. До даної групи будуть застосовуватися найвищі вимоги до мінімального капіталу і ризик-орієнтовані нормативи.

Вирішення проблеми забезпечення доступу українських інвесторів до фінансових інструментів іноземних емітентів є одним з елементів реалізації завдання щодо насичення ринку фінансовими інструментами з високими інвестиційними характеристиками, зрозумілими не тільки національним, але й іноземним інвесторам.

Деякі кроки в цьому напрямі в Україні вже зроблено. Наразі, Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку схвалила проєкт Концепції доступу на український фондовий ринок фінансових інструментів іноземних емітентів, активи яких знаходяться в Україні (Рішення НКЦПФР від 10.04.2012 № 526), а також розроблено Положення про допуск цінних паперів іноземних емітентів до обігу в Україні, яке ще не затверджено.

Необхідно зазначити, що вітчизняний приватний інвестор істотно обмежений у своїх можливостях купити акції іноземних емітентів. Адже, по-перше, на національному фондовому ринку таких цінних паперів не існує, а по-друге, вивести кошти за кордон забороняє українське законодавство, яке також обмежує в правах і торговців цінними

паперами, насамперед брокерів, у придбанні цінних паперів за кордоном. Вітчизняні брокери не можуть цього зробити через законодавство про валютне регулювання в поточній редакції. Основною причиною, через яку брокери не можуть цього зробити оперативно, є перешкода вивезенню капіталу за кордон.

Зараз цінні папери іноземних емітентів демонструють на міжнародних фондових майданчиках значно вищу ліквідність порівняно з ліквідністю вітчизняних локальних цінних паперів на національних фондових біржах. Тому, знімаючи різноманітні бар'єри в обігу фінансових інструментів як в межах держави, так і поза її межами, і можливості придбання іноземних фінансових інструментів, ми зможемо досягти основних цілей, наданих у таблиці 5.4.

На сьогодні вітчизняними правовими нормами встановлено, що фізичні особи, працюючи у професійних учасників ринку цінних паперів і укладаючи угоди з цінними паперами, повинні мати кваліфікаційні атестати. Для отримання кваліфікаційних атестатів відповідні співробітники повинні скласти кваліфікаційні іспити. Такі іспити і сертифікати діють у межах національного фондового ринку і аж ніяк не дають можливість працювати на міжнародному ринку. Тобто це означає, що вітчизняні та іноземні фахівці обмежені в можливостях отримати сертифікати міжнародного зразка та працювати в компаніях світового масштабу. При цьому ми повинні мати можливість визнання іноземних кваліфікаційних атестатів в Україні.

Звідси виходить, що навчальні заклади, які навчають таких спеціалістів, повинні, в свою чергу, мати відповідне методичне та кадрове забезпечення, яке відповідає всім світовим вимогам.

Таким чином, запропонована нами стратегія розвитку інфраструктури фінансового ринку України включає в себе економічні та адміністративні методи державного впливу на діяльність об'єктів інфраструктури фінансового ринку і враховує специфічні особливості формування інфраструктури фінансового ринку в нашій країні і сучасні тенденції його розвитку. Кожен з представлених етапів стратегічного планування розвитку інфраструктури фінансового ринку включає в себе різноманітні завдання, реалізація яких призведе до розвитку ринкової інфраструктури ринку та підвищення ефективності її функціонування.

Тому реалізація обґрунтованої стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку дозволить, перш за все:

- оптимізувати рух фінансових ресурсів;
- знизити трансакційні витрати;
- впорядкувати ринкові взаємозв'язки на фінансовому ринку;

- знизити інвестиційні ризики;
- підвищити ліквідність фінансових інструментів.

Побудова стратегії розвитку інфраструктури фінансового ринку дає можливість націлити суб'єктів ринкових відносин на встановлення оптимальних ринкових взаємозв'язків [25].

## **5.2 Значення рейтингу інфраструктурних суб'єктів при визначенні їх місця на фінансовому ринку**

Розглядаючи інфраструктуру фінансового ринку в попередніх розділах, ми зазначали, що інфраструктура – це, перш за все, сукупність тих систем, організацій і технологій, що дозволяють учасникам підвищити ефективність своєї діяльності та знизити їх ризики, пов'язані з операціями купівлі-продажу фінансових активів. В кінцевому рахунку при створенні та експлуатації інфраструктурних елементів головним є зниження витрат учасника по здійсненню операцій на фінансовому ринку.

Тобто виконання будь-яких операцій повинна забезпечувати існуюча інфраструктура зі своїми суб'єктами. Для здійснення операцій на ринку учаснику необхідна оперативна і достовірна інформація – як цінова, так і інша, яка може вплинути на прийняття рішень. Також необхідні кошти оперативного пошуку надійних контрагентів для укладання угод, що забезпечують найменші ризики при їх виборі. Більше того, потрібна система фіксації факту укладання угоди, що має необхідні засоби контролю за дотриманням учасниками встановлених правил торгівлі, доповнена по можливості системою звірки угод.

Після укладення такої угоди в справу вступає система виконання угод, де також найбільш важливим фактором є зниження ризиків, але вже ризиків виконання угоди. І, нарешті, повинен забезпечуватися оперативний обмін інформацією між складовими частинами інфраструктури, що сприяє автоматизації роботи учасника і зниженню його накладних витрат.

Роль технологій та інформації на ринку є беззаперечною, але в той же час все це забезпечується вже існуючими та новоствореними інфраструктурними суб'єктами фінансового ринку. Кожен із них займає своє місце на ринку та відіграє визначену роль у розвитку інфраструктури та ринку в цілому.

Класифікацію елементів інфраструктури фінансового ринку доцільно будувати на основі виявлення потреб споживачів їх послуг, до яких належать не тільки споживачі та постачальники капіталу, але і самі інфраструктурні суб'єкти. Серед таких потреб можна виділити потреби:

- у поточному розрахунково-касовому обслуговуванні (в т.ч. переказі грошей та обміні валюти);
- залученні короткострокових грошових коштів;
- залученні коштів на довгостроковий період;
- ефективному розміщенні тимчасово вільних грошових коштів;
- мінімізації фінансових ризиків;
- отриманні інформації;
- захисті прав учасників ринку;
- кваліфікованих кадрах та інноваційних розробках.

Для попереднього ранжування значимості суб'єктів інфраструктури фінансового ринку для задоволення перерахованих потреб споживачів послуг занесемо необхідні дані в таблицю 5.5. З цією метою використано результати узагальнення експертних оцінок думок ряду споживачів послуг інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку, що дозволили отримати усереднені значення вагових коефіцієнтів значущості розглянутих потреб (сума цих коефіцієнтів дорівнює одиниці).

**Таблиця 5.5 – Дані для попереднього ранжування значимості інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку з позицій задоволення потреб споживачів їх послуг**

Характеристика потреби	Ваговий коефіцієнт значущості	Інфраструктурні суб'єкти, необхідні для задоволення потреби
Потреба в поточному розрахунково-касовому обслуговуванні (в т.ч. переказ грошей та обміні валюти)	0,13	Банки, пункти обміну валюти, валютні біржі, фінансові компанії
Потреба в залученні короткострокових грошових коштів	0,15	Банки, кредитні спілки, ломбарди, фінансові компанії, лізингові компанії, кредитні брокери (агенти), бюро кредитних історій, фондові біржі, торговці цінними паперами (андерайтери), управителі фондів операцій з нерухомістю та фондів фінансування будівництва, консалтингові компанії
Потреба в залученні коштів на довгостроковий період	0,15	Банки, кредитні спілки, фінансові компанії, лізингові компанії, кредитні брокери (агенти), бюро кредитних історій, управителі фондів операцій з нерухомістю та фондів фінансування будівництва, фондові біржі, торговці цінними паперами (андерайтери), консалтингові компанії
Потреба в ефективному розміщенні тимчасово вільних грошових коштів	0,10	Банки, кредитні спілки, фінансові компанії, кредитні брокери (агенти), фондові та валютні біржі, торговці цінними паперами (брокери, управління цінними паперами), консалтингові компанії, фонд гарантування вкладів фізичних осіб, компанії з управління активами, пункти обміну валюти, рейтингові агентства

Продовження таблиці 5.5

Характеристика потреби	Ваговий коефіцієнт значущості	Інфраструктурні суб'єкти, необхідні для задоволення потреби
Потреба в мінімізації фінансових ризиків	0,15	Фондові та валютні біржі, депозитарії, банки (клірингові), факторингові та консалтингові компанії, торговці цінними паперами, бюро кредитних історій, рейтингові агентства, фонд гарантування вкладів фізичних осіб, кредитні брокери (агенти)
Потреба в отриманні інформації	0,15	Реєстратори, зберігачі, депозитарії, фондові та валютні біржі, рейтингові агентства, бюро кредитних історій, консалтингові компанії, кредитні брокери (агенти), саморегульвні організації
Потреба в захисті прав учасників ринку	0,10	Саморегульвні організації, фондові та валютні біржі, зберігачі, реєстратори, депозитарії, фонд гарантування вкладів фізичних осіб
Потреба у кваліфікованих кадрах та інноваційних розробках	0,07	Саморегульвні організації, навчальні заклади та науково-дослідні інститути, консалтингові компанії

При обробці результатів опитування керівників компаній їх експертні оцінки коефіцієнтів значущості потреб в різних елементах фінансової інфраструктури і коефіцієнтів коригування рейтингових оцінок усереднювалися, причому крайні оцінки виключалися з розгляду. Рейтинг будь-якого  $i$ -го розглянутого фінансового інституту можна розрахувати за формулою:

$$R_i = \sum_j A_j \cdot N_{ij} \cdot B_j \quad (5.1)$$

де  $R_i$  – рейтингова оцінка  $i$ -го суб'єкта інфраструктури фінансового ринку;

$A_j$  – коефіцієнт значущості даної  $j$ -ї потреби;

$N_{ij}$  – бал, що враховує ступінь необхідності  $i$ -го суб'єкта інфраструктури фінансового ринку для задоволення потреби  $j$ -го виду (якщо інфраструктурний суб'єкт згадується в останній колонці табл. 5.5, то  $N_{ij} = 1$ , якщо не згадується, то  $N_{ij} = 0$ );

$B_j$  – коефіцієнт коригування рейтингової оцінки, що відображає здатність споживача задовольнити розглянуту потребу самостійно, без допомоги інфраструктурного суб'єкта.

Значення коефіцієнта коригування рейтингової оцінки  $B_j$  ми визначаємо в межах від 0 до 1 (табл. 5.6). Найнижче значення  $B_j = 0$  ми будемо використовувати по відношенню до суб'єкта інфраструктури фінансового ринку в тому випадку, коли відсутня необхідність залу-

чення даного суб'єкта для задоволення споживачем інфраструктурних послуг визначеної потреби. Найвище значення  $V_j = 1$  – буде у разі монопольного становища інфраструктурного суб'єкта при задоволенні визначених потреб. Крім того, ми вважаємо за доцільне ввести і проміжні значення коефіцієнта рейтингової оцінки, а саме 0,2; 0,4; 0,6; 0,8, що означає 0,2 – при необхідності залучення суб'єктів зовнішньої інфраструктури; 0,4 – у разі виконання виключно допоміжної функції суб'єкта при задоволенні потреби; 0,6 – виконання основної функції разом з іншими інфраструктурними суб'єктами внутрішньої інфраструктури; 0,8 – у випадку домінуючої ролі інфраструктурного суб'єкта фінансового ринку при задоволенні потреби.

**Таблиця 5.6 – Результати рейтингової оцінки значимості інфраструктурних інститутів фінансового ринку для задоволення інтересів учасників ринку**

Інфраструктурні суб'єкти	Коефіцієнт коригування рейтингової оцінки $V_j$	Рейтингова оцінка $R_i$	Сегмент фінансового ринку	Група за рейтингом
Банки	1,0; 0,8; 0,8; 0,6; 0,2; 0; 0; 0	0,460	кредитний, валютний та фондовий	I
Фондові біржі	0; 0,4; 0,4; 0,4; 0,6; 0,6; 0,6; 0	0,400	фондовий	
Торговці цінними паперами (андерайтери, брокери, управління цінними паперами)	0; 0,8; 0,8; 0,8; 0,4; 0; 0; 0	0,380	фондовий	
Консалтингові компанії	0; 0,4; 0,4; 0,4; 0,2; 0,8; 0; 0,6	0,352	кредитний, валютний та фондовий	
Фінансові компанії	0,4; 0,6; 0,6; 0,6; 0; 0; 0; 0	0,292	кредитний, валютний	II
Депозитарії	0; 0; 0; 0; 0,8; 0,6; 0,8; 0	0,290	фондовий	
Кредитні брокери (агенти)	0; 0,4; 0,4; 0,4; 0,2; 0,6; 0; 0	0,280	кредитний	
Кредитні спілки	0; 0,8; 0,6; 0,6; 0; 0; 0; 0	0,270	кредитний	
Фонд гарантування вкладів фізичних осіб	0; 0; 0; 0,6; 0,8; 0; 0,8; 0	0,260	кредитний	
Валютні біржі	0,2; 0; 0; 0,4; 0,4; 0,6; 0,6; 0	0,256	валютний	
Рейтингові агентства	0; 0; 0; 0,4; 0,8; 0,6; 0; 0	0,250	кредитний, фондовий	
Саморегулівні організації	0; 0; 0; 0; 0; 0,6; 1,0; 0,8	0,246	кредитний, валютний та фондовий	
Бюро кредитних історій	0; 0; 0; 0,4; 0,6; 0,6; 0; 0	0,220	кредитний	
Лізингові компанії (фінансовий лізинг)	0; 0,6; 0,8; 0; 0; 0; 0; 0	0,210	кредитний	



Продовження таблиці 5.6

Інфраструктурні суб'єкти	Коефіцієнт коригування рейтингової оцінки $V_j$	Рейтингова оцінка $R_i$	Сегмент фінансового ринку	Група за рейтингом
Управителі фондів операцій з нерухомістю та фондів фінансування будівництва	0; 0,6; 0,6; 0; 0; 0; 0; 0	0,180	кредитний	III
Реєстратори	0; 0; 0; 0; 0; 0,6; 0,8; 0	0,170	фондовий	
Зберігачі	0; 0; 0; 0; 0; 0,6; 0,8; 0	0,170	фондовий	
Пункти обміну валюти	0,6; 0; 0; 0,6; 0; 0; 0; 0	0,138	валютний	
Ломбарди	0; 0,8; 0; 0; 0; 0; 0; 0	0,120	кредитний	
Факторингові компанії	0; 0; 0; 0; 0,6; 0; 0; 0	0,090	кредитний	IV
Компанії з управління активами	0; 0; 0; 0,8; 0; 0; 0; 0	0,080	фондовий	
Навчальні заклади та науково-дослідні інститути	0; 0; 0; 0; 0; 0; 0; 1,0	0,070	кредитний, валютний та фондовий	

Розрахунки, представлені в таблиці 5.6, показують, що найвищі рейтингові оцінки характерні для банків, інститутів інфраструктури фондового ринку, таких як фондові біржі та торговці цінними паперами, а також консалтингових компаній. Такі результати відображають залежність розвитку фінансового ринку та його окремих сегментів від оперативності та якості надання послуг та задоволення потреб учасників ринку. Крім того, велике значення мають проходження поточних платежів у банківській системі і високий попит на якісні банківські послуги, певні надії керівництва компаній на виведення своїх цінних паперів на фондовий ринок і велика потреба у кваліфікованому фінансовому консалтингу, пов'язаному з оптимізацією управління фінансовими потоками, вибором механізму залучення коштів та виходом на міжнародний фінансовий ринок [51].

За отриманим рейтингом нами було виділено чотири групи суб'єктів інфраструктури фінансового ринку. Очолюють першу групу із найвищим рейтингом 0,46 банки, а останніми за списком у четвертій групі знаходяться навчальні заклади із рейтингом 0,07. Таке ранжування дає змогу виявити існуючі проблеми у діяльності певних видів інститутів інфраструктури, а також звертає увагу на визначені потреби, які цікавлять споживачів на ринку, тому що деякі суб'єкти, знаходячись в останній, четвертій групі, мають великі перспективи щодо подальшої своєї діяльності.

Коефіцієнти коригування рейтингової оцінки відповідають потребам споживачів у послугах інфраструктурних суб'єктів, наведених у табл. 5.5.

Отримані рейтингові оцінки відображають загальний рівень розвитку інфраструктури фінансового ринку в Україні. Для підтвердження цього необхідно розглянути причини, за якими цілий ряд інститутів отримав порівняно низьку рейтингову оцінку (<0,2).

Зрозумілою є ситуація із рейтинговою оцінкою навчальних закладів та науково-дослідних інститутів. Адже на сьогодні в Україні дуже мало приділяється уваги впровадженню різноманітних інновацій та здійсненню перекваліфікації працівників суб'єктів інфраструктури фінансового ринку. Не можна говорити про повну відсутність роботи в цьому напрямку. Перш за все, підготовка фахівців з питань фондового ринку та корпоративного управління здійснюється НКЦПФР згідно з Положенням про порядок навчання та атестації фахівців з питань фондового ринку, затвердженим наказом від 24.09.1996 № 215. Згідно з рішенням НКЦПФР від 01.08.2006 № 607, яким затверджені нові редакції типових програм навчання фахівців з питань фондового ринку, навчальними закладами України проводиться підготовка фахівців за такими спеціалізаціями:

1) фондовий ринок:

- фахівець на право ведення реєстру власників іменних цінних паперів;
- фахівець з питань торгівлі цінними паперами;
- фахівець з питань депозитарної діяльності;
- фахівець з питань організації торгівлі;
- фахівець з питань управління активами (табл. 5.7);

2) фінансовий моніторинг:

- фахівець з питань фінансового моніторингу професійних учасників ринку цінних паперів;
- головний бухгалтер професійного учасника ринку цінних паперів (табл. 5.8).

Атестацію фахівців в Україні відповідно до договорів із НКЦПФР здійснюють Український інститут розвитку фондового ринку (м. Київ) та регіональні постійно діючі атестаційні центри з питань фондового ринку на базі Дніпропетровського університету економіки та права, Львівського інституту менеджменту та Харківського центру науково-технічної та економічної інформації.

Згідно з даними НКЦПФР станом на 31.12.2011 видано 34 576 сертифікатів на здійснення професійної діяльності на фондовому ринку, продовжено – 10 654 сертифікати, у тому числі в 2011 р. видано 1 758 сертифікатів, продовжено – 1 135 сертифікатів. В 2010 р. найбільше фахівців отримали сертифікати за напрямом торгівлі цінними паперами – 1363, таке лідерство тримається вже протягом

14 років. Потрібно відмітити значне зменшення підготовки спеціалістів з ведення реєстрів власників іменних цінних паперів з 2186 у 1997 р. до 29 у 2010 р. Це пояснюється зменшенням кількості реєстраторів та зниженням попиту на їх послуги.

**Таблиця 5.7 – Підготовка та атестація фахівців з питань фондового ринку за відповідними спеціалізаціями з 1996 по 2010 р.**

Рік	Реєстратори		Торговці		Депозитарії (зберігачі)		Організатори торгівлі		Управляючі активами	
	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано
1996	1 359	1 458	–	13	6	76	–	–	–	–
1997	2 186	3 210	1 905	2 688	260	413	25	31	–	–
1998	865	907	1 232	1 349	400	368	–	–	–	–
1999	628	995	1 032	1 313	174	272	42	59	–	–
2000	403	529	7 745	876	163	185	–	1	–	–
2001	425	454	752	785	129	149	30	38	–	–
2002	1 766	2 014	2 018	2 197	374	439	31	40	75	72
2003	559	586	1 048	1 073	275	276	14	16	255	250
2004	859	895	1 020	1 041	287	307	38	37	251	247
2005	1 412	1 539	1 805	1 917	465	509	44	51	474	465
2006	684	701	1 500	1 477	481	488	19	19	754	739
2007	1 311	957	2 515	1 728	740	674	36	36	980	925
2008	1 529	1 016	3 137	1 887	618	732	38	42	809	945
2009	852	478	1 863	1 131	629	670	24	22	335	403
2010	29	35	1 363	1 460	423	485	29	35	463	555

**Таблиця 5.8 – Підготовка та атестація фахівців з фінансового моніторингу за відповідними напрямками, осіб**

Роки	Фінмоніторинг		Бухоблік	
	Підготовлено	Атестовано	Підготовлено	Атестовано
2007	1 370	1 515	448	526
2008	1 345	1 672	274	266
2009	1 070	1 471	49	52
2010	607	807	236	236

Якщо перекваліфікація та навчання є обов'язковими для тих спеціалістів, які входять до компетенції регулювання НКЦПФР, то на всіх інших сегментах фінансового ринку така обов'язковість відсутня, але державні установи укладають договори про співробітництво з різними навчальними закладами. Так, Нацкомфінпослуг уклала договори із шістьма навчальними закладами, а НБУ – із двома закладами та п'ятьма їх філіалами, що входять до структури самого регулятора.

Особливо хотілося б відмітити налагоджену роботу в питаннях підвищення рівня ефективності роботи кожного працівника, одного із провідних державних банків – АТ “Ощадбанк”. Протягом багатьох років у банку працює комплексна система професійного навчання персоналу. У центральному апараті плідно функціонує центр підготовки спеціалістів управління по роботі з персоналом, основними завданнями якого є забезпечення ефективного та комфортного проведення навчання з метою підвищення рівня професійних знань працівників системи АТ “Ощадбанк” та вдосконалення їхньої професійної майстерності.

До викладання залучаються лектори з Національного банку України, Державної податкової адміністрації, Міністерства юстиції та інших організацій, а також висококваліфіковані та досвідчені фахівці структурних підрозділів центрального апарату банку. У 2011 р. при вищих навчальних закладах підвищив кваліфікацію 271 працівник. Підвищення кваліфікації персоналу та оцінка персоналу здійснювались також за допомогою системи дистанційного тестування та навчальних курсів (СДТНК). Система розміщена на корпоративному порталі банку, є доступною для всіх працівників, принципи її роботи ґрунтуються на технологіях Інтернет-ресурсів.

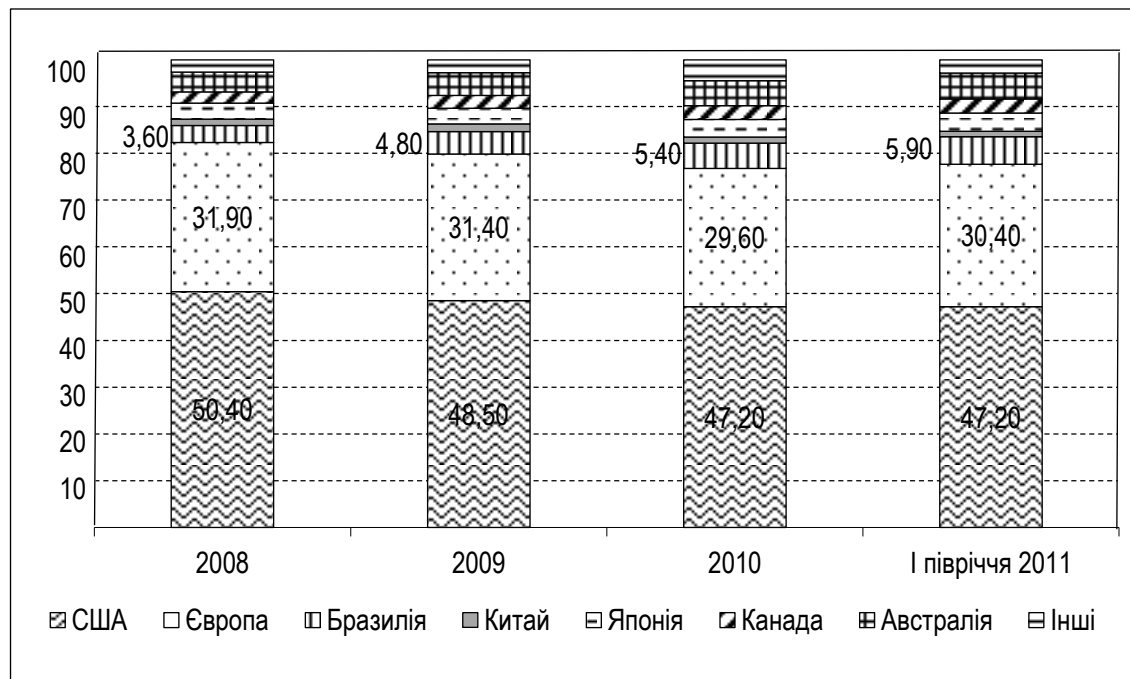
Такою зацікавленістю до суб'єктів науково-дослідної інфраструктури не вирізняється жоден із існуючих банків України.

Але, звичайно, головною причиною низького рейтингу навчальних закладів є ще й те, що вони надають послуги, що задовольняють лише одну із виділених нами потреб.

Наприклад, такий найважливіший інфраструктурний фінансовий інститут, як компанія з управління активами (рейтинг 0,08), міг би входити в рейтинг і до вищої категорії, але він поки що не отримав в Україні достатньої популярності, оскільки переважна більшість таких установ позиціонуються як виключно надавачі однієї послуги – управління активами фондів (пайових, корпоративних, недержавних пенсійних).

Говорячи про значення і вплив КУА на формування фінансового ринку та його інфраструктури, необхідно відмітити, наскільки розвиненими є ці установи та фонди, якими вони управляють. Рисунок 5.3

демонструє питому вагу, яку займають інститути спільного інвестування у світовому співвідношенні за період 2008 р. – I півріччя 2011 р.



**Рисунок 5.3 – Частка ІСІ у світовому співвідношенні за період 2008 р. – I півріччя 2011 р., %**

У всьому світі послуги КУА вже багато років користуються попитом у населення і в юридичних осіб. Висока популярність і темпи розвитку індустрії спільного інвестування в розвинутих країнах пояснюються високою прибутковістю в умовах помірних ризиків за рахунок диверсифікації та професійного управління інвестиційними ресурсами, а також, як правило, наявними перевагами в оподаткуванні. Україна в цьому процесі поки що відстає не тільки від розвинутих країн, але і від тих, що розвиваються (табл. 5.9).

Слід зазначити, що у світовому масштабі активи інвестиційних фондів під час кризи втратили 25 % своєї вартості, переживши пік падіння у IV кварталі 2008 року і майже відновили докризовий рівень вартості активів по закінченні 2010 року. Це свідчить про достатньо високий рівень довіри інвесторів до фондів спільного інвестування у світі, що, в свою чергу, створює певні передумови для нарощування популярності даного сегмента фінансового ринку в Україні у разі запозичення європейського досвіду організації та регулювання ринку спільного інвестування. Нарощування обсягів активів перш за все свідчить про прибутковість ІСІ, що не можна сказати про вітчизняний ринок.

**Таблиця 5.9 – Вартість чистих активів фондів ІСІ за період 2008 р. – I півріччя 2011 р., млрд дол. США**

Країна	Вартість чистих активів фондів, млрд дол. США				Відхилення (+/-), млрд дол. США	Відхилення, %
	2008 р.	2009 р.	2010 р.	I півріччя 2011 р.		
Україна	0,001	0,0009	0,001	0,002	0,001	100,00
Росія	0,002	0,003	0,003	0,004	0,002	100,00
Великобританія	0,504	0,729	0,854	0,895	0,391	77,58
Німеччина	0,238	0,317	0,333	0,357	0,119	50,00
США	9,603	11,120	11,820	12,238	2,635	27,44
Бразилія	0,479	0,783	0,980	1,055	0,576	120,25
Японія	0,575	0,661	0,785	0,816	0,241	41,91
Китай	0,276	0,381	0,364	0,353	0,077	27,90
Індія	0,062	0,130	0,111	0,098	0,036	58,06
Туреччина	0,015	0,019	0,019	0,019	0,004	26,67

Таким чином, говорячи про вплив КУА на формування фінансового ринку та отримання ними досить низької рейтингової оцінки значимості суб'єктів інфраструктури фінансового ринку, необхідно визначити спектр проблем, які обмежують можливості розвитку даних структур. Основними проблемами в Україні виступають:

- низький рівень довіри інвесторів до даних організацій;
- політична нестабільність у країні, що впливає на вибір джерел інвестування;
- низький рівень інформованості громадян про специфіку та основні умови діяльності ІСІ;
- проблеми, пов'язані із законодавчою базою (відсутність ефективних механізмів захисту прав міноритарних інвесторів);
- відсутність високорозвинутої системи підготовки кваліфікованих кадрів.

Відносно факторингових компаній (рейтинг 0,09) слід зауважити, що, не дивлячись на низький рейтинг, для вітчизняних факторингових компаній існують великі перспективи, адже дебіторська заборгованість має негативну тенденцію, а її питома вага у структурі оборотних активів підприємств за видами економічної діяльності постійно зростає й становить 59,2 % у 2008 р.; 61,4 % – у 2009 р. та 64,3 % – у 2010 р. Зарубіжна практика свідчить, що рівень дебіторської заборгованості в активі балансу на рівні 3 % є її критичною межею. В Україні струк-

тура оборотних активів оптимальною вважається тоді, коли частка дебіторської заборгованості не перевищує 20 %. Але питома вага дебіторської заборгованості в структурі оборотних активів перевищує її рекомендовану величину майже у 3 рази.

Обсяги здійснення факторингових операцій у розрізі країн світу свідчать про домінування країн Європи, зокрема тих, які стали ініціаторами створення Європейського форуму. В кожному регіоні існують країни-лідери за кількістю факторингових компаній та здійсненню ними визначених операцій та країни-аутсайтери (табл. 5.10).

Звичайно, обсяги міжнародного факторингу значно менші, ніж внутрішнього, що обумовлено порівняно нещодавнім його запровадженням у міжнародну практику. Однак варто наголосити на тому, що за досліджуваний період – з 2005 по 2011 р. – обсяги міжнародного факторингу зросли у 2,5 рази, а внутрішнього – лише у 1,5 рази. Таке зростання відбулося перш за все у Німеччині, Малайзії та інших країнах. У Кореї та Гондурасі факторингові компанії здійснювали виключно зовнішні операції, на відміну від Нової Зеландії, де здійснюються лише внутрішні. Це свідчить про значний потенціал застосування факторингових операцій, особливо для країн, що розвиваються, які мають проблеми із фінансуванням зростаючих обсягів зовнішньоекономічної діяльності. Серед європейських країн провідну роль у цій галузі відіграє Великобританія.

Якщо говорити про Україну, то станом на 31.12.2011 у Державному реєстрі фінансових установ містилася інформація про 110 фінансових компаній, які мають право надавати послуги факторингу, але фактично таку діяльність ведуть 25 компаній. Саме в цьому і полягає основна проблема більшості інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку України, тобто кількість не завжди означає якість.

**Таблиця 5.10 – Максимальні та мінімальні обсяги факторингових операцій в розрізі регіонів за країнами в 2011 р., млн євро**

Країна	Кількість факторингових компаній	Внутрішні операції	Зовнішні операції	Всього
<b>Європа</b>				
Великобританія	42	249 664	18 416	268 080
Німеччина	100	119 120	38 140	157 260
Росія	33	20 944	230	21 174
Україна	25	933	22	955
Люксембург	1	177	3	180

Продовження таблиці 5.10

Країна	Кількість факторингових компаній	Внутрішні операції	Зовнішні операції	Всього
Боснія та Герцеговина	1	30	15	45
Всього	610	1 025 558	192 253	1 217 811
<b>Америка</b>				
США	300	90 000	15 000	105 000
Бразилія	1 112	45 580	43	45 623
Панама	17	700	0	700
Гондурас	1	0	30	30
Всього	1 685	189 863	17 309	207 172
<b>Африка</b>				
ПАР	5	21 238	140	21 378
Марокко	4	1 226	180	1 406
Єгипет	4	100	100	200
Маврикій	1	127	0	127
Всього	18	22 988	463	23 451
<b>Азія</b>				
Китай	30	229 952	44 918	274 870
Корея	10	0	8 087	8 087
Малайзія	30	840	210	1 050
Індонезія	1	0	3	3
Всього	164	444 828	64 060	508 888
<b>Австралія та Нова Зеландія</b>				
Австралія	19	57 300	191	57 491
Нова Зеландія	7	600	0	600
Всього	26	57 900	191	58 091
Разом у світі	2 503	1 741 137	274 276	2 015 413

Як уже зазначалося, протягом останніх семи років беззаперечним лідером у здійсненні факторингових операцій залишаються факторингові компанії Європи, на які припадає близько 60 % світового факторингу (табл. 5.11).



**Таблиця 5.11 – Динаміка світових обсягів факторингових операцій за регіонами в 2005–2011 рр., млн євро**

Регіон	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р.	2010 р.	2011 р.
Європа	715 471	806 958	932 264	888 528	876 649	1 045 069	1 217 811
Америка	135 240	140 493	149 673	154 195	142 013	185 357	207 172
Африка	6 237	8 513	10 705	13 263	14 917	16 686	23 451
Азія	135 470	149 606	174 244	235 418	209 991	355 602	508 888
Австралія та Нова Зеландія	23 730	27 573	33 780	33 246	40 110	45 515	58 091
Всього	1 016 148	1 133 143	1 300 666	1 324 650	1 283 559	1 648 229	2 015 413

У 2001–2004 рр. друге місце у здійсненні факторингу належало факторам Америки, однак надалі бурхливий розвиток фінансового ринку в країнах, що розвиваються, перш за все, в Азійському регіоні, призвів до певного перерозподілу світового ринку факторингу. На сьогоднішній день ці країни випереджають країни Америки в наданні послуг факторингу.

Відносно низька рейтингова оцінка учасників другого рівня депозитарної системи обумовлена, з одного боку, вузьким спектром наданих послуг, що задовольняють невелику кількість потреб (потреба в отриманні інформації та потреба в захисті прав учасників фінансового ринку), а з іншого – кризовим станом значної частини підприємств, що мають внаслідок цього наміри виведення своїх цінних паперів на фондовий ринок та, відповідно, незначну кількість здійснених операцій з цінними паперами.

Також невисокий рейтинг отримали ломбарди, пункти обміну валюти та управителі ФОН та ФФБ. Всі інфраструктурні суб'єкти, що відносяться до третьої групи за рейтингом, мають однакові причини такої невисокої рейтингової оцінки.

Досить велика група суб'єктів інфраструктури фінансового ринку має середній рейтинг від 0,210 до 0,292. До них належать як інститути кредитного ринку (кредитні спілки та кредитні брокери (агенти), лізингові та фінансові компанії, бюро кредитних історій та Фонд гарантування вкладів фізичних осіб), так і суб'єкти фондового і валютного ринку (депозитарії та валютні біржі). Свій вплив на розвиток всіх сегментів фінансового ринку з даної групи мають СРО та рейтингові агентства.

При визначенні рейтингової оцінки інфраструктурним суб'єктам фінансового ринку цікавим виявився той факт, що отримані фондовою та валютною біржами бали значно різняться. В отриманому рейтингу

переважає фондова біржа (рейтинг 0,4) на відміну від валютної (рейтинг 0,256). Адже, як виявляється, основу інфраструктури валютного організованого ринку в Україні складає міжбанківський валютний ринок, який на початку свого розвитку був представлений уже згаданою нами раніше УМВБ. Дана біржа на сьогодні більш значну роль відіграє на фондовому ринку. Тому “пограти” з валютою учасники ринку можуть на позабіржовому ринку Forex, де здійснюється винятково спекулятивна торгівля валютою через банки або дилінгові центри, яка ведеться з використанням “кредитного плеча”, тобто маржинальна торгівля валютою. Головною особливістю міжнародного валютного ринку Forex є торгівля через мережу Інтернет.

За даними Всесвітнього банку міжнародних розрахунків, щоденний обсяг операцій на цьому ринку у 2010 році становив 4 трлн. дол. США.

Спекулятивні операції з валютою здійснюють у разі певних коливань тієї чи іншої валюти. При настанні стабільності в економіці курс іноземної валюти є стабільним, тому привабливість заощаджень у валюті буде неминуче падати, переключаючи увагу учасників ринку на інші сегменти фінансового ринку.

Тому навіть за повноцінного існування в Україні валютної біржі учасники фінансового ринку могли б задовольнити лише частину існуючих потреб.

Якщо при первинному розгляді роль валютних бірж, виражена рейтинговою оцінкою, могла здатися заниженою, то роль торговців цінними паперами, навпаки, завищеною (особливо у зв'язку з їх масовим банкрутством та виходом із ринку після загострення фінансової кризи). Але в цьому є і свій позитивний ефект, зокрема: сформувалася об'єктивна тенденція укрупнення найменш постраждалих від кризи компаній за рахунок поглинання ними слабших конкурентів, а також поліпшення якості надаваних послуг. Ключовими факторами розвитку торгівлі є підвищення якості брокерського сервісу, професійної етики, ризик-менеджменту в компанії, адже більшість торговців цінними паперами виступають дилерами та маркет-мейкерами на ринку. У докризові часи більшість компаній намагалися радити інвесторам купувати цінні папери вітчизняних емітентів без особливого аналізу, виключно з розрахунком на їх початкову недооцінку і пов'язане з цим неминуче зростання котирувань. В умовах гострого дефіциту коштів в інвесторів і динамічно мінливого фінансово-економічного стану емітентів відповідальність за прийняття інвестиційних рішень набагато зростає, що передбачає необхідність науково обґрунтованого підходу до стратегічного і оперативного маркетингу ринку цінних паперів.

Характерно, що торговці цінними паперами є невід'ємною частиною інфраструктури функціонування фондових бірж, які отримали одне із найвищих місць у рейтингу та входять до першої групи рейтингової оцінки (друге місце після банків із рейтингом 0,40).

Звідси можна зробити висновок про те, що можливість та перспективи роботи на фондовому ринку як з точки зору розміщення тимчасово вільних коштів, так і з точки зору мобілізації фінансових ресурсів шляхом продажу своїх цінних паперів представляють інтерес для широкого кола учасників. В той же час для багатьох суб'єктів фінансового ринку цей інтерес поки що є абстрактним через недостатність вільних грошових коштів та неготовність до розкриття інформації при емісії цінних паперів відповідно до законодавства. Тим не менш, досить високий рейтинг розглянутих інститутів фондового ринку (фондових бірж та торговців цінними паперами) свідчить про наявність хороших перспектив розвитку цих інфраструктурних елементів і, певною мірою, про формування тенденції зміцнення зв'язку фондового ринку з реальним сектором економіки.

Іншою, на наш погляд, повинна бути оцінка рейтингів лізингових компаній. Справа в тому, що, наприклад, можливості лізингових технологій у залученні інвестицій з метою оновлення виробництва та придбання товарів дуже привабливі як для підприємств, так і для фізичних осіб [51].

Одним із найрозвинутіших світових ринків лізингових послуг є європейський ринок, який представлений більшістю країн, що мають об'єднання лізингодавців, які є членами Європейської федерації асоціацій лізингових компаній (табл. 5.12).

Дослідження показує, що лізинговий бізнес в Європі зростає із року в рік, склавши 8,17 % в 2011 р. в порівнянні з 2009 р. А от кількість укладених угод зменшилася майже на 1 %.

Лідером у цій галузі виступає Німеччина із показником 182 036 млн євро, де було укладено і найбільшу кількість угод – 1 350 205. Серед лідерів знаходяться і такі країни, як Великобританія, Італія, Франція. Не досить розвинутий ринок лізингових послуг існує у Словенії, Словачії, Латвії, Румунії, Естонії, Болгарії та Україні, не дивлячись на зростання кількості укладених угод. Хоча фінансовий лізинг міг би стати альтернативою банківським кредитам у період кризи та високих кредитних ризиків.

Протилежна ситуація склалася у Швеції, де кількість укладених угод зменшилася аж на 15 %, а обсяг ринку зріс майже на 28 %.

Підвищилася увага до лізингу і в Росії. Ряд важливих рішень, прийнятих на державному рівні, дозволив розвиватися лізинговому ринку в цій країні.

**Таблиця 5.12 – Загальний обсяг ринку лізингу країн Європи за 2009-2011 рр.\***

Країна	Роки						Відхилення, % 2011 р. / 2009 р.	
	2009		2010		2011		обсяг угод, млн євро	кількість угод, од.
	обсяг угод, млн євро	кількість угод, од.	обсяг угод, млн євро	кількість угод, од.	обсяг угод, млн євро	кількість угод, од.		
Австрія	30 256,99	170 565	30 625,32	174 098	31 342,16	185 187	3,59	8,57
Бельгія	15 393,80	73 066	23 111,27	82 013	24 564,38	83 250	59,57	13,94
Болгарія	3 144,93	н/д	2 517,08	н/д	2 409,71	н/д	-23,38	–
Швейцарія	20 210,81	200 352	22 651,79	216 620	26 769,30	232 997	32,45	16,29
Чехія	11 217,67	53 332	11 238,22	49 041	11 663,15	53 280	3,97	-0,10
Німеччина	183 610,00	1 282 237	177 300,00	1 285 160	182 036,00	1 350 205	-0,86	5,30
Данія	17 635,04	н/д	17 353,54	н/д	18 023,25	н/д	2,20	–
Естонія	2 649,20	17 009	2 202,00	20 000	2 436,00	35 000	-8,05	105,77
Іспанія	55 177,32	111 830	53 461,80	171 306	45 845,98	149 073	-16,91	33,30
Фінляндія	11 260,00	55 924	11 124,00	82 821	11 804,00	92 455	4,83	65,32
Франція	115 979,00	1 243 381	111 874,00	965 336	115 650,00	993 288	-0,28	-20,11
Греція	10 075,21	н/д	1 188,96	н/д	8 427,07	3 281	-16,36	–
Італія	156 528,00	410 421	157 579,00	420 969	145 836,00	454 137	-6,83	10,65
Люксембург	755,80	н/д	737,00	н/д	843,00	н/д	11,54	–
Латвія	2 080,94	н/д	1 609,58	н/д	1 719,36	н/д	-17,36	–
Голандія	18 024,00	159 100	16 130,40	165 600	17 499,00	220 726	-2,91	38,73
Норвегія	13 105,59	29 503	12 393,47	31 890	16 336,38	36 830	24,65	24,84
Польща	17 499,31	183 750	20 688,04	214 956	23 681,12	231 287	35,33	25,87
Португалія	22 796,00	90 498	22 447,00	106 618	18 037,00	74 982	-20,88	-17,15
Румунія	5 891,91	44 138	4 086,92	30 592	3 539,27	38 375	-39,93	-13,06
Росія	н/д	н/д	40 483,92	62 500	63 618,08	н/д	–	–
Швеція	28 756,11	343 220	34 591,76	303 680	36 767,26	291 428	27,86	-15,09
Словенія	4 811,55	38 230	4 640,00	40 029	4 350,46	42 014	-9,58	9,90
Словакія	4 989,00	28 280	4 909	32 271	5 079,00	30 705	1,80	8,58
Україна	2 967,00	3 007	1 417,29	3 507	1 843,55	8 772	-37,87	191,72
Великобританія	130 651,90	н/д	136 960,27	н/д	137 449,88	н/д	5,20	–
Разом	885 467,08	4 652 396	923 646,61	4 459 007	957 802,85	4 607 272	8,17	-0,97

\* - дані включають діяльність лізингових компаній, що є членами об'єднань та асоціацій тієї чи іншої країни

На найвищих щаблях рейтингу інфраструктурних елементів фінансового ринку знаходяться консалтингові компанії. Їх розташування в першій групі пов'язане з розвитком управлінського (в першу чергу фінансового) консалтингу як інфраструктурного елемента, що інтегрує діяльність підприємств реального сектора економіки, фінансових інститутів та потенційних інвесторів і значною кількістю видів послуг, що надаються ними та можуть задовольнити потреби учасників фінансового ринку. Потреба в цих установах стрімко зростала, хоча криза дещо відкоригувала їх напрями діяльності. Основними найбільшими компаніями в цьому напрямі є світові лідери, які мають свої представництва і в Україні – компанії “великої четвірки”, до якої входять: Ernst & Young, Pricewaterhouse Coopers, Deloitte та KPMG. Аудит, податково-юридичні послуги, консалтинг та супровід угод є традиційними послугами компаній “великої четвірки”.

Розвиток такого виду бізнесу (на прикладі компаній “великої четвірки”) в світі та в Україні в 2010 році характеризується даними наведеними в таблиці 5.13.

**Таблиця 5.13 – Показники діяльності найбільших аудиторсько-консалтингових груп світу та їх представництв в Україні в 2010 р.**

Назва компанії	Україна				Світові показники			
	Виручка, млн дол.		Персонал	Партнери	Виручка, млрд дол.		Персонал	Партнери
	2009 р.	2010 р.			2009 р.	2010 р.		
Deloitte	24,0	12,7	350	15	26,1	29,0	169 587	9 538
Pricewaterhouse Coopers	41,2	35,0	413	10	26,1	26,6	161 718	8 625
Ernst & Young	40,0	33,0	500	14	21,4	21,3	140 964	8 603
KPMG	19,1	13,2	300	8	20,6	20,1	137 835	8 100

Як видно з таблиці 5.13, роки кризи пройшли нелегко практично для всіх консалтингових компаній. Виручка деяких із них на вітчизняному ринку зменшилася майже наполовину. Представництва компаній “великої четвірки” в Україні відреагували на кризу по-різному. Наприклад, Deloitte переглянула свої витрати і стала більше уваги приділяти швидкості роботи. PricewaterhouseCoopers застосувала методи для збереження клієнтського портфеля, адже для консалтингових та аудиторських компаній частка на ринку – це один із важливих критеріїв.

Досить важко оцінити ринкову частку тієї чи іншої компанії, що спеціалізується на наданні консультаційних послуг. Але за оцінками

експертів, частка Ernst & Young приблизно 35 %, на другому місці PWC – 25 %, потім Deloitte – 25 % і 15 % у KPMG. Що стосується інших практик, то залежно від специфіки кожної компанії “великої четвірки” падіння попиту на послуги виявилось досить фрагментарним. Деякі послуги стали зовсім непотрібні, а попит на інші істотно впав. Найбільше постраждав сегмент послуг з супроводу угод. Наприклад, скорочення бізнесу Ernst & Young у сфері супроводження угод склало 20–25 %. В результаті структура доходів компаній “великої четвірки” змістилася у бік затребуваного аудиту та альтернативних послуг.

Взагалі, клієнтами компаній “великої четвірки” є найбільші вітчизняні корпорації та підприємства, державні установи, фінансові компанії та установи банківського сектора.

Можна передбачити подальше зростання попиту на фінансовий консалтинг, тому що використання послуг консалтингових компаній дає можливість учасникам ринку правильно вибудовувати свої взаємини з основними інфраструктурними елементами фінансового ринку, без чого важко розраховувати на успішне вирішення проблеми залучення ресурсів для свого розвитку. При цьому, маючи репутабельний імідж, консалтингові компанії здатні взяти на себе і роль промоутера у взаємодії з фінансовою інфраструктурою. У ряді випадків лобювання інтересів клієнта такою консалтинговою компанією достатнє для позитивного вирішення проблеми банківського кредитування або успішного розміщення емісії цінних паперів.

Правильна і зворотна логіка міркувань, відповідно до якої консалтингові компанії здійснюють реінжиніринг інфраструктурного елемента фінансового ринку, надають йому сприяння в мобілізації додаткових фінансових ресурсів і допомагають вибрати перспективний об’єкт інвестування з числа своїх клієнтів у реальному секторі економіки.

### **5.3 Характеристика матриці розвитку фінансового ринку на основі інформаційної та операційної ефективності**

З точки зору теорії розвитку, відомо, що фінансовий ринок формується поступово і відіграє важливу роль у зростанні відкритої ринкової економіки. Чим глибше розвиток ринків, тим вище довгострокові темпи зростання. У конкурентній економіці фінансовий ринок є центром прийняття найбільш ефективних інвестиційних рішень, що забезпечують міжгалузевий перелив капіталу, і єдиним інструментом збереження і примноження національних заощаджень.

Досить часто, говорячи про розвиток фінансового ринку, мають на увазі його ефективність. Ефективність фінансового ринку є однією з центральних ідей його функціонування. Також існують думки щодо його розвитку про те, що чим розвинутіша буде його інфраструктура та її суб'єкти, тим розвинутішим буде сам ринок. Але знову ж таки, на відміну від поняття ефективності ринку, це тільки припущення, і особливих розробок та досліджень у цьому напрямі не існує. Тому розгляд питання ефективності фінансового ринку безпосередньо має відношення до нашого дослідження. Але така ефективність повинна бути взаємопов'язана із розвитком інфраструктури самого ринку.

Насамперед, потрібно зазначити, що зміст поняття “ефективність фінансового ринку” має дискусійний та неоднозначний характер, а в наукових економічних колах існують значні розбіжності щодо його тлумачення.

Дефініція “ефективність” є однією з найбільш важливих і одночасно слабо вивчених категорій у сучасній науці. На нашу думку, найбільш точне визначення економічної ефективності наводить Л. І. Лопатніков, який стверджує, що економічна ефективність – це здатність системи (не лише економічної, а й інших, наприклад, технічної, соціальної) у процесі її функціонування здійснювати економічний ефект (потенційна ефективність) і дійсне створення такого ефекту (фактична ефективність). При функціонуванні економічних систем завжди спостерігається деякий розрив між їх потенційною і фактичною ефективністю, що свідчить про дію гальмівних чинників – таких, як неоптимальний розподіл ресурсів, недосконалість економічних стимулів, недостатня якість виконання прийнятих рішень [95].

В той же час в економічній літературі існують різноманітні теорії ефективності ринку, але вони ґрунтуються, як правило, на наявності тієї чи іншої інформації відносно товару, який є на ринку.

Розглянемо більш детально основні теорії (гіпотези) ефективності ринку. Одна з перших гіпотез ефективного ринку була висунута французьким математиком Луї Башельє на початку ХХ ст. В його гіпотезі мова йшла про концепцію “випадкових блукань” або “ходіння наосліп”, яку він запропонував, коли аналізував прибутки, які одержували інвестори від володіння фінансовими інструментами.

Наступною роботою у цій галузі є дослідження англійського статистика Моріса Кендалла, який у своїх працях (1953 р.) стверджував, що рух цін на фондовому ринку не має ніяких тенденцій. Ціни розвиваються сумбурно, їх коливання вгору чи вниз відбуваються незалежно від минулих періодів. Дані, які одержав М. Кендалл, показували, що передбачити майбутній рух цін на акції неможливо і поведінка ін-

весторів суперечить всім логічним діям і правилам, а фондовий ринок є ірраціональним. В середині ХХ ст. з'явилися різноманітні варіанти теорії блукань, кожен з яких доводив, що неможливо прогнозувати ціни і прибутки на ринку капіталів.

Дещо пізніше з'являються концепції, які розмежовують короткострокові і довгострокові коливання цін. Деякі автори цих концепцій відзначали, що гіпотеза “ходіння наосліп” більшою мірою стосується довгострокового періоду, у короткостроковому періоді можна якоюсь мірою передбачити рух цін. Зазначалося також, що можна вгадувати рух цін акцій певного підприємства відносно руху акцій інших підприємств.

В той же час існують також критичні підходи до теорії “ходіння наосліп”. Вони полягають у тому, що якщо припустити, що всі інвестори мають однакову інформацію про майбутнє зростання цін на акції певної компанії, то вони одночасно подадуть заявки своїм брокерам негайно купувати ці акції, що призведе до зростання поточної ціни. У випадку, коли куплені акції були переоцінені, тобто прибуток за ними не був настільки високим, щоб купувати їх на великі суми, інвестори негайно дадуть заявки брокерам продати ці акції, і ціна на них упаде до рівня, що відповідатиме співвідношенню між ризиком і прибутком [190].

З урахуванням попередніх досліджень теоретики дійшли висновку, що на ціни впливає інформація, яка з'являється на ринку і яку одержують інвестори, але її важко передбачити, тому визначити рух цін у майбутньому досить важко. Але ідея про значення існуючої інформації для визначення поведінки інвестора розвивається. Конкуренція між інвесторами відбувається щодо питань одержання інформації про фінансові активи. Ті, хто першими отримують інформацію, перебувають у кращих умовах, тобто “йдуть попереду ринку”. Можливість передбачити ціни залежить саме від того, чи володіє інвестор достатньо докладною і правдивою інформацією про фінансові інструменти, які він бажає купити (або продати).

Про те, що збір інформації повинен приносити прибуток, висловилися американські економісти С. Гроссман і Джозеф Е. Стігліц. Іншими дослідниками було зроблено висновок про необхідність розвитку інформаційної підсистеми інфраструктури фінансового ринку, яка б здійснювала збір, опрацювання й аналіз інформації, а продаж цієї інформації зменшував би витрати її користувачів.

Як висновок відносно попередніх різноманітних гіпотез в цьому питанні у 1965 році з'явилося дослідження чиказького економіста Юджина Фама про те, що найефективнішим є ринок, який має всю



доступну інформацію. На основі цих досліджень виникла так звана гіпотеза (теорія) ефективного ринку, яка становить особливий інтерес з погляду вивчення не тільки фінансового ринку, а й загальної теорії фінансів.

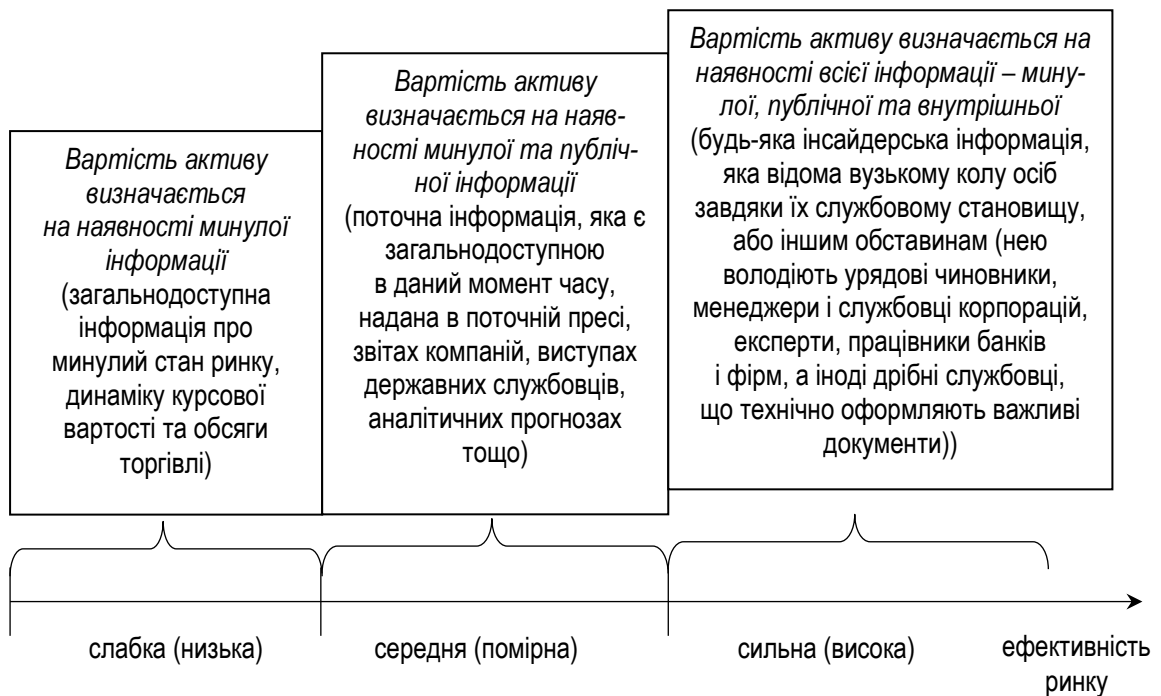
Гіпотеза ефективного ринку є однією з основних і найбільш дискусійних сучасних фінансових концепцій. Вона піддавалась різноманітній гострій критиці, її заперечували, доводили її крах, сприймали з певними доповненнями. Хотілося б відмітити, що на основі її критики відбулися зміни парадигми (умоглядної моделі, на підставі якої розглядаються й аналізуються явища і події в глобальному аспекті). Взагалі, у фінансовій літературі гіпотезу ефективності ринку часто спотворювали. Зокрема, окремі автори висловлювалися про те, що гіпотеза ефективного ринку передбачає прогнозування цін і доходів. Вона полягає не в тому, що ринок працює узгоджено, укладання угод відбувається чітко і швидко. Ефективність у даному випадку розуміється у більш загальному плані – вона включає інформаційну ефективність, яка визначається обсягом та значенням отриманої інформації. Тому, на нашу думку, згідно з даною теорією ми повинні говорити більше про інформаційну ефективність фінансового ринку, а не ринкову ефективність в цілому.

Теорія ефективності ринку стверджує, що в ринковій ціні вірно і майже без затримки відображається вся відома інформація і всі очікування учасників ринку. З теорії також випливає, що будь-який аналіз – фундаментальний або технічний – не може істотно допомогти збільшити прибутковість операцій, оскільки ціни відображають всю наявну інформацію, а надходження нової інформації відбувається випадковим чином. Тобто будь-які нові дані беруть до відома і аналізують інвестори, і ці дані (як нові, так і отримані раніше) знаходять точне відображення в ринковій ціні. Минулі дані ніяк не можуть вплинути на майбутні ціни, отже вивчення історичних даних за допомогою фундаментального або технічного аналізу абсолютно марне.

Але в обох положеннях теорії не враховано, що очікування дуже багатьох інвесторів ґрунтуються на минулих цінах (внаслідок використання технічних індикаторів та інформації про успіхи компанії в минулому, аналізу галузевих тенденцій і стану вторинного ринку і т.д.). А якщо ціни визначаються очікуваннями інвесторів, здається очевидним, що минулі ціни дійсно справляють істотний вплив на майбутні.

Отже, гіпотеза ефективного ринку може бути сформульована таким чином: ринок є ефективним відносно будь-якої інформації, якщо вона відразу і повністю відбивається в ціні активу.

За розглянутою гіпотезою розрізняють три форми ефективності ринку відповідно до отриманої інформації: слабку, середню та сильну, які засновані на різних ступенях отримання інформації (рис. 5.4).



**Рисунок 5.4 – Три форми ринкової ефективності згідно з теорією ефективності ринку Ю. Фама**

Отже, з рисунка 5.4 видно, що за гіпотезою ефективного ринку Ю. Фама прийнято розрізняти три форми ринкової ефективності:

1. Слабка (низька) форма ефективності. Дана форма ефективності існує, якщо вартість ринкового активу повністю відображає минулу інформацію, що стосується даного активу (загальнодоступна в даний момент часу інформація про минулий стан ринку, перш за все щодо динаміки курсової вартості та обсяги торгівлі фінансовим активом). Якщо це припущення вірне, то інформація про історичні тенденції зміни цін тих чи інших фінансових активів (незалежно від того, чи йде мова про тенденції минулого тижня або останніх 50 років) не має ніякої цінності при виборі об'єкта інвестування. Тому що той факт, що протягом останніх трьох днів ціна якоїсь акції зростала, ніяк не допомагає спрогнозувати її завтрашню ціну. Інформація про минулий рух ринку зазвичай використовується технічними аналітиками для визначення "сигналів" негайної купівлі та продажу цінного папера. Але така інформація не придатна для розробки торговельної стратегії. Для вирішення питання про застосування даної форми ефективності

до фінансового ринку необхідні були емпіричні перевірки за двома напрямками: перевірка наявності кореляції між змінами цін у часі та перевірка ефективності різних технічних прийомів, що використовуються при здійсненні операцій на даному ринку.

2. Середня (помірна) форма ефективності. Наявність цієї форми передбачає, якщо вартість ринкового активу повністю відображає не тільки минулу, але і публічну інформацію (поточна інформація, яка стає загальнодоступною в даний момент часу, надана в поточній пресі, звітах компаній, виступах державних службовців, аналітичних прогнозах тощо). Таким чином, якщо на фінансовому ринку існує помірна форма ефективності, немає сенсу вивчати щорічні звіти фірм та інші опубліковані статистичні дані або стежити за новинами з фінансового світу, оскільки будь-яка загальнодоступна інформація такого роду негайно відбивається на цінах акцій до того, як можна її використовувати у своїй практиці. Для перевірки реальності помірної форми ефективності використовувалися емпіричні дослідження двох типів: вивчення реакції цін на надходження нової інформації та оцінка показників прибутковості інвестицій у різних професійних менеджерів. В умовах ідеального ринку ціни повинні моментально реагувати на надходження нової інформації.

3. Сильна (висока) форма ефективності. Цей стан ринку можливий тільки в тому разі, якщо вартість ринкового активу повністю відображає всю інформацію – минулу, публічну і внутрішню (інсайдерська інформація, яка відома вузькому колу осіб завдяки їх службовому становищу, або іншим обставинам). Існує думка про те, що за сильної форми ефективності ринок має у своєму розпорядженні всю доступну інформацію. Закрита (конфіденційна) інформація проникає на ринок і має певну цінність, але вона не завжди відбивається в поточних ринкових цінах.

Отже, виходячи з проаналізованої теорії ефективності ринку, можна говорити про існування окремого, інформаційного напрямку в питанні детермінації змісту поняття “ефективність фінансового ринку”, і говорити про так звану інформаційну ефективність фінансового ринку. Ми погоджуємося із думкою банкіра-практика М. Запорожця про те, що в основі цієї теорії лежить теза про роль інформації на фінансовому ринку та його здатність “переробляти” таку інформацію та відображати її в цінах [50].

Як підсумок, хотілось би відмітити, що з практичної точки зору не існує у чистому вигляді тієї чи іншої форми ефективного ринку. Усі три форми ефективності фінансового ринку пов’язані між собою:

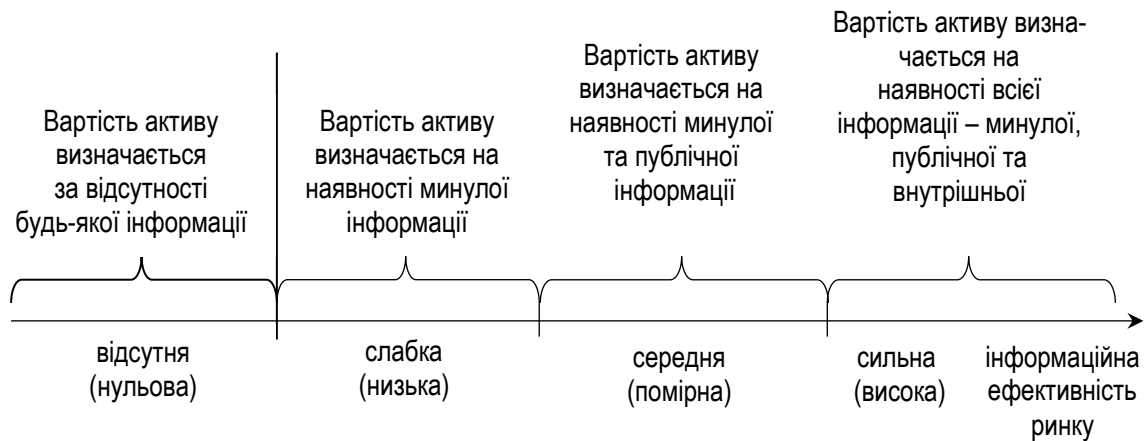
середня включає слабку, а сильна може включати середню. Якщо слабка форма інформації недостовірна, то середня форма інформованості буде помилковою.

При появі поняття ефективного ринку гіпотеза ефективного ринку погоджувалася із концепцією ефективності розподілу ресурсів. Ю. Фама зазначав, що первинна роль ринку капіталу в економіці полягає в розподілі власності на капітал. У найзагальнішому вигляді ідеалом є ринок, де ціни подають точні сигнали про розподіл ресурсів, тобто ринок, на якому компанії можуть приймати інвестиційні та виробничі рішення, а інвестори можуть вибирати серед цінних паперів ті, що представляють діяльність компаній, виходячи з припущення, що курси цінних паперів в будь-який час повністю відображають всю доступну інформацію [229].

Якщо ринкові ціни сповна відбивають інформацію, яка є в інформаційному наборі, то це і є інформаційно ефективний ринок. Якщо ринок одержує не всю, а певну частину інформації, то він не зовсім ефективний з цього погляду.

Якщо співставити такі категорії як інформаційно ефективний ринок та ефективність розподілу ресурсів, то безперечно вони подібні та певний зв'язок між ними існує. Проте, якщо говорити точніше, то інформаційно ефективний ринок не зовсім може означати ефективний розподіл ресурсів або ефективне виробництво. Саме ці концепції – інформаційної та ринкової ефективності – значно відрізняються одна від одної. Поняття ринкової ефективності нерозривно пов'язане з недосконалістю ринкової економіки, тоді як інформаційна ефективність, з практичної точки зору, передбачає відсутність будь-яких недосконалостей. Але ми стверджуємо про те, що з теоретичної точки зору, і ця думка має право на існування, можлива ситуація, коли інформаційна ефективність повністю відсутня, тобто нульова (рис. 5.5). Така ситуація можлива у випадку, коли ми маємо справу із жорсткою командно-адміністративною системою управління економікою країни або переходом від такої системи до ринкової. Адже при такому управлінні фінансовий ринок не виконує всіх своїх функцій, що стосуються акумулювання та перерозподілу фінансових ресурсів, а також торгівлі фінансовими інструментами. Необхідність у наявності інформації про об'єкти торгівлі зводиться до нуля.

Значна частина емпіричних досліджень проблем розвитку фінансового ринку була присвячена перевірці гіпотези інформаційної ефективності. З концепції ефективного ринку можна зробити декілька висновків. Основні з них наведені в таблиці 5.14.



**Рисунок 5.5 – Чотири форми інформаційної ефективності ринку**

**Таблиця 5.14 – Практична перевірка гіпотези ефективного ринку**

Теоретичне припущення	Емпіричні докази
Ціни на фінансові активи змінюються в часі відповідно до закону випадкового блукання	Частково вірно, але на фінансовому ринку спостерігається невелика позитивна автокореляція на короткостроковому відрізку часу (щоденному, щотижневому і щомісячному); в довгостроковій перспективі (3-5 років) існує тенденція повернення ринкових цін до рівноважного значення
Нова інформація швидко відбивається в цінах на фінансові активи, поточна доступна інформація не дозволяє передбачати майбутню зміну цін і отримувати додатковий дохід	Нова інформація швидко, але неоднорідно враховується в цінах; поточна інформація про ціни чинить вплив на їх рух: на фондовому ринку зростаючі акції в короткостроковому періоді продовжують своє зростання (ефект імпульсу), в довгостроковому періоді виграють акції з низьким P/E коефіцієнтом і високими балансовими показниками (ефект цінності); на ринку FOREX поточний форвардний валютний курс служить індикатором майбутнього значення обмінного курсу
Технічний аналіз не дає трейдеру ніякої корисної інформації	Технічний аналіз знаходить широке поширення серед трейдерів, що теоретично говорить про його ефективність; емпіричні докази ефективності технічного аналізу щодо високих доходів мають змішаний характер
Керуючі інвестиційних фондів не можуть систематично отримувати більші доходи, ніж в середньому по ринку	Вірно лише частково
Ціни на фінансові активи завжди відповідають фундаментальним чинникам ціноутворення	Ціни на фінансові активи значно відхиляються від рівноважних протягом тривалих періодів часу

До розглянутого визначення ефективного ринку потрібно зробити декілька критичних зауважень. Перш за все, ринкова ефективність не може виникнути в результаті спекулятивних операцій та арбітражу, що вимагають певних витрат. Якби такі операції не приносили прибуток, то вони просто припинили б своє існування. А якби це відбулося, то ми не змогли б говорити про ринкову ефективність.

Як вже зазначалося вище, існує велика кількість досліджень, в яких робилися неодноразові спроби спростувати або підтвердити гіпотезу ефективного ринку шляхом виявлення довгострокової залежності цін на ринку від попередньої динаміки, тобто відповіді на питання: чи існує “пам’ять ринку”?

Емпіричний аналіз дав неоднозначні результати. Підтримку гіпотезі ефективного ринку надали дослідження по деяких міжнародних фондових ринках: по американському ринку акцій за 1962–1987 роки; за британським фондовим ринком за 1965–1990 роки; по бразильському фондовому індексу Ibovespa; по 18 індексам промислово розвинутих країн за 1970–1992 роки, що розраховується Morgan Stanley Capital International.

Гіпотезу ефективного ринку спростували такі дослідження: фондових ринків Австрії, Італії, Іспанії, Кореї, Малайзії, Нової Зеландії та Сінгапуру за 1983–1998 рр.; оцінка прибутковості австралійського фондового ринку в 1876–1996 рр., зроблена компанією McKenzie; помісячні дані фондових ринків Японії і Китаю; щотижневі котирування 30 грецьких блакитних фішок (ASE30) [118].

За результатами цих міжнародних досліджень можна зробити висновок про те, що на фінансовому ринку ціни фінансових активів змінюються відповідно до закону випадкового блукання в наступних випадках:

- на високорозвинутих ринках, таких як США і Великобританія, де значна конкуренція інвесторів за прибутки призводить до мінімальних можливостей арбітражу і, як наслідок, випадкових коливань цін;
- в нерозвинутих країнах, де фондовий ринок ізольований від реального сектора економіки. На таких слабких ринках переважають спекулянти, що і призводить до появи броунівського руху цін;
- в інших країнах, де склалася банківськоорієнтована фінансова система, до яких входить і Україна.

Така перевірка інформаційної ефективності фінансового ринку повинна лягти в основу комплексного якісного аналізу факторів і передумов інформаційної ефективності фінансових ринків різних країн. Розгляд гіпотези ефективного ринку в сукупності з інституційним

розвитком ринку допомагає відстежити процес становлення фінансового ринку з неефективного до інформаційно ефективного, а з практичної точки зору, допомагає оцінити ефективність прийнятих органами влади заходів щодо розвитку фінансового ринку з точки зору ціноутворення.

У рамках неокласичної економічної теорії під терміном “ефективність фінансового ринку” прийнято розуміти виключно інформаційну ефективність, тобто ступінь швидкості і повноти відображення всієї інформації, що впливає на ціноутворення активів. На нашу думку, ефективність процесу обміну фінансовими активами і вигідність укладання ринкових контрактів залежить від того, наскільки добре працюють інститути, правила регулювання ринку, правова база економіки. Тобто ринкова ефективність – це результат впливу на ринок (і, в кінцевому рахунку, на процес прийняття рішення економічним суб’єктом) завдяки використанню технологій та додержання певних норм, стабільно працюючих інститутів, за допомогою яких можна досягти зниження витрат на здійснення угод. Цікаво, що неокласичні моделі ефективного фондового ринку так само, як і моделі рівноваги ринків цінних паперів та ефективного розміщення фінансових ресурсів, що з’явилися вже в кінці ХХ ст., ґрунтувалися на припущенні, що інститути регулювання фондового ринку стабільні і на ринках відсутні ризики, пов’язані з невиконанням деяких контрактів, а “правила гри” однакові для всіх учасників, тому й не розглядалася проблема ефективно функціонуючих інститутів, тим більше інститутів інфраструктури фінансового ринку.

Однак насправді це не зовсім так, особливо якщо враховувати, що регулювання фінансового ринку в різних країнах здійснюється по-різному. Крім того, не у всіх країнах інститути інфраструктури розвинуті та мають певну стабільність. У країнах з перехідною економікою вони тільки сформувалися і їх здатність повноцінно здійснювати зазначені функції викликає сумніви.

Ми вважаємо, що ефективне функціонування фінансового ринку в інформаційному суспільстві можливе тільки за умови появи інституалізованого кумулятивного профілю довіри. Потенційні учасники фінансових взаємовідносин повинні відчувати довіру до цілого ряду організацій, інститутів, що опосередковують фінансову взаємодію. В такому випадку створюється складний ланцюг: від організацій, що забезпечують технічне просування будь-якого повідомлення, що містить розпорядження та дозвіл про зняття грошей з рахунку та оплати придбаних фінансових активів, до банку, або іншої фінансової компанії, що відповідає за збереження та розпорядження коштами вкла-

дника та до установ, що приймають гроші і виконують замовлення. Саме від реалізації цього механізму і буде залежати ступінь ефективності ринку. Таким механізмом повинна виступати інфраструктура ринку. І, як уже зазначалося нами вище, на ефективність фінансового ринку тієї чи іншої країни, особливо тих, що розвиваються, впливає ринкова інфраструктура та лібералізація економіки.

Крім того, досить часто в економічній літературі використовується поняття “досконалий (розвинутий)” фінансовий ринок. Окремі науковці вважають, що такий ринок володіє наступними ознаками:

- інформація повинна бути однаково доступна і безкоштовна для всіх учасників ринку;
- суб’єкти ринку не можуть впливати на ціну фінансових інструментів;
- відсутні операційні витрати в процесі обігу фінансових активів.

Поряд з цими ознаками ми можемо додати і розвинутість інфраструктури ринку.

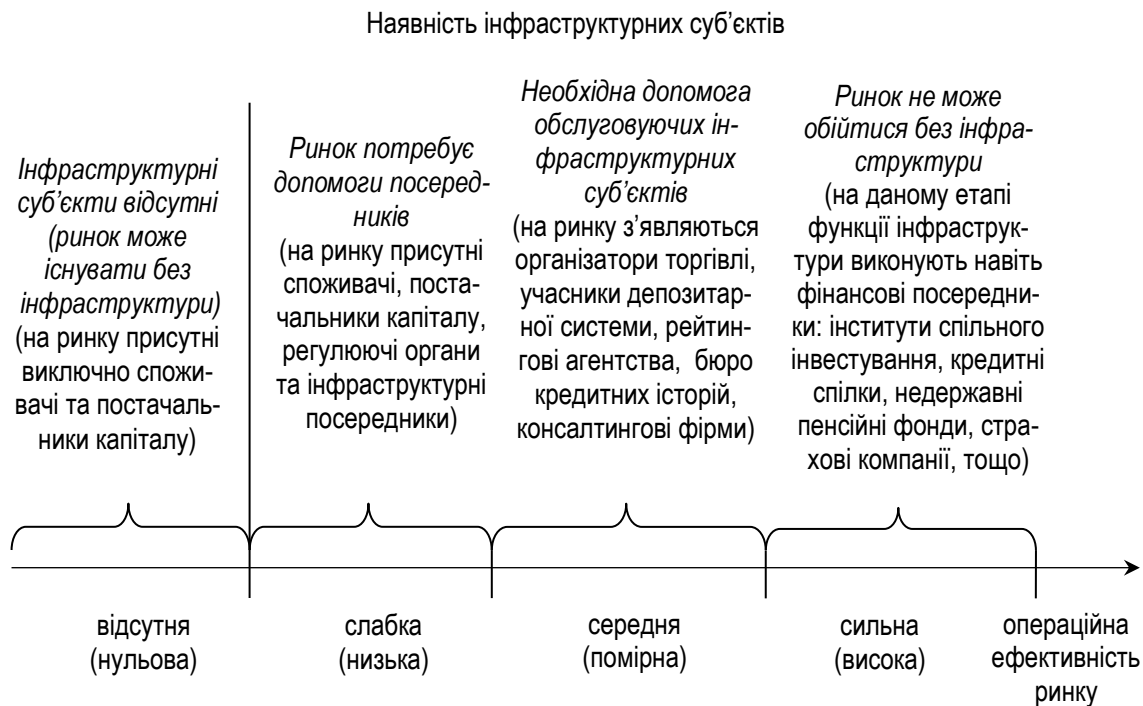
Зауважимо, що концепція досконалого фінансового ринку виглядає, швидше, як певна теоретична абстракція, умови якої навряд чи можуть виконуватися в умовах реального ринку. Втім досконалий фінансовий ринок є базисом для інших розробок, насамперед, пов’язаних з розвитком фінансового посередництва та міжнародними стандартами.

Все вищевикладене нами стосувалося інформаційної ефективності. Взагалі, існує також поняття операційної ефективності ринку, яка показує, наскільки швидко прийняті рішення про купівлю або продаж активу досягають ринку. Ми можемо говорити про те, що операційна ефективність залежить насамперед від ступеня розвитку інфраструктури фінансового ринку, а також встановлених форм взаємодії між клієнтами і інфраструктурними суб’єктами. Таким чином, якщо ринок не є ефективним з операційної точки зору, то на ньому завжди присутні інвестори, які мають переважне становище порівняно з іншими учасниками торгівлі.

Що стосується взаємозалежності таких понять як “розвинутість (досконалість) ринку” та “інфраструктура”, то слід констатувати той факт, що чим більш розвинутий ринок, тим більше інфраструктурних суб’єктів з’являється на ньому і тим сильніша буде операційна ефективність (рис. 5.6).

Як видно з рисунка 5.6, ми маємо чотири форми операційної ефективності фінансового ринку, аналогічні інформаційній ефективності, починаючи із нерозвинутого і закінчуючи високорозвинутим. Відмінність такого стану одного від іншого полягає у так званій допомозі основним учасникам ринку – покупцям і продавцям фінансових активів.





**Рисунок 5.6 – Чотири форми операційної ефективності ринку**

Якщо говорити про нульову форму операційної ефективності фінансового ринку, то правильність та швидкість укладання угод повністю залежить від покупців та продавців. Наступна – слабка форма даної ефективності характеризується тим, що частину ризиків в укладанні фінансових угод покладають на себе так звані інфраструктурні посередники, які зводять покупців та продавців та беруть на себе певні зобов'язання. Наявність інфраструктурних посередників та всіх обслуговуючих суб'єктів на ринку говорить нам про середню операційну ефективність фінансового ринку. Вершиною досконалості та сильної форми операційної ефективності фінансового ринку є той факт, що ринок та процес інвестування не може обійтися без фінансових посередників, самостійних вкладень інвесторів не існує, а всі ризики повністю перекладаються на фінансових посередників, яких на даній стадії розвитку ми вже можемо вважати інфраструктурними суб'єктами на відміну від інших форм, де вони є просто інституційними інвесторами.

Для кращого розуміння сутності всіх вищеназваних дефініцій та наочної демонстрації поєднання понять “інформаційна ефективність” та “операційна ефективність” фінансового ринку потрібно звернутися до рисунка 5.7.

Вся доступна інформація, що відображена на даному рисунку, може бути умовно поділена на три групи. Першу групу складає інформація про минулу динаміку курсів, тобто історичні дані про зміну цін

на різні папери та звітність підприємств. У сукупності з іншими формами публічної інформації (газетними публікаціями, повідомленнями про зміну економічних показників тощо) вона включається до складу другої групи – загальнодоступної інформації. Крім загальнодоступних існують відомості, що поширюються в приватному порядку. Як правило, це інформація інсайдерів про стан справ у конкретній компанії, її найближчих планах і намірах. Такі відомості формують третій розділ класифікації даних – приватну інформацію.

Аналогічно, три групи інфраструктурних суб'єктів фінансового ринку існують у частині операційної ефективності ринку. Першу групу складають банківські та небанківські інфраструктурні посередники, які є прямими суб'єктами інфраструктури (слабка форма операційної ефективності фінансового ринку) – рис. 5.6.

Інформаційна ефективність ринку		Операційна ефективність ринку	
Ринкові котирування за минулі періоди		I група	Банківські інфраструктурні посередники
Дані фінансової звітності підприємств			Небанківські інфраструктурні посередники
Загальнодоступна інформація	Дані в ЗМІ стосовно діяльності підприємств	II група	<i>Прямі інфраструктурні суб'єкти</i>
	Дані про укладені угоди, або ті, що планується укласти		Суб'єкти торговельної складової
	Повідомлення про зміну основних макроекономічних показників		Суб'єкти облікової складової
	Рекламні та PR-компанії		Суб'єкти інформаційної складової
	Політична, кримінальна хроніка, скандали, викриття та ін.		<i>Непрямі інфраструктурні суб'єкти</i>
	Інша загальнодоступна інформація		Суб'єкти організаційно-технічної складової
Приватна інформація	Внутрішньофірмова (інсайдерська) інформація про стан справ та плани підприємства	III група	Суб'єкти організаційної складової зовнішньої інфраструктури
	Конфіденційні відомості про здоров'я, наміри, вчинки та ін. керівництва та крупних інвесторів		Фінансові посередники
	Інша приватна інформація		

**Рисунок 5.7 – Складові інформаційної та операційної ефективності фінансового ринку**

До другої групи інфраструктурних суб'єктів належать учасники різноманітних підсистем інфраструктури як прямих, так і непрямих учасників. Як уже зазначалося нами вище, саме фінансові посередники, входячи до інфраструктури, складають третю групу високої форми операційної ефективності, виступаючи при цьому непрямыми інфраструктурними суб'єктами.

В цілому можна констатувати той факт, і цьому свідчать різноманітні докази, що фінансовий ринок може бути розвинутим, але не ідеально ефективним. У більшості випадків учасники ринку володіють лише обмеженими знаннями, а витрати на пошук інформації високі. Крім того, їм необхідно виплачувати податки і покривати трансакційні витрати. Таким чином, у більшості випадків і інвестори, і менеджери повинні діяти, виходячи з припущення, що фінансовий ринок ефективний, а ціни фінансових активів не містять жодних спотворень.

На сьогодні існує широкий спектр фінансових моделей щодо розвинутості та ефективності фінансового ринку, але ні про одну з них не можна сказати, що вона повністю завершена. Емпіричні дослідження показують, що більшість сучасних моделей не поєднують ці дві основні характеристики фінансового ринку, а є окремими, незалежними та не вказують на відповідність ринку його стану з урахуванням тієї чи іншої форми розвитку та ефективності.

На основі всього вищепроаналізованого та доведеного нами було складено матрицю досконалості фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та операційної ефективності, де в основних квадрантах є опис існуючого інформаційного та інфраструктурного забезпечення кон'юнктури фінансового ринку (табл. 5.15).

Як видно з даної таблиці, ми маємо шістнадцять складових матриці досконалості фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та операційної ефективності, починаючи від відсутності ефективності і до вільної форми ефективного ринку. По вертикалі ми маємо справу зі складовими ( $A_n$ ), що показують нам розвинутість інфраструктури фінансового ринку, а по горизонталі – елементи інформаційної складової ефективності фінансового ринку ( $B_n$ ).

Квадрант  $A_1B_1$  є відправною точкою у розгляді і визначенні існуючого інформаційного та інфраструктурного забезпечення кон'юнктури фінансового ринку, що означає наявність мінімальної різноманітності основних суб'єктів ринку та повну відсутність інфраструктури на ринку, при тому, що ціни на фінансові активи встановлюються без наявності будь-якої інформації про даний товар. З подальшим збільшенням складової матриці  $A_1$  або  $B_1$  збільшується як кількість інфраструктурних суб'єктів, так і наявність інформації про фінансові активи як об'єкти купівлі-продажу.

**Таблиця 5.15 – Матриця досконалості фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та операційної ефективності**

Ефективність ринку		Інформаційна			
		Відсутня (нульова) (B <sub>1</sub> )	Слабка (низька) (B <sub>2</sub> )	Середня (помірна) (B <sub>3</sub> )	Сильна (висока) (B <sub>4</sub> )
Операційна	Відсутня (нульова) (A <sub>1</sub> )	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями виключно за домовленістю без будь-якої наявної інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями за домовленістю на основі попередньої інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями за домовленістю на основі попередньої та наявної публічної інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями за домовленістю на основі всієї наявної інформації, включаючи інсайдерську, про ціну товару та його ринок
	Слабка (низька) (A <sub>2</sub> )	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників, будь-яка наявна інформація про ціну товару та його ринок відсутня	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників, на основі попередньої інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників на основі попередньої та наявної публічної інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників на основі всієї наявної інформації, включаючи інсайдерську, про ціну товару та його ринок
	Середня (помірна) (A <sub>3</sub> )	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників за допомогою обслуговуючих суб'єктів інфраструктури, будь-яка наявна інформація про ціну товару та його ринок відсутня	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників за допомогою обслуговуючих суб'єктів інфраструктури, на основі попередньої інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників за допомогою обслуговуючих суб'єктів інфраструктури, на основі попередньої та наявної публічної інформації про ціну товару та його ринок	Угоди купівлі-продажу фінансових активів укладаються між покупцями та продавцями через посередників за допомогою обслуговуючих суб'єктів інфраструктури, на основі всієї наявної інформації, включаючи інсайдерську, про ціну товару та його ринок
	Сильна (висока) (A <sub>4</sub> )	Стан ринку, при якому у всіх угодах купівлі-продажу фінансових активів беруть участь всі інфраструктурні суб'єкти, включаючи фінансових посередників, але будь-яка наявна інформація про ціну товару та його ринок відсутня	Стан ринку, при якому у всіх угодах купівлі-продажу фінансових активів беруть участь всі інфраструктурні суб'єкти, включаючи фінансових посередників, використовуючи попередню інформацію про ціну товару та його ринок	Стан ринку, при якому у всіх угодах купівлі-продажу фінансових активів беруть участь всі інфраструктурні суб'єкти, включаючи фінансових посередників, використовуючи попередню та наявну публічну інформацію про ціну товару та його ринок	Стан ринку, при якому у всіх угодах купівлі-продажу фінансових активів беруть участь всі інфраструктурні суб'єкти, включаючи фінансових посередників, використовуючи всю наявну інформацію, в тому числі і інсайдерську, про ціну товару та його ринок

Відносно розвинутості інфраструктури ринку ми вже вище говорили, а от про інформаційну складову хотілось би зазначити, що починаючи із сектора  $B_2$ , інвестори вже мають доступ до певної публічної інформації.

Публічна інформація міститься в загальнодоступних доповідях, повідомленнях, що публікуються в газетах, часописах, довідниках, урядових публікаціях і оголошеннях. Вони містять дані не тільки про фінансовий ринок, а й про найрізноманітніші макропоказники: обсяг ВВП (у поточних і незмінних цінах); капіталовкладення – як державні, так і приватні; стан внутрішньої і зовнішньої заборгованості; іноземні інвестиції; експорт і імпорт; стан платіжного балансу, державного бюджету; дефіцитність бюджету і багато інших показників. Така інформація дає можливість певною мірою передбачити розвиток ділового циклу, на підставі чого можна спрогнозувати також розвиток фінансового ринку і визначити стратегію.

Важливою частиною публічної інформації є фінансова звітність емітентів, що періодично публікується: стан балансу, рух валового прибутку, чистого прибутку, дивідендів, прогнози розвитку, продажу, випуск нової продукції, конкурентоспроможність на внутрішньому і на зовнішніх ринках та інші дані. Весь обсяг публічної інформації використовується інвесторами та аналітиками, що здійснюють так званий фундаментальний аналіз фінансової звітності корпорацій емітентів цінних паперів.

Рівень матриці  $B_4$  вже передбачає використання разом із публічною інформацією також і приватної. Приватну інформацію може дати інсайдер, тобто особа, безпосередньо до неї причетна. Такою інформацією володіють, наприклад, чиновники, менеджери і службовці підприємств, експерти, радники банків і фірм, а іноді дрібні службовці, що технічно оформляють важливі документи. Приватна інформація не публікується, її можна тільки купити, що несе в собі додаткові витрати. Але продаж такої інформації є продажем комерційної або урядової (державної) таємниці, що охороняється законодавством. Моральні норми ринкової економіки, засновані на довірі, не допускають продажу інформації. Взагалі, інсайдерам заборонено нечесно використовувати внутрішню інформацію заради власної вигоди.

Складена нами матриця дає змогу визначити, наскільки ефективним та досконалим є ринок при наявності її окремих складових. Як підсумок хотілось би відмітити, що найкраща ситуація на фінансовому ринку буде в секторі  $A_4B_4$  матриці, коли буде наявна вся інформація про об'єкти купівлі-продажу та найрозвинутішу інфраструктуру, без якої не обходиться укладання будь-якої угоди щодо купівлі-продажу фінансових активів.

В той же час будь-який стан кон'юнктури фінансового ринку потребує покращення завдяки переходу на один крок вперед з урахуванням певних вдосконалень. Для кожного сектора матриці нами запропоновано подальше покращення ситуації на фінансовому ринку як у напрямку підвищення ефективності, так і в напрямку розвинутості ринку (табл. 5.16).

**Таблиця 5.16 – Матриця стратегічного розвитку фінансового ринку з урахуванням його інформаційної та операційної ефективності**

Ефективність ринку	Інформаційна				
	Відсутня (нульова) (B <sub>1</sub> )	Слабка (низька) (B <sub>2</sub> )	Середня (помірна) (B <sub>3</sub> )	Сильна (висока) (B <sub>4</sub> )	
Операційна	Відсутня (нульова) (A <sub>1</sub> )	Запровадження системи надання та публікації звітності емітентами, зменшення витрат у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою посередників	Забезпечення ринку оперативною інформацією, зменшення витрат у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою посередників	Розвиток корпоративного управління та зменшення витрат у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою посередників	Контроль і захист використання інсайдерської інформації на ринку та зменшення витрат у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою посередників
	Слабка (низька) (A <sub>2</sub> )	Запровадження системи надання та публікації звітності емітентами та посередниками, зменшення витрат і ризиків у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою обслуговуючої інфраструктури	Забезпечення ринку оперативною інформацією, наданою емітентами та посередниками, зменшення витрат і ризиків у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою обслуговуючої інфраструктури	Розвиток корпоративного управління та зменшення витрат і ризиків у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою обслуговуючої інфраструктури	Контроль і захист використання інсайдерської інформації на ринку та зменшення витрат і ризиків у процесі укладання угод купівлі-продажу фінансових активів за допомогою обслуговуючої інфраструктури
	Середня (помірна) (A <sub>3</sub> )	Створення системи надання звітності емітентами та всіма професійними учасниками ринку, процес заощадження та накопичення коштів здійснювати за допомогою фінпосередників	Забезпечення ринку оперативною інформацією, в т.ч. і на основі індикаторів розвитку, процес заощадження та накопичення коштів здійснювати за допомогою фінпосередників	Розвиток корпоративного управління, етики фінансового ринку, процес заощадження та накопичення коштів здійснювати за допомогою фінпосередників	Контроль і захист використання інсайдерської інформації на ринку, процес заощадження та накопичення коштів здійснювати за допомогою фінпосередників
Сильна (висока) (A <sub>4</sub> )	Створення системи надання звітності емітентами, всіма професійними учасниками ринку та системи захисту прав та інтересів інвесторів	Забезпечення ринку оперативною інформацією, в т.ч. і на основі індикаторів розвитку та створення системи захисту прав та інтересів інвесторів	Розвиток корпоративного управління та етики фінансового ринку, створення системи захисту прав та інтересів інвесторів	Контроль і захист використання інсайдерської інформації на ринку та створення системи захисту прав та інтересів інвесторів	

Отже, дивлячись на матрицю стратегічного розвитку кон'юнктури фінансового ринку на основі його ефективності та розвинутості, ми бачимо, які заходи потрібно здійснити для покращення ситуації або в напрямі отримання і використання інформації про фінансові активи, або в напрямі розвитку інфраструктури фінансового ринку, а можливо і в обох напрямках одночасно.

Основними напрямами, що призводять до сильної форми інформаційної ефективності ( $B_4$ ) фінансового ринку, є дії як державних, так і недержавних органів стосовно контролю і захисту використання інсайдерської інформації на ринку. Адже її наявність не завжди йде на користь ринку та його суб'єктам, що і потребує додаткових зусиль для врегулювання різноманітних колізій в частині її використання та розповсюдження.

Крім того, квадранти  $A_4$  даної матриці, які говорять нам про операційну ефективність фінансового ринку потребують більше різноманітних заходів створення досконалого ринку. Залежно від ступеня ефективності ринку потрібно створити визначену систему захисту прав та інтересів інвесторів, яка на певних стадіях призведе і до розвитку корпоративного управління на ринку та дотримання етики фінансового ринку, що включає в себе правила та принципи ведення чесного бізнесу, які стосуються не тільки моральних і професійних якостей учасників ринку, але і механізмів ціноутворення, розкриття інформації, розв'язання конфліктних ситуацій, фінансової відповідальності.

Розробка і дотримання національних етичних кодексів професійної поведінки учасників фінансового ринку створює основу цивілізованого ринку, що характеризується, перш за все, низьким ступенем ризику як для інвесторів, так і для споживачів капіталу. Завдання підготовки детальних етичних вимог лежить в основному на саморегулюючих організаціях та асоціаціях професійних учасників ринку, про які ми говорили в п. 3.2 нашої роботи. Об'єднуючи професіоналів, ці організації забезпечують просування на ринок кваліфікаційних стандартів, а також етичних норм, що відповідають кращим нормам міжнародної практики [107].

Як висновок, можна зазначити, що саме низький рівень ефективності ринку ставить під сумнів можливість застосування методів технічного аналізу для прогнозування цін активів, середній рівень ефективності передбачає також незастосовність підходів фундаментального аналізу.

Для того, щоб вважати ринок ефективним, потрібно:

- щоб була не тільки присутність, а й активність на ринку великої кількості учасників торгівлі;

- всі учасники ринку повинні мати однаковий доступ до всієї інформації, що впливає на біржові курси;
- кожен учасник торгівлі повинен однаково оцінювати отриману інформацію;
- учасники вільно і рівноправно конкурують на ринку фінансових інструментів;
- ухвалені рішення про покупку або продаж фінансових активів повинні швидко реалізовуватися на організаторах торгівлі.

Поняття ефективності має сенс тільки для тих ринків, на яких курси фінансових інструментів дійсно прагнуть відображати їх інвестиційну вартість (раціональні ринки).

Звичайно, що на практиці вищеперераховані умови не завжди виконуються і мова може йти лише про ту чи іншу міру справедливості цих припущень. Якщо для розвинутих фінансових ринків наявність великої кількості учасників торгівлі не викликає сумнівів, то для багатьох ринків, що розвиваються (зокрема, вітчизняного фондового ринку) ця умова не завжди виконується. Зокрема, незважаючи на значну кількість учасників, на українському фондовому ринку діє відносно небагато великих гравців, які можуть цілеспрямовано впливати на ціни, здійснюючи ринкові маніпуляції. Таким чином, у даному випадку не виконується одна з найважливіших умов ефективності ринку. Те ж саме можна говорити і про інші умови ефективності ринку.



## ВИСНОВКИ

За сучасної економічної ситуації, що склалася в Україні, для стабілізації економіки й виходу нашої держави на світові ринки капіталу необхідно сформувати ефективний фінансовий ринок, ефективність функціонування якого, перш за все, залежить від чинного законодавства та ринкової інфраструктури. Це, у свою чергу, дасть змогу створити сприятливий інвестиційний клімат. У багатьох країнах світу фінансовий ринок та його окремі сегменти розвивалися десятиліттями та століттями, що не можна поки що сказати про вітчизняний фінансовий ринок.

Удосконалення інфраструктури фінансового ринку, вихід на нові технічні, технологічні та правові рішення функціонування основних системоутворюючих ланок інфраструктури фінансового ринку, пильна увага, що приділяється розвитку інфраструктури фінансового ринку міжнародними організаціями, зокрема Комітетом по платіжним і розрахунковим системам, Банком міжнародних розрахунків, Міжнародною організацією комісій з цінних паперів, зумовлено загальними тенденціями глобалізації світової економіки, дерегулюванням транскордонного руху капіталу, зростанням обсягів торгівлі існуючими фінансовими інструментами і появою нових фінансових інструментів. У цих умовах для національного фінансового ринку важливо забезпечити адекватність інфраструктури не тільки потребам внутрішнього ринку, але і можливість її інтеграції у світовий фінансовий ринок.

У даному питанні, проблеми, з якими зіткнулася Україна, відрізняються від тих, з якими зіткнулися інші країни світу. Адже для інтегрування вітчизняного фінансового ринку у світову фінансову систему, по-перше, необхідно створити сильну інфраструктуру, а, по-друге, зробити це слід якнайшвидше.

Інфраструктура фінансового ринку як підсистема всієї економіки країни повинна надавати ринковій економіці умови і можливості для виконання економічних функцій, безпосередньо не беручи участі у створенні продукту, проте повинна створювати належні умови для задоволення фінансових і не тільки потреб учасників фінансового ринку, забезпечити та сприяти координації всіх економічних інтересів, сприяти підвищенню рівня економічних та фінансових відносин.

Здійснений аналіз як теоретичного підґрунтя визначення ролі, місця та поняття “інфраструктура фінансового ринку”, так і її практичної складової, дав змогу зробити висновок про те, що на сьогодні інфраструктура фінансового ринку України характеризується

відсутністю системної єдності між її складовими. Для приведення інфраструктури фінансового ринку до загальноєвропейських стандартів необхідне формування єдиної консолідованої моделі інфраструктури фінансового ринку за горизонтальним принципом на основі розбудови єдиної біржової системи та цілісної національної депозитарної системи, що забезпечить ефективну й недорогу обробку трансакцій, низький рівень ризику з надійною системою контролю й належним фінансуванням, проведення політики прозорості та повне розкриття інформації учасниками фінансового ринку. Важливу роль у розвитку фінансового ринку відіграють і посередники як інфраструктурні суб'єкти.

Оцінивши ситуацію в правовому регулюванні зазначеної проблематики, можна відмітити, що державна політика у сфері підвищення ефективності функціонування інфраструктури фінансового ринку України повинна включати єдиний збалансований комплекс заходів, спрямованих на забезпечення стабільності та стійкості елементів інфраструктури, ефективний контроль цінової політики наданих послуг, забезпечення інфраструктурних суб'єктів висококваліфікованими кадрами, і, найголовніше – збільшення довіри населення та юридичних осіб до фінансового ринку та його професійних учасників.

Також на основі аналізу і врахування конкурентних переваг діяльності на фінансовому ринку банківських установ та фінансових інститутів небанківського сектора нами обґрунтовано основні тенденції й шляхи розвитку основних вітчизняних інфраструктурних суб'єктів. Зокрема, враховуючи фактори розвитку ринку, вимоги клієнтів і вдосконалення технологій, виділено такі напрями вдосконалення діяльності вищезазначених фінансових установ: здійснення комплексного обслуговування для фізичних і юридичних осіб, забезпечення відповідного ціноутворення, рівня пропонованих послуг і цільової інформації різним учасникам ринку (клієнтам), перегляд політики установ стосовно ролі персоналу, підтримання належного кредитно-фінансового потенціалу, врахування змін інформаційних технологій і розвиток на їх базі нових фінансових послуг. Крім того, для більш ефективного функціонування фінансового ринку України необхідне посилення конкурентоспроможності інфраструктурних суб'єктів, податкове стимулювання розвитку фондового ринку України, розвиток корпоративного управління.

Отже, потрібно зауважити, що інфраструктура розвивається паралельно з розвитком фінансового ринку, зростанням кількості операцій на ньому, тому належним чином налагоджена система торгівлі,

клірингу, розрахунків, поставки і обліку різноманітних фінансових активів дозволить збільшити ефективність функціонування фінансового ринку шляхом зниження існуючих ризиків та коректного виконання операцій. Елементи інфраструктури фінансового ринку повинні забезпечувати максимальну ефективність і своєчасність виконання операцій, здійснюваних на ринку. Поряд із основною задачею, покладеною на інфраструктуру фінансового ринку, завдання її також полягає в тому, щоб дозволити кожному учаснику ринку приймати на себе ті ризики і в тих розмірах, які він визнає потрібним, присікаючи при цьому спроби перекласти свій ризик на когось іншого, не заплативши йому за це або не заручившись його згодою.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Алешина О. Г. Инфраструктура рыночной экономики России: особенности становления, факторы развития, регулирование : монография / О. Г. Алешина, Г. Ф. Каячев. – Красноярск, 2005. – 138 с.
2. Аналітичний огляд банківської системи України за 2011 рік [Електронний ресурс] / Національне рейтингове агентство “Рюрик”. – Режим доступу : [http://rurik.com.ua/documents/research/bank\\_system\\_IV\\_kv\\_2011.pdf](http://rurik.com.ua/documents/research/bank_system_IV_kv_2011.pdf).
3. Аналітичні дані щодо котирування акцій: Інформаційний портал InvestfundS – [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://investfunds.ua/markets/stocks>.
4. Афанасьев И. В. Особенности организации фондовых рынков развитых стран как основа формирования национального финансового центра в России / И. В. Афанасьев // Вестник Челябинского государственного университета (Экономика). – 2010. – № 5. – С. 102–109.
5. Ахновська І. О. Розвиток інфраструктури національних ринків капіталу / І. О. Ахновська // Проблемы развития внешнеэкономических связей и привлечения иностранных инвестиций: региональный аспект : сб. науч. тр. – Донецк : ДонНУ, 2011. – Т. 1. – С. 8–14.
6. Базилевич В. Д. Економічна теорія: Політекономія : підручник / В. Д. Базилевич. – 7-ме вид. стер. – К. : Знання-Прес, 2008. – 719 с.
7. Базылев Н. И. Экономическая теория : учебник / Н. И. Базылев, А. В. Бондар, С. П. Гурко. – Мн. : БГЭУ, 1996. – 507 с.
8. Банківська статистика [Електронний ресурс] / Аналіз банків України : огляди, графіки, факти. – Режим доступу : <http://bankografo.com/analiz-bankiv/bankivska-statystyka/pokazniki-diyalnosti-banku-absolyutni>.
9. Баула О. В. Тенденції формування інститутів ринку цінних паперів України [Електронний ресурс] / О. В. Баула // Актуальні проблеми розвитку економіки регіону. – 2009. – № 5. – С. 7. – Режим доступу : [http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Aprer/2009\\_5\\_2/39.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/Soc_Gum/Aprer/2009_5_2/39.pdf).
10. Белявский И. К. Статистика рынка товаров и услуг : учебник / И. К. Белявский, Г. Д. Кулагин, И. В. Короткова и др. / Под ред. И. К. Белявского. – М. : Финансы и статистика, 1995. – 432 с.
11. Берышев М. Критерии оценки эффективности автоматизированных торговых систем / М. Берышев, Е. Берышева // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 9. – С. 42–44.
12. Беленький П. Ю. Механізм розвитку ринкової інфраструктури в Україні / Ю. П. Беленький // Вісник НАН України. – 2002. – № 4. – С. 15–23.
13. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента : учебник / И. А. Бланк. – Т. 1. – К. : “Ника-Центр”, 1999. – 592 с.

14. Бланк И. А. Основы финансового менеджмента : учебник / И. А. Бланк. – Т. 2. – К. : “Ника-Центр”, 1999. – 512 с.
15. Бобров Є. А. Роль та місце ринку фінансових послуг у структурі фінансового ринку / Є. А. Бобров // Фінанси України. – 2007. – № 4. – С. 88–94.
16. Болдуєва О. В. Теоретичні засади формування регіонального ринку цінних паперів / О. В. Болдуєва // Вісник Запорізького національного університету. – 2010. – № 3. – С. 230–235.
17. Бондаренко Є. П. Оцінка впливу державного регулювання на розвиток ринку фінансових послуг України / Є. П. Бондаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2011. – Вип. 31. – С. 6–15.
18. Бровкина Н. Е. Анализ и перспективы развития инфраструктуры кредитного рынка в России / Н. Е. Бровкина // Банковские услуги. – 2010. – № 3. – С. 4–11.
19. Буднік М. М. Фінансовий ринок : навчальний посібник / М. М. Буднік, Л. С. Мартюшева, Н. В. Сабіна. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 334 с.
20. Букреєва І. В. Інфраструктура фондового ринку України / І. В. Букреєва // Держава та регіони. – (Серія “Економіка та підприємництво”). – 2005. – № 1. – С. 38–41.
21. Василик О. Д. Теорія фінансів : підручник / О. Д. Василик. – К. : НІ-ОС, 2003. – 416 с.
22. Васильєва В. В. Фінансовий ринок : навчальний посібник / В. В. Васильєва, О. Р. Васильченко. – К. : Центр учбової літератури, 2008. – 368 с.
23. Вдосконалення інфраструктури фондового ринку // Цінні папери України. – 2009. – № 42. – С. 12–13.
24. Верников В. А. Финансовая инфраструктура малого предпринимательства в регионе : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / В. А. Верников. – М., 2007. – 185 с.
25. Воропанова О. В. Системный подход к государственному управлению рыночной инфраструктурой : дис. канд. экон. наук : 08.00.05 / О. В. Воропанова. – Саратов, 2006. – 155 с.
26. Галутова М. М. Організаційна структура фінансового ринку України та чинники її розвитку / М. М. Галутова // Вісник економіки транспорту і промисловості. – 2011. – № 35. – С. 243–250.
27. Гальчинський А. С. Основы экономической теории : підручник / А. С. Гальчинський, П. С. Єщенко, Ю. І. Палкін. – К. : Вища школа, 1995. – 471 с.

28. Гапонюк М. А. Інфраструктура фондового ринку України: проблемні питання та перспективи розвитку / М. А. Гапонюк // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2010. – № 2. – С. 36–44.
29. Герасимчук З. В. Економічна сутність інвестиційної інфраструктури регіону / З. В. Герасимчук, Ю. А. Подеря-Масюк // Економічні науки, серія “Регіональна економіка” : зб. наук. праць / М-во освіти і науки України, Луцький нац. технічний ун-т. – 2008. – № 5 (17), ч. 2. – С. 6–14.
30. Глущенко Е. Н. Финансовое посредничество коммерческих банков: монография / Е. Н. Глущенко, Л. П. Дроздовская, Ю. В. Рожков / под науч. ред. проф. Ю. В. Рожкова. – Хабаровск : РИЦ ХГАЭП, 2011. – 240 с.
31. Голиков А. П. Вступ до економічної і соціальної географії : підручник / А. П. Голиков, Я. Б. Олійник, А. В. Степаненко. – К. : Либідь, 1997. – 320 с.
32. Головка А. Інфраструктура ринку : прогноз вітчизняної моделі та факторів, що її визначають [Електронний ресурс] / А. Головка. – Режим доступу : [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzp/035.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/035.htm).
33. Головин М. Ю. Перспективы совместного развития инфраструктуры фондовых рынков в странах ЕвразЭС / М. Ю. Головин // Евразийская экономическая интеграция. – 2009. – № 1. – С. 41–48.
34. Горловская И. Г. Экономическая основа РЦБ-услуг / И. Г. Горловская // Современные проблемы науки и образования. – 2008. – № 3. – С. 180–185.
35. Гриценко А. Рыночная инфраструктура: сущность, функции, строение / А. Гриценко, В. Соболев // Экономика Украины. – 1998. – № 4. – С. 35–44.
36. Гроші та кредит : підручник / за ред. проф. Б. С. Івасіва. – К. : КНЕУ, 1999. – 404 с.
37. Грудзевич У. Я. Регіональні особливості формування і розвитку інфраструктури фінансового ринку України : монографія / У. Я. Грудзевич. – Л. : ЛБІ НБУ, 2004. – 182 с.
38. Дарбинян А. Р. Институты финансового посредничества в современной экономике / А. Р. Дарбинян, Э. М. Сандоян // Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. – 2010. – № 1. – Том 1. – С. 89–99.
39. Дегтярьова Н. Ефективний ринок цінних паперів / Н. Дегтярьова., О. Виходцев // Ринок цінних паперів України. – 2002. – № 1–2. – С. 12–18.

40. Деева Н. Е. Депозитарний облік цінних паперів в умовах їх дематеріалізації / Н. Е. Деева // Збірник наукових праць Донецького національного університету економіки і торгівлі ім. М. І. Туган-Барановського. – Донецьк : ДонНУЕТ, 2010. – Вип. 30, Т. 1. – С. 340–350.
41. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика : пер. с англ. / В. Лукашевича и др. ; под общ. ред. В. Лукашевича. – М. : АНК, 1996. – 448 с.
42. Донецкова О. Ю. Природа и специфика финансового посредничества / О. Ю. Донецкова // Вестник ОГУ. – 2010. – № 13. – С. 148–152 [179].
43. Дорошенко І. В. Структуризація фінансових ринків у контексті сучасних глобалізаційних процесів // Бюлетень Міністерства юстиції України. – 2009. – № 1. – С. 127–134.
44. Дэвид Ф. Свенсен Очевидные причины несостоятельности взаимных фондов [Электронный ресурс] / Интернет-проект “Корпоративный менеджмент” – Режим доступа : [http://www.cfin.ru/finmarket/management\\_problem.shtml](http://www.cfin.ru/finmarket/management_problem.shtml).
45. Желіхівська А. М. Особливості формування інфраструктури фондового ринку України / А. М. Желіхівська // Наукові праці НДФІ. – 2009. – № 1. – С. 75–81.
46. Жупаненко В. М. Сучасне трактування інфраструктури економіки / В. М. Жупаненко // Облік і фінанси АПК. – 2010. – № 3. – С. 129–138.
47. Журавлев А. П. Развитие модели инфраструктуры рынка ценных бумаг Российской Федерации : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / А. П. Журавлев. – Москва, 2008. – 191 с.
48. Журавлева Г. П. Вводный курс по экономической теории : учебник для лицеев / Г. П. Журавлева. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 368 с.
49. Загородній А. Г. Фінансовий словник / А. Г. Загородній, Г. Л. Вознюк, Т. С. Смовженко. – 3-тє вид., випр. та доп. – К. : Т-во “Знання”, КОО, 2000. – 587 с.
50. Запорожець М. До питання ефективності фінансового ринку України / М. Запорожець // Ринок цінних паперів України. – 2008. – № 11–12. – С. 19–24.
51. Засимчук И. Роль и место консалтинговых компаний в финансовой инфраструктуре [Электронный ресурс] / И. Засимчук // Studiju un mācību priekšmetu pasniegšanas problēmas mūsdienu apstākļos. – С. 44–46. – Режим доступа : [http://www.tsi.lv/Research/Conference/Articles/2004\\_05\\_06\\_feb/art13.pdf](http://www.tsi.lv/Research/Conference/Articles/2004_05_06_feb/art13.pdf).

52. Золотов Ю. В. Развитие инфраструктуры рынка капитала в России : дис. канд. экон. наук : спец. 08.00.01 / Ю. В. Золотов. – Саратов, 2004. – 173 с.
53. Зоркальцев В. И. Классификация методов расчета фондовых индексов / В. И. Зоркальцев, Н. П. Шерстянкина // Известия ИГЭА. – 2009. – № 6. – С. 19–26.
54. Зоркальцев В. И. Проблемы построения и использования фондовых индексов / В. И. Зоркальцев, Н. П. Шерстянкина // Известия ИГЭА. – 2011. – № 2. – С. 45-53.
55. Иванов В. М. Финансовый рынок: конспект лекцій / В. М. Иванов. – К. : МАУП, 1999. – 112 с.
56. Иванова Т. Б. Становление, особенности и совершенствование финансовой инфраструктуры в экономике России : дис. д-ра экон. наук : 08.00.10 / Т. Б. Иванова. – Москва, 2005. – 322 с.
57. Іваницька О. М. Концептуальний підхід щодо регулювання розвитку фінансової інфраструктури в Україні / О. М. Іваницька // Державне управління : теорія та практика. – 2006. – № 1. – С. 51–60.
58. Іваницька О. М. Фінансові ринки : навч. посібник / О. М. Іваницька. – К. : Вид.-во УАДУ, 1999. – 96 с.
59. Ільницький Д. О. Розвиток регіональної інфраструктури як інструмент регулювання економіки / Д. О. Ільницький, О. А. Федірко // Науковий вісник ЧДДЕУ. – 2010. – № 3. – С. 49–59.
60. Інформаційні матеріали щодо виробництва та розподілу валового внутрішнього продукту за видами економічної діяльності [Електронний ресурс] : Державна служба статистики України. – Режим доступу : [http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2008/vvp/vvp\\_ric/vtr\\_u.htm](http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2008/vvp/vvp_ric/vtr_u.htm).
61. Інформаційні матеріали щодо результатів ринкових торгів акціями лістингових підприємств за період з 01.01.2012 по 30.06.2012 [Електронний ресурс] : за даними Української біржі. – Режим доступу : <http://www.ux.ua%2Fru%2Fmarketdata%2Fmarketresults-csv.aspx%3Fday1%3D20120101%26day2%3D20120630%26type%3D2>.
62. Калач Г. М. Розвиток депозитарної системи України у контексті світових тенденцій / Г. М. Калач // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2009. – № 2. – С. 83–91.
63. Калинець К. С. Особливості розвитку та динаміка функціонування фондових бірж в Україні / К. С. Калинець // Регіональна економіка. – 2008. – № 3. – С. 189–197.



64. Калинин Е. Российская инфраструктура рынка ценных бумаг в период кризиса: работа со знаком качества / Е. Калинин // Рынок ценных бумаг. – 2009. – № 6. – С. 4–9.
65. Канаев А. В. Банковские стратегии в сфере современной теории финансового посредничества / А. В. Канаев // Финансы и кредит. – 2007. – № 25. – С. 23–34.
66. Картер А. Структурные изменения в экономике США : монография / А. Картер. – М. : Статистика, 1974. – 272 с.
67. Картнер Г. Депозитарна система обслуговування цінних паперів в Україні: ризики і рекомендації : Проект розвитку ринків капіталу USAID [Електронний ресурс] / Г. Картнер. – 2006. – Режим доступу : [http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/Ukraine\\_depository\\_study\\_u.pdf](http://www.capitalmarkets.kiev.ua/download/Ukraine_depository_study_u.pdf).
68. Кіктенко О. В. Державне регулювання фондового ринку за рахунок депозитарної системи / О. В. Кіктенко, З. П. Кіктенко // Ринок цінних паперів України. – 2011. – № 2. – С. 31–35.
69. Кіктенко О. В. Державне регулювання фондового ринку за рахунок ефективності функціонування ринкової інфраструктури / О. В. Кіктенко // Держава та регіони. – (Серія “Державне управління”) : науково-виробничий журнал. – 2011. – № 2. – С. 36–39.
70. Кіктенко О. В. Державний вплив на процеси формування та розвитку фондового ринку в Україні / О. В. Кіктенко // Держава та регіони. – (Серія “Державне управління”). – 2011. – № 1. – С. 43–48.
71. Клиринговая деятельность в странах участников АЦДЕ (краткий обзор) [Електронний ресурс] : Рабочая группа АЦДЕ “Корреспондентские отношения”. – 2009. – 12 с. – Режим доступу : [http://www.aecsd.com/common/img/files/protocols/p6/d005\\_2.pdf](http://www.aecsd.com/common/img/files/protocols/p6/d005_2.pdf).
72. Ключня В. Л. Основы экономической теории : учебное пособие / В. Л. Ключня, М. Л. Зеленкевич, Н. В. Чеченко и др. / под ред. В. Л. Ключни. – Мн. : НКФ “Экоперспектива”, 1996. – 336 с.
73. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент / В. В. Ковалев. – М. : Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
74. Козоріз М. А. Досвід Польщі у формуванні інфраструктури ринку цінних паперів / М. А. Козоріз, З. Я. Лапішко // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Євроінтеграційний курс України: фінансовий вимір (Збірник наукових праць): У 2-х ч. / НАН України, Інститут регіональних досліджень; Редкол. : відп. ред. акад. НАН України М. І. Долішній. – Львів, 2006. – №. 3 (LIX). – Ч. 1. – С. 72–79.
75. Колотов Ю. О. Развитие инфраструктуры рынка финансовых услуг : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 – Краснодар, 2003. – 173 с.

76. Комаринський Я. Фінансово-інвестиційний аналіз : навчальний посібник / Я. Комаринський, І. Яремчук. – К. : Українська енциклопедія, 1996. – 300 с.
77. Конюховский П. В. Микроэкономическое моделирование банковской деятельности / П. В. Конюховский. – Питер, 2001. – 224 с.
78. Копылова О. В. Перспективы развития инфраструктуры фондового рынка Украины после слияния ПФТС и ММВБ / О. В. Копылова // Вісник ОНУ. – 2011. – Т. 15. – Вип. 20. (Економіка). – С. 122–130.
79. Корищенко К. Роль финансовой инфраструктуры в проведении денежной политики / К. Корищенко // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 7. – С. 10–11.
80. Корнеев В. В. Кредитні та інвестиційні потоки капіталу на фінансових ринках / В. В. Корнеев // Науково-дослідний фінансовий ін-т при Міністерстві фінансів України. – К. : НДФІ, 2003. – 376 с.
81. Корнеев В. В. Цінні папери в системі фінансового ринку: фінансовий ринок та ринок цінних паперів. Операції з цінними паперами : інфор.-довід. посібник / В. В. Корнеев, С. В. Глущенко. – К. : НДФІ, 1999. – 68 с.
82. Котов А. В. Определение адекватности банковской инфраструктуры [Электронный ресурс] / А. В. Котов. – Режим доступа : <http://www.jourclub.ru/13/1259/2>.
83. Красовский В. Инфраструктура и интенсификация экономики : монография / В. Красовский. – М. : Экономика, 1980. – 195 с.
84. Кузнецов Э. А. Экономика : учебное пособие / Э. А. Кузнецов. – Х. : Одиссей, 2003. – 408 с.
85. Кузьменко Л. М. Управление функционированием и развитием экономики региона : монография / Л. М. Кузьменко // НАН Украины. Ин-т экономики пром-ти. – Донецк, 2004. – 284 с.
86. Кузьмін О. Є. Фінансова інфраструктура для підтримки малих підприємств / О. Є. Кузьмін, І. М. Комарницький // Фінанси України. – 2003. – № 2. – С. 87–96.
87. Кулик Н. Н. Совершенствование инфраструктуры фондового рынка России в условиях стабилизации экономического роста : дис. канд. экон. наук : 08.00.10 / Н. Н. Кулик. – Краснодар, 2006. – 185 с.
88. Лансков П. М. Методология формирования организационно-экономического механизма регулирования финансового рынка и его инфраструктуры : дис. д-ра экон. наук : 08.00.10 / П. М. Лансков. – Санкт-Петербург, 2006. – 384 с.
89. Лансков П. Направления совершенствования инфраструктуры финансового рынка / П. Лансков // Инфраструктура рынка ценных бумаг. – 2005. – № 1. – С. 298–302.

90. Лапішко З. Я. Глобалізаційні тенденції розвитку інфраструктури ринку цінних паперів / З. Я. Лапішко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. пр. – Суми : УАБС НБУ, 2006. – Т. 18. – С. 339–345.
91. Лапішко З. Я. Завдання і функції інфраструктури ринку цінних паперів / З. Я. Лапішко // Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць. – 2009. – № 2. – Режим доступу : [http://www.nbu.gov.ua/portal/soc\\_gum/fkd/2009\\_2/R4/8.pdf](http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/fkd/2009_2/R4/8.pdf).
92. Лапішко З. Я. Національна депозитарна система – основа інфраструктури фондового ринку / З. Я. Лапішко // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 4. – С. 49–52.
93. Лапішко З. Я. Обґрунтування методики аналізу діяльності суб'єктів інфраструктури ринку цінних паперів в регіоні / З. Я. Лапішко // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Методи оцінки рівня капіталізації інноваційних структур : збірник наукових праць. – Львів : НАН України, Інститут регіональних досліджень. – 2007. – № 2. – С. 226–238.
94. Левченко В. П. Визначення ринку небанківських фінансових послуг як сегмента фінансового ринку / В. П. Левченко // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2009. – № 2. – С. 183–190.
95. Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки / Л. И. Лопатников. – 5-е изд., перераб. и доп. – М. : Дело, 2003. – 520 с.
96. Лукашов А. В. Расчетно-клиринговая система и глобальная фондовая архитектура / А. В. Лукашов // Управление корпоративными финансами. – 2006. – № 6. – С. 352–372.
97. Львовчкін С. Фінансова інфраструктура ринкової економіки: концептуальні підходи / С. Львовчкін, В. Опарін, В. Федосов // Економіка України. – 2008. – № 11. – С. 57–71.
98. Маергойз И. М. Инфраструктура и размещение производства / И. М. Маергойз // Экономическая география промышленности. – 1971. – № 4–5. – С. 36–41.
99. Майовець Є. Розвиток фінансових ринків як передумова економічного зростання в Україні / Є. Майовець, Х. Флюд // Формування ринкової економіки в Україні. – 2009. – № 19. – С. 88–91.
100. Майоров С. О современных тенденциях развития торговых технологий / С. О. Майоров // Биржевое обозрение. – 2009. – № 10. – С. 14–17.
101. Майоров С. Об особенностях клиринговой деятельности на финансовых рынках / С. Майоров // Биржевое обозрение. – 2011. – № 1. – С. 3–12.

102. Майоров С. Развитие технологий финансовых рынков: продолжение (клиринг внебиржевых деривативов и модели доступа) / С. Майоров // Биржевое обозрение. – 2010. – № 6. – С. 7–13.
103. Манакова Т. А. Становление региональной инфраструктуры финансового рынка в переходной экономике : дис. канд. экон. наук : 08.00.10, 08.00.04 / Т. А. Манакова. – Кемерово, 1999. – 224 с.
104. Манакова Т. А. Финансовый рынок России и его инфраструктура / Т. А. Манакова. – Кемерово : Кузбассвуиздат, 2001. – 159 с.
105. Маслова С. О. Фінансовий ринок : навчальний посібник. Друге видання, виправлене / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К. : “Каравела”, 2003. – 344 с.
106. Мацелюх Н. Концепція та алгоритм побудови організаційно-економічного механізму регулювання фінансового ринку України / Н. Мацелюх // Схід. – 2010. – № 7. – С. 64–68.
107. Мацкайлова Е. В. Развитие инфраструктуры фондового рынка в России : дис. канд. эконом. наук : 08.00.10 / Е. В. Мацкайлова. – Волгоград, 2005. – 178 с.
108. Мертес А. Инвестиции: курс лекций по современной финансовой теории / А. Мертес. – К. : Киевское инвестиционное агенство, 1997. – 416 с.
109. Методика розрахунку валового внутрішнього продукту виробничим методом і за доходами : Наказ Держкомстату України від 08.11.2004 № 610. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : [http://www.ukrstat.gov.ua/metod\\_polog/metod\\_doc/nr/nr\\_04.pdf](http://www.ukrstat.gov.ua/metod_polog/metod_doc/nr/nr_04.pdf).
110. Миркин Я. М. Посткризисная стратегия развития финансового сектора России [Электронный ресурс] / Я. М. Миркин // Журнал новой экономической ассоциации. – Режим доступу : <http://journal.econorus.org/jsub.phtml?id=24>.
111. Михайлиди П. Саморегулирование в Украине. Концепция (общие положения) Инициативная группа по развитию саморегулирования в Украине [Электронный ресурс] / П. Михайлиди. – Киев, 2010. – Режим доступа : <http://telpu.com.ua/user/files/press/sro/samoreg.pdf>.
112. Михайлів Г. В. Розвиток інфраструктури ринку цінних паперів як необхідна умова його функціонування / Г. В. Михайлів // Вісник Чернівецького торговельно-економічного інституту. – 2010. – № 4. – С. 280–283.
113. Михайловська І. М. Гроші та кредит практикум: навчальний посібник / І. М. Михайловська, К. Л. Ларіонова. – Львів : “Новий Світ-2000”, 2008. – 312 с.

114. Михальський В. В. Про фінансовий ринок і його структуру в умовах глобалізації / В. В. Михальський // Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України. – 2009. – № 1. – С. 198–205.
115. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків: навч. видання: англ / Ф. С. Мишкін. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
116. Міщенко С. В. Проблеми вдосконалення системи саморегулювання на фінансовому ринку / С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2009. – № 9. – С. 43–52.
117. Мозговий О. М. Фондовий ринок : навч. посібник / О. М. Мозговий. – К. : КНЕУ, 2004. – 420 с.
118. Моисеев С. Гипотеза эффективного рынка [Электронный ресурс] / С. Моисеев // Журнал для трейдеров. – 2003. – № 5. – Режим доступа : [http://www.spekulant.ru/archive/Gipoteza\\_effektivnogo\\_rynka.html](http://www.spekulant.ru/archive/Gipoteza_effektivnogo_rynka.html).
119. Молодкин А. Ю. Развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг / А. Ю. Молодкин // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – № 2. – С. 400–406.
120. Моряков И. Модели создания Центрального депозитария с учетом специфики фондового рынка России / И. Моряков // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 10. – С. 70–73.
121. Мочерний С. В. Основи економічних знань : підручник / С. В. Мочерний. – К. : Видавничий центр “Академія”, 2002. – 312 с.
122. Муханова Е. Б. Теоретические основы и пути формирования рыночной инфраструктуры : монография / Е. Б. Муханова. – М. : ИЭ РАН, 1994. – 162 с.
123. Мюррей Т. Модель инфраструктуры рынка капитала Российской Федерации : проект по заказу НАУФОР / Томас Мюррей. – 2007. – 50 с.
124. Науменкова С. В. Інституційний розвиток фінансового сектору України / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко // Фінанси України. – 2008. – № 7. – С. 53–71.
125. Ніколаєва А. М. Місце і роль депозитаріїв в інфраструктурі ринку цінних паперів [Електронний ресурс] / А. М. Ніколаєва // Економічний форум. – 2011. – № 1. – Режим доступу : [http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc\\_Gum/Ekfor/2011\\_1/29.pdf](http://www.nbuv.gov.ua/portal/Soc_Gum/Ekfor/2011_1/29.pdf).
126. Ніколенко Ю. В. Основи економічної теорії : підручник / Ю. В. Ніколенко. – 3-тє вид. – К. : ЦУЛ, 2003. – 504 с.
127. Ніколенко Ю. В. Політекономія : підручник / Ю. В. Ніколенко. – 3-тє вид. – К. : ЦУЛ, 2003. – 412 с.

128. Новоселов А. С. Рыночная инфраструктура региона: Проблемы формирования и развития : монография / А. С. Новоселов // РАН. Сиб. отд-ние. ИЭиОПП. – Новосибирск : ЭКОР, 1996. – 288 с.
129. Носова С. С. Экономическая теория: краткий курс : учебное пособие для студентов учебных заведений / С. С. Носова. – М. : Гуманитарный издательский центр ВЛАДОС, 2001. – 288 с.
130. О совершенствовании регулирования финансового рынка. Аналитические материалы / под научной редакцией В. С. Плещачевского и П. М. Ланскова. – Режим доступа : [old.ffms.ru/attach.asp?a\\_no=921](http://old.ffms.ru/attach.asp?a_no=921).
131. Овчинников В. В. Путь к совершенству мирового рынка ценных бумаг. Global custody : монография / В. В. Овчинников. – М. : Солид консалтинг, 1998. – 485 с.
132. Опарін В. М. Фінанси (Загальна теорія) : навч. посібник / В. М. Опарін. – 2-ге вид., доп. і перероб. – К. : КНЕУ, 2001. – 240 с.
133. Основные международные тенденции в развитии бирж [Электронный ресурс] // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 21. – Режим доступа : <http://www.old.rcb.ru/Archive/articles.asp?id=3701>.
134. Основы государственного регулирования финансового рынка. Зарубежный опыт / А. Рот, А. Захаров, Я. Миркин, Р. Бернард, П. Баренбойм, Б. Борн // Учебное пособие для юридических и экономических вузов. – М. : Юридический дом “Юстицинформ”, 2002. – 411 с.
135. Оспіщев В. І. Фінанси : навчальний посібник / В. І. Оспіщев, Л. І. Лачкова, О. П. Близнюк та інш. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Знання, 2008. – 366 с.
136. Перехожев В. А. Современные подходы к пониманию категорий “Банковский продукт”, “Банковская услуга” и “Банковская операция” / В. А. Перехожев // Финансы и кредит. – 2002. – № 21. – С. 23–32.
137. Пизенти А. Очерки политической экономии капитализма : монография / А. Пизенти. – М. : Прогресс, 1976. – 351 с.
138. Побединський О. Торгові системи-роботи на фондовому ринку [Електронний ресурс] / О. Побединський // Україна фінансова : інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку. – Режим доступа : [http://www.ufin.com.ua/analit\\_mat/rzrp/020.htm](http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzrp/020.htm).
139. Подгорный В. В. Проблемы развития рыночной инфраструктуры в Украине и пути их решения / В. В. Подгорный // Економічний простір. – 2009. – № 21/3. – С. 279–291.

140. Показники діяльності банків [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Асоціації Українських банків. – Режим доступу : [http://aub.org.ua/index.php?option=com\\_arhive\\_docs&crd=85&menu=104&Itemid=112](http://aub.org.ua/index.php?option=com_arhive_docs&crd=85&menu=104&Itemid=112).
141. Полетаєв О. О. Особливості структури послуг фінансових посередників в Україні / О. О. Полетаєв // Наукові праці : Науково-методичний журнал. – Миколаїв : Вид-во МДГУ ім. Петра Могили, 2005. – Вип. 25. Т. 38. Економічні науки. – С. 66–75.
142. Поливана Т. М. Інституційна структура фінансової системи в умовах глобальної фінансової нестабільності: теоретичні підходи та практичні реалії / Т. М. Поливана // Економіка, фінанси, право. – 2010. – № 1. – С. 22–24.
143. Полянцева Е. И. Управление развитием региональной рыночной инфраструктуры на основе повышения эффективности регионального финансового рынка : на материалах регионов Центрального Федерального округа России : дис. канд. экон. наук : 08.00.05, 08.00.10. / Е. И. Полянцева. – Орел, 2005. – 220 с.
144. Попова Л. А. Экономические инструменты инфраструктуры рынка (На примере финансовых, страховых и таможенных услуг) : 08.00.05, 08.00.10 : дис. д-ра экон. наук / Л. А. Попова. – Москва, 2000. – 265 с.
145. Про встановлення строку дії ліцензій на провадження окремих видів діяльності на ринку цінних паперів та погодження розміру плати за їх видачу [Електронний ресурс] : Положення. Постанова Кабінету Міністрів України від 07.06.2006 № 802. – Режим доступу : [http://www.ssmsc.gov.ua/\(S\(tw5klr45sgpiqdbldod0y455\)\)/ShowPage.aspx?PageID=625](http://www.ssmsc.gov.ua/(S(tw5klr45sgpiqdbldod0y455))/ShowPage.aspx?PageID=625).
146. Про депозитарну діяльність [Електронний ресурс] : Положення. Рішення ДКЦПФР від 17.10.2006 № 999. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z1238-06>. – Законодавство України.
147. Про запровадження інституту первинних дилерів на ринку державних цінних паперів [Електронний ресурс] : Положення. Постанова КМУ від 14.04.2009 № 363. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/363-2009-%D0%BF>. – Законодавство України.
148. Про затвердження ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з торгівлі цінними паперами [Електронний ресурс] : Рішення ДКЦПФР від 26.05.2006 № 346. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=22>. – Законодавство України.

149. Про затвердження ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з організації торгівлі на фондовому ринку [Електронний ресурс] : Рішення ДКЦПФР від 26.05.2006 № 347. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=22>. – Законодавство України.
150. Про затвердження ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності, а саме діяльності з ведення реєстру власників іменних цінних паперів [Електронний ресурс] : Рішення ДКЦПФР від 26.05.2006 № 348. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=22>. – Законодавство України.
151. Про затвердження ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – депозитарної діяльності [Електронний ресурс] : Рішення ДКЦПФР від 26.05.2006 № 349. – Режим доступу : <http://www.ssmsc.gov.ua/ShowPage.aspx?PageID=22>. – Законодавство України.
152. Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні [Електронний ресурс] : Закон України від 10.12.1997 № 710/97-ВР. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=710%2F97-%E2%F0>. – Законодавство України.
153. Про розрахунково-клірингову діяльність за договорами щодо цінних паперів [Електронний ресурс] : Положення. Рішення ДКЦПФР від 17.10.2006 № 1001. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z1198-06>. – Законодавство України.
154. Про розрахунок показників ліквідності, що обмежують ризики професійної діяльності на фондовому ринку [Електронний ресурс] : Положення. Рішення ДКЦПФР від 27.12.2007 р. № 2381. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0061-08>. – Законодавство України.
155. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг [Електронний ресурс] : закон України від 12.07.2001 № 2664–III. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2664-14>. – Законодавство України.
156. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] : закон України від 23.02.2006 № 3480-IV. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>. – Законодавство України.
157. Радыгин А. Д. Базовый курс по рынку ценных бумаг : учебное пособие / А. Д. Радыгин, Л. П. Хабарова, Л. Б. Шапиро. – М. : Финансовый издательский дом “Деловой экспресс”, 1998. – 408 с.



158. Развитие инфраструктуры финансовых рынков как элемент модернизации банковской деятельности // Депозитариум. – 2012. – № 6. – С. 34.
159. Райзберг Б. А. Курс экономики: учебник / Б. А. Райзберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 720 с.
160. Реверчук О. С. Банківський сектор та його структура в Україні / О. С. Реверчук // Формування ринкової економіки в Україні : зб. наук. праць. – Львів : Львівський національний університет імені Івана Франка, 2009. Вип. 19. – (Фінансово-економічні проблеми розвитку економіки України). – С. 420–424.
161. Рекуненко І. І. ІРО як перспективний метод залучення капіталу вітчизняними підприємствами / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2007. – № 1. – С. 36–40.
162. Рекуненко І. І. Важливість інформаційного забезпечення інвесторів при первинному розміщенні цінних паперів / І. І. Рекуненко, О. В. Клименко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Т. 17. – Суми : УАБС, НБУ, 2006. – С. 178–184.
163. Рекуненко І. І. Вплив Інтернет-трейдингу цінними паперами на розвиток фондового ринку / І. І. Рекуненко // Розвиток фінансових методів державного управління національною економікою : збірник наукових праць ДонДУУ. – Донецьк : ДонДУУ, 2009. – Т. X. – С. 310–318.
164. Рекуненко І. І. Інфраструктура ринку: елементи та значення в ринковій економіці / І. І. Рекуненко // Економіка. Фінанси. Право. – 2011. – № 11–12. – С. 19–22.
165. Рекуненко І. І. Методи роботи рейтингових агентств у період фінансової кризи / І. І. Рекуненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Т. 26. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2009. – С. 102–110.
166. Рекуненко І. І. Науково-методичні аспекти дослідження поняття “інфраструктура” як економічної категорії / І. І. Рекуненко // Економіка и управление. – 2012. – № 3. – С. 57–62.
167. Рекуненко І. І. Організаційно-економічний механізм саморегулювання на фінансовому ринку / І. І. Рекуненко // Інноваційна економіка. – 2011. – № 1. – С. 209–213.
168. Рекуненко І. І. Особливості діяльності саморегулювальних організацій на ринку фінансових послуг / І. І. Рекуненко, Є. П. Бондаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2010. – Т. 29. – С. 394–407.

169. Рекуненко І. І. Особливості оподаткування операцій з цінними паперами / І. І. Рекуненко, Я. С. Лук'яненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми, 2012. – Т. 34. – С. 261–267.
170. Рекуненко І. І. Особливості правового регулювання інфраструктури фінансового ринку в сучасних умовах / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2009. – № 2. – С. 13–17.
171. Рекуненко І. І. Роль та місце інфраструктури ринку в ринковій економіці / І. І. Рекуненко, Р. В. Коробка // Вісник Української академії банківської справи. – 2011. – № 2. – С. 20–24.
172. Рекуненко І. І. Управління ризиками при здійсненні маржинальних операцій на фондовому ринку / І. І. Рекуненко, Ф. О. Журавка // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 1. – С. 38–43.
173. Рекуненко І. І. Функції інфраструктури фінансового ринку / І. І. Рекуненко // Актуальні проблеми економіки. – 2011. – № 9. – С. 244–249.
174. Річний звіт ВДЦП [Електронний ресурс] : Річні звіти ВДЦП. – 2011. – 88 с. – Режим доступу : [http://www.ausd.com.ua/content/doc/annual\\_reports/Zvit\\_2011.indd.pdf](http://www.ausd.com.ua/content/doc/annual_reports/Zvit_2011.indd.pdf).
175. Річний звіт НДУ [Електронний ресурс] : Річні звіти НДУ. – 2011. – 52 с. – Режим доступу : [http://csd.ua/images/stories/pdf/ndu\\_annual\\_report\\_2011.pdf](http://csd.ua/images/stories/pdf/ndu_annual_report_2011.pdf). – Законодавство України.
176. Річний звіт НКЦПФР 2011 [Електронний ресурс] : Річні звіти НКЦПФР. – Режим доступу : [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1340015412.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf). – Законодавство України.
177. Річні звіти емітентів [Електронний ресурс] : Інформаційний ресурс Stockmarket. – Режим доступу : <http://stockmarket.gov.ua/db/yearreports>.
178. Річні звіти НКЦПФР 2010-2007 рр. [Електронний ресурс] : Річні звіти НКЦПФР. – Режим доступу : <http://nssmc.gov.ua/activities/annual>.
179. Савощенко А. С. Інфраструктура товарного ринку : навчальний посібник / А. С. Савощенко. – К. : КНЕУ, 2005. – 336 с.
180. Самуельсон П. Економіка : учебник / П. Самуельсон. – М. : Машиностроение : НПО "АЛГОН", 1994. – Т. 2. – 415 с.
181. Свинцов А. Скільки стоить брокерський бізнес? / А. Свинцов // Рынок ценных бумаг. – 2012. – № 6. – С. 22–24.

182. Сводные материалы по результатам работы тематических групп Проектной группы по совершенствованию финансовой инфраструктуры и регулированию финансового рынка [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.mfc-moscow.com/assets/files/analytics/PG1.doc>.
183. Сеницина Д. Г. Основные характеристики и роль теплоэнергетического комплекса в развитии территориальной хозяйственной системы / Д. Г. Сеницина // Балтийский экономический журнал. – Калининград : Изд-во БИЭФ, 2009. – № 2. – С. 124–134.
184. Смолянська О. Ю. Фінансовий ринок: навчальний посібник / О. Ю. Смолянська. – К. : Центр навчальної літератури, 2005. – 384 с.
185. Старчієнко О. Маркет-мейкери у системі ринкових відносин [Електронний ресурс] / О. Старчієнко. – Режим доступа : [http://www.u-fin.com.ua/analit\\_mat/rzp/076.htm](http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/076.htm).
186. Статистика Международной ассоциации бирж стран СНГ // Бюллетень биржевой статистики. – 2011. – 45 с.
187. Статистика Международной ассоциации бирж стран СНГ // Бюллетень биржевой статистики. – 2010. – 44 с.
188. Статистика Международной ассоциации бирж стран СНГ // Бюллетень биржевой статистики. – 2009. – 41 с.
189. Стаханов В. Н. Экономика инфраструктуры общественного производства : учебное пособие / В. Н. Стаханов. – Ростов на Дону : Феникс, 1989. – 212 с.
190. Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій : підручник / В. М. Суторміна. – К. : КНЕУ, 2004. – 566 с.
191. Сухоруков О. Який Фонд гарантування інвестицій потрібен інвесторам? [Електронний ресурс] / О. Сухоруков. – Режим доступа: [http://univer.ua/ua/in-the-press/vkurse-ua-yakiiy-fond-garantuvannya-investicsiiy-potriben-investoram](http://univer.ua/ua/in-the-press/vkurse-ua-yakiiy-fond-garantuvannya-investitsiiy-potriben-investoram).
192. Терехов Є. М. Визначення впливу диференційованого підходу на розвиток карткового бізнесу / Є. М. Терехов, С. М. Новак, І. І. Рекуненко // Вісник СНАУ. – (Серія “Економіка та менеджмент”). – 2005. – № 3–4. – С. 32–39.
193. Терехов Є. М. Вплив рекламних заходів на розвиток карткових проектів / Є. М. Терехов, С. М. Новак, І. І. Рекуненко // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми : Вид-во Сумського державного університету. – 2005. – № 3. – С. 90–96.
194. Тихонов С. Проблеми та перспективи розвитку національної депозитарної системи [Електронний ресурс] / С. Тихонов. – Режим доступа : [http://www.u-fin.com.ua/analit\\_mat/rzp/013.htm](http://www.u-fin.com.ua/analit_mat/rzp/013.htm).

195. Ткач А. А. Інституціональні основи ринкової інфраструктури : монографія / А. А. Ткач. – К. : Об'єднаний інститут економіки НАН України, 2005. – 295 с.
196. Ткаченко Н. Шляхи розвитку посередництва на страховому ринку України / Н. Ткаченко // Вісник КНТЕУ. – 2007. – № 6. – С. 77–84.
197. Толкунова Е. В. Формирование региональных факторинговых систем как элемента рыночной инфраструктуры : дис. канд. экон. наук : 08.00.05, 08.00.10 / Е. В. Толкунова. – Орел, 2005. – 174 с.
198. Транскордонні перекази за підсумками 2011 року / За матеріалами управління нагляду (оверсайта) за платіжними системами та системами розрахунків Національного банку України // Вісник НБУ. – 2012. – № 3. – С. 18–22.
199. Федоренко В. Г. Инвестознавство : підручник / В. Г. Федоренко. – 2-ге вид., переробл. – К. : МАУП, 2002. – 408 с.
200. Федосов В. М. Інституційна фінансова інфраструктура України: сучасний стан та проблеми розвитку / В.М. Федосов, В. М. Опарін, С. В. Львовчкін // Фінанси України. – 2008. – № 12. – С. 3–21.
201. Федько В. П. Инфраструктура товарного рынка : учебник для вузов / В. П. Федько, Н. Г. Федько. – Ростов-на-Дону : Феникс, 2000. – 512 с.
202. Фомин А. О. Возможности манипулирования фондовыми индексами [Электронный ресурс] / А. О. Фомин. – Режим доступа: [http://www.csef.ru/index.php?option=com\\_csef&view=article&aid=642&Itemid=128&lang=ru](http://www.csef.ru/index.php?option=com_csef&view=article&aid=642&Itemid=128&lang=ru).
203. Фондовый рынок : учеб. пособ. для студентов экон. вузов / Н. И. Берзон, Е. А. Буянова, М. А. Кожевников, А. В. Чаленко. – М. : Вита-Пресс, 1998. – 400 с.
204. Хейнман С. А. Научно-техническая революция и структурные изменения в экономике СССР / С. А. Хейнман // Коммунист. – 1969. – № 14. – С. 73–74.
205. Ходаківська В. П. Ринок фінансових послуг : навчальний посібник / В. П. Ходаківська, О. Д. Данілов. – Ірпінь : Академія ДПС України, 2001. – 501 с.
206. Хьюїт М. Саморегулівні організації (СРО) / М. Хьюїт // Проект ЄС “Посилення сектору фінансових послуг України”. – 2009. – № 7. – С. 10.
207. Чалдаева Л. А. Фондовая биржа. Организационно-управленческие структуры : монография / Л. А. Чалдаева. – М. : Экзамен, 2002. – 320 с.
208. Череп А. В. Инвестознавство : навчальний посібник / А. В. Череп. – К. : Кондор, 2006. – 98 с.

209. Чернишова Л. І. Використання сучасних технологій в розрахункових операціях банку / Л. І. Чернишова, Д. С. Журавський // Інноваційна економіка. – 2012. – № 4. – С. 242–246.
210. Чинчикеев В. Украинские кастодианы: желаемое и действительность [Електронний ресурс] / В. Чинчикеев // Акционер. – 2002. – № 2. – Режим доступу : – [http://bg-is.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=54:2010-07-14-13-56-37&catid=19:2010-07-12-23-19-00&Itemid=69](http://bg-is.com/index.php?option=com_content&view=article&id=54:2010-07-14-13-56-37&catid=19:2010-07-12-23-19-00&Itemid=69).
211. Шаго Е. История ценообразования на рынке брокерских услуг / Е. Шаго // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 17. – С. 50–53.
212. Шелудько В. М. Фінансовий ринок : навч. посібник / В. М. Шелудько. – К. : Знання-прес, 2002. – 535 с.
213. Шенцис Б. Оценка состояния финансовой архитектуры регионов / Б. Шенцис, П. Лансков // Рынок ценных бумаг. – 2005. – № 9. – С. 46–48.
214. Шкодiна І. В. Проблеми розвитку iнфраструктури фондового ринку України в посткризовий перiод / І. В. Шкодiна // Вiсник Унiверситету банківської справи Нацiонального банку України. – 2012. – № 1. – С. 31–35.
215. Школьник І. О. Структура фiнансового ринку країни в умовах розвитку ринкових відносин / І. О. Школьник, І. І. Рекуненко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збiрник наукових праць. – Т. 21. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2007. – С. 89–97.
216. Школьник І. О. Фiнансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку : монографія. – Суми : ВВП “Мрія” ТОВ, УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
217. Шубiн О. О. Iнфраструктура товарного ринку : теоретичні засади : пiдручник / О. О. Шубiн. – К. : Знання, 2009. – 379 с.
218. Шульга І. П. Вплив державного регулювання та саморегулювання діяльності фiнансових посередників на ринку цiнних паперiв на їх економічну безпеку [Електронний документ] / Ефективна економіка. – Електронне наукове фахове видання. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/index.php?operation=1&iid=308>.
219. Юрiй С. М. Вплив фiнансового ринку на розвиток нацiональної економіки / С. М. Юрiй, О. М. Штефанович // Науковий вiсник. – Чернiвецький торг.-екон. iн-т КНТЕУ. – 2009. – № 2. – С. 359–366.
220. Яковлева С. И. Функциональное определение инфраструктуры в региональных науках / С. И. Яковлева // Регионология. – 4/2001-1/2002. – С. 256–263.
221. Якушева А. Поставка против платежа в расчетных системах / А. Якушева // Депозитариум. – 2007. – № 3. – С. 3–7.

222. Ястремська О. М. Інфраструктура товарного ринку / О. М. Ястремська, Д. В. Райко. – Харків : ВД “Інжек”, 2006. – 216 с.
223. Beechey M. The Efficient Market Hypothesis: a Survey / M. Beechey, D. Gruen, J. Vickery // Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper № 2000-01, 2000. – P. 4.
224. Boot A. W. Financial System Architecture / A. W. Boot, A. V. Thakor // The Review of Financial Studies. – 1997. – Vol. 10. – № 3. – P. 693–733.
225. Delivery versus payment in securities settlement systems // Basle: Bank for International Settlements. – 1992. – P. 16–24.
226. Demirguc-Kunt A. Financial Structure and Economic Growth : A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development / A. Demirguc-Kunt, R. Levine. – The MIT Press: Cambridge, 2001. – 444 p.
227. Fabozzi J. Capital markets: institutions and instruments / J. Fabozzi, E. Modigliani. – Prentice Hall Inc. – 2006. – 23 p.
228. Factors Chain International Annual Review [Electronic resource]. – Access : [http://www.fci.nl/images/fci\\_annual\\_review\\_2012.pdf](http://www.fci.nl/images/fci_annual_review_2012.pdf).
229. Fama E. Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical 17. Work. // The Journal of Finance. – Vol. 25, № 2, Papers and Proceedings of the Twenty Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N. Y. December, 1969. (May, 1970) – P. 383–417.
230. FTSE quality of markets criteria (Europe Emerging) as at March 2012 [Electronic resource] – Access : [http://www.ftse.com/Indices/Country\\_Classification/Downloads/March%202012%20Update%20and%20Matrices/Europe\\_Emerging\\_Matrix\\_March\\_2012.pdf](http://www.ftse.com/Indices/Country_Classification/Downloads/March%202012%20Update%20and%20Matrices/Europe_Emerging_Matrix_March_2012.pdf).
231. FTSE quality of markets criteria (Europe Frontier) as at March 2012 [Electronic resource] – Access : [http://www.ftse.com/Indices/Country\\_Classification/Downloads/March%202012%20Update%20and%20Matrices/Europe\\_Frontier\\_Matrix\\_March\\_2012.pdf](http://www.ftse.com/Indices/Country_Classification/Downloads/March%202012%20Update%20and%20Matrices/Europe_Frontier_Matrix_March_2012.pdf).
232. FTSE quality of markets criteria (Europe Developed) [Electronic resource] – Access : [http://www.ftse.com/Indices/Country\\_Classification/Downloads/March%202012%20Update%20and%20Matrices/Europe\\_Developed\\_Matrix\\_March\\_2012.pdf](http://www.ftse.com/Indices/Country_Classification/Downloads/March%202012%20Update%20and%20Matrices/Europe_Developed_Matrix_March_2012.pdf).
233. Galper J. Value chain control in financial markets: stock exchanges and central securities depositories. A working paper / J. Galper – Paris : FIBV, 2000. – 45 p.
234. Globetax [Electronic resource] – 2011. – Access : [http://www.globelcustody.net/ua/assets\\_listings](http://www.globelcustody.net/ua/assets_listings).
235. Hartmann P. The Euro-Aria Financial System : Structure, Integration and Policy Initiatives / P. Hartmann, A. Maddaloni, S. Manganelli // European Central Bank Working Paper Series. – 2003. – № 230. – 54 p.

236. Hasenpusch T. P. Clearing Services for Global Markets : A Framework for the Future Development of the Clearing Industry / T. P. Hasenpusch // Cambridge University Press, 2009. – 568 p.
237. Jochimsen R. Theorie der Infrastruktur / R. Jochimsen // Jubingen. – 1966. – P. 133-135.
238. Market Highlights WFE 2011 // World Federation of Exchanges. – 2012. – № 1. – 18 p.
239. Morrison J. The operational challenges of OTC clearing // The Magazine of the Futures Industry. – 2010. – № 6. – P. 27.
240. Moskow M. Financial Infrastructure in Emerging Economies / M. Moskow // Journal of Financial Intermediation. – 2002. – № 11. – P. 354–361 [181]
241. Rosenstein-Rodan P. Notes on the Theory of the “Big Push”. – Economic Development for Latin America. – 1961. – № 4. – P. 60.
242. Schwartz R. A. Equity markets: structure, trading, and performance / R. A. Schwartz // New York : Harper & Row, 1988. – P. 139-142.
243. Statistic of stock exchange [Electronic Resource] // World Federation of Exchanges. – Access : <http://www.world-exchanges.org/statistics>.
244. The Annual Statistical Enquiry is Leaseurope’s [Electronic resource] / The Voice of leasing and automotive rental in Europe. – 2010. – Access : <http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202010.pdf>.
245. The Annual Statistical Enquiry is Leaseurope’s [Electronic resource] / The Voice of leasing and automotive rental in Europe. – 2011. – Access : <http://www.leaseurope.org/uploads/documents/stats/European%20Leasing%20Market%202011.pdf>.
246. Yamin M. Infrastructure or foreign direct investment? An examination of the implications of MNE strategy for economic development / M. Yamin, R. Rudolf // Journal of World Business. – 2009. – № 44. – P. 144–157.

Додаток А

Таблиця А.1 – Структуризація підходів до визначення понять “інфраструктура” та “ринкова інфраструктура”

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
Перший підхід – виробничий	Розенштейн-Родан П.	Умови навколишнього суспільного середовища, необхідні для того, щоб приватна промисловість була в змозі зробити перший ривок	–	Rosenstein-Rodan P. Notes on the Theory of the “Big Push”. – Economic Development for Latin America. – 1961 – № 4. – P. 60
	Маркс К.	Створені людиною умови в процесі виробничої діяльності	–	Маркс К. Капитал / К. Маркс, Ф. Энгельс. – М. : Политиздат. – 1956. – т. 23. – 785 с.
	Носова С. С.	Сукупність галузей, об’єктів, споруд, що забезпечують загальні умови виробництва, які необхідні для ефективного розвитку економіки в цілому та повсякденного проживання людей на будь-якій території	Загальні умови, що забезпечують ефективне функціонування ринкових відносин	
Другий підхід – галузевий	Мельник Л. Г.	Сукупність галузей, підприємств та організацій, що входять у ці галузі, видів їх діяльності, що покликані забезпечувати, створювати умови для нормального функціонування виробництва та обігу товарів, а також життєдіяльності людей	–	Мельник Л. Г. Экономика и информация: экономика информации и информация в экономике: Энциклопедический словарь / Л. Г. Мельник. – Университетская книга”, 2005. – 384 с.
	Голиков А. П., Олійник Я. Б., Степаненко А. В.	Сукупність галузей господарства, що обслуговують виробництво і населення	–	Голиков А. П. Вступ до економічної і соціальної географії : підручник / А. П. Голиков, Я. Б. Олійник, А. В. Степаненко. – К. : Либідь, 1997. – 320 с.

Продовження таблиці А.1



Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
	Каренов Р. С.	–	Комплекс галузей, підгалузей та сфер діяльності, головна задача яких зводиться до доведення товарів від виробництва до споживачів	Каренов Р. С. Терминология рыночной экономики и бизнеса. / Р. С. Каренов. – Алматы: Гылым, 1994. – 312 с.
	Райзберг Б. А.	Комплекс галузей, що обслуговують виробничу і соціальну сферу народного господарства	–	Курс економіки : учебник / под ред. Б. А. Райзберга. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 720 с.
	Борисов Є. Ф.	Сукупність взаємопов'язаних допоміжних галузей та видів виробництва, що забезпечують загальні умови виробництва та життєдіяльності людей	–	Борисов Е. Ф. Экономика : Справочник / Борисов Е. Ф., А. А. Петров, Ф. Ф. Стерликов. – М. : Финансы и статистика, 1997. – 400 с.
Третій підхід – інституційний	Мочерний С. В.	Сукупність різноманітних установ та інститутів, а також визначених видів діяльності, які забезпечують рух об'єктів власності	–	Основы экономической теории : учебник / С. В. Мочерный, В. К. Симоненко, В. В. Секретарюк, А. А. Устенко; под общ. ред. С. В. Мочерного. – К. : Об-во “Знання”, КОО, 2000. – 607 с. Мочерний С. В. Економічна теорія : посібник / С. В. Мочерний. – К. : Видавничий центр “Академія”, 2002. – 656 с.
	Мочерний С. В.	–	Сукупність різноманітних установ та інститутів, які забезпечують рух грошей, цінних паперів, робочої сили, засобів виробництва, предметів споживання, послуг, інтелектуальної власності, валюти та ін.	Мочерний С. В. Основы економічних знань : підручник / С. В. Мочерний. – К. : Видавничий центр “Академія”, 2002. – 312 с.

Продовження таблиці А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
Третій підхід – інституційний	Гальчинський А. С.	–	Система підприємств і організацій, які забезпечують рух товарів, послуг, грошей, цінних паперів, робочої сили	Гальчинський А. С. Основи економічної теорії : підручник / А. С. Гальчинський, П. С. Єщенко, Ю. І. Палкін. – К. : Вища школа, 1995. – 471 с.
	Клюня В. Л.	–	Сукупність інститутів ринку, які обслуговують та забезпечують рух товарів та послуг, капіталів та робочої сили	Основы экономической теории : учебное пособие / В. Л. Клюня, М. Л. Зеленкевич, Н. В. Чеченко и др.; под ред. В. Л. Клюни. – Мн. : НКФ “Экоперспектива”, 1996. – 336 с.
	Журавльова Г. П.	–	Взаємопов’язана система інститутів, організацій, що діють у межах особливих ринків і які виконують визначені функції	Журавлева Г. П. Вводный курс по экономической теории : учебник для лицеев / Г. П. Журавлева. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 368 с.
	Дзюбик С. Д.	–	Сукупність інститутів, які прискорюють та полегшують укладання і здійснення ринкових угод	Дзюбик С. Д. Основи економічної теорії: Навчальний посібник / С. Д. Дзюбик, О. С. Ривак. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Знання, 2008. – 491 с.
	Іохін В. Я.	–	Система спеціалізованих організацій, які покликані сприяти функціонуванню окремих ринків	Иохин В. Я. Экономическая теория: введение в рынок и микроэкономический анализ : учебник / В. Я. Иохин. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 512 с.
	Михайлов А. П., Шило Д. Д.	–	Сукупність підприємств, установ та організацій, що забезпечують ефективну взаємодію між основними суб’єктами ринкових взаємовідносин – продавцями та покупцями	Михайлов А. П. Основы рыночной экономики: Экономическая теория : учебное пособие [для студентов высших учебных заведений] / А. П. Михайлов, Д. Д. Шило. – К. : Европейский университет финансов, информационных систем, менеджмента и бизнеса, 2000. – 248 с.
	Базилевич В. Д.	–	Комплекс інститутів, служб, підприємств, організацій, які забезпечують нормальний режим безперебійного функціонування ринку	Економічна теорія: Політекономія : підручник / за ред. В. Д. Базилевича. – 7-ме вид. стер. – К. : Знання-Прес, 2008. – 719 с.

Продовження таблиці А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття	Джерело
--------	-------	--------------------	---------

		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
Третій підхід – інституційний	Задоя А. А., Петруня Ю. Є.	–	Сукупність інститутів, що забезпечують обіг різноманітних товарів	Задоя А. А. Основы экономики : учебное пособие / А. А. Задоя, Ю. Е. Петруня. – К. : Вища школа – Знання, 1998. – 478 с.
	Ніколенко Ю. В.	–	Система державних приватних і громадських інститутів (організацій і установ) і технічних засобів, що обслуговують інтереси суб’єктів ринкових відносин, забезпечують їхню ефективну взаємодію	Основи економічної теорії : підручник / за заг. ред. Ю. В. Ніколенка. – 3-тє вид. – К. : ЦУЛ, 2003. – 504 с.
	Ніколенко Ю. В.	–	Система підприємств і організацій, які забезпечують рух товарів, послуг, грошей, цінних паперів, робочої сили	Політекономія : підручник / за заг. ред. Ю. В. Ніколенка. – 3-тє вид. – К. : ЦУЛ, 2003. – 412 с.
	Герасимчук З. В., Подерня-Масюк Ю. А.	Сукупність організацій, установ, посередників, завдання яких полягає в обслуговуванні будь-якої соціально-економічної системи для забезпечення нормальної діяльності даної системи	–	Герасимчук З. В. Економічна сутність інвестиційної інфраструктури регіону / З. В. Герасимчук, Ю. А. Подерня-Масюк // Економічні науки. – (Серія “Регіональна економіка”) : зб. наук. праць / М-во освіти і науки України, Луцький нац. технічний ун-т. – 2008. – № 5(17), ч. 2. – С. 6–14
	Муфтієв Г. Г.	–	Каркас ринку, що являє собою розгалужену та взаємопов’язану мережу підприємств та господарств для обслуговування процесів обміну та руху товару	Муфтиев Г. Г. Рынок средств производства в системе региональной экономики. – М. : Наука, 1993. – 112 с.
	Новиков В. А.	–	Сукупність державних і недержавних підприємств та установ, що забезпечують функціонування ринків товарного, фінансового, зовнішньоторгового та робочої сили	Новиков В. А. Толковый словарь: термины рыночной экономики / В. А. Новиков. – М. : Наука, 1994. – 233 с.

Продовження таблиці А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття	Джерело
--------	-------	--------------------	---------

		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
Третій підхід – інституційний	Сізов Ю. С.	Сукупність систем, що забезпечують функціонування ринку	–	Сізов Ю. С. Формирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг в России. Московский опыт / Ю. С. Сізов. – М. : Планета 2000, 1999. – 280 с.
	Козельська І. Н.	Сукупність посередників на ринку, що забезпечують ефективні взаємовідносини між безпосередніми виробниками та споживачами товарів, між кінцевими позичальниками та кредиторами	–	Козельская И. Н. Инфраструктурное обеспечение функционирования рынка транзитивной экономики / И. Н. Козельская. – Саратов : Изд. центр СГЭА, 1997. – 372 с.
Четвертий підхід – обслуговуючий	Галанов В. А., Басов А. І.	Сукупність організацій, що обслуговують ринок та спеціалізуються на наданні послуг для всіх його учасників	–	Рынок ценных бумаг : учебник / под ред. В. А. Галанова, А. И. Басова. – М. : Финансы и статистика, 1996. – 352 с.
	Чернявський І. Ф.	Сукупність спеціалізованих виробництв і видів діяльності, функції яких полягають у наданні основним галузям послуг виробничого і соціального призначення з метою забезпечення ефективного функціонування загальнонародної кооперації праці й отримання високих кінцевих результатів	–	Чернявский И. Ф. Инфраструктура и эффективность общественного производства / И. Ф. Чернявский // Вопросы экономики. – 1982. – № 7. – С. 21–27
	Рибалкін В. О., Бодров В. Г.	Комплекс галузей, систем, служб, підприємств, які обслуговують ринок	–	Політична економія: навчальний посібник / за ред. В. О. Рибалкіна, В. Г. Бодрова. – К. : Академвидав, 2007. – 672 с.

Продовження таблиці А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
Четвертий підхід – обслуговуючий	Воробйов Є. М.	–	Комплекс організаційних і правових норм, які опосередковують рух товарів і послуг на ринку, або сукупність установ та інститутів, що обслуговують ринок	Воробйов Є. М. Економічна теорія. Модульний курс : навчальний посібник / Є. М. Воробйов. – Х. : Торсінг плюс, 2009. – 320 с.
	Ховард К., Журавльова Г. П.	Сукупність організаційно-правових форм, що опосередковують рух товарів та послуг, актів купівлі-продажу, або сукупність галузей, систем, служб, підприємств, що обслуговують ринок та виконують визначені функції по забезпеченню нормального режиму його функціонування	–	Ховард К. Экономическая теория : учебник для вузов / К. Ховард, Г. Журавлева, Н. Эриашвили. – М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 278 с. Экономическая теория : учебник / под общ. ред. В. И. Видяпина, А. И. Добрынина, Г. П. Журавлевой, Л. С. Тарасевича. – М. : ИНФРА-М, 2003. – 713 с.
	Муханова Е. Б.	–	Єдина система, що складається із сегментів, що обслуговують різні типи ринків	Муханова Е. Б. Теоретические основы и пути формирования рыночной инфраструктуры : монография / Е. Б. Муханова. – М. : ИЭ РАН, 1994. – 162 с.
П'ятий підхід – комплексний	Зюкова І.	–	Сукупність видів діяльності, що забезпечують ефективне функціонування об'єктів ринкової економіки і їхню єдність у визначеному ринковому просторі	Зюкова И. Инфраструктура маркетинга / И. Зюкова // Бизнес-информ. – 1998. – № 16. – С. 79–80
	Мельник Л. Ю.	Складові спільного устрою економічного або політичного життя, що носять підпорядкований, допоміжний характер	Свідомо утворені елементи, певні установи, з допомогою яких регулюються ринкові зв'язки між суб'єктами ринкової економіки	Основи економічної теорії : навчальний посібник / Л. Ю. Мельник, М. Х. Корецький, В. М. Огаренко та ін.; під заг. ред. Л. Ю. Мельника. – К. : Центр навчальної літератури, 2005. – 528 с.

Продовження таблиці А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
П'ятий підхід – комплексний	Гриценко А., Соболев В.	Сукупність елементів, що забезпечують безперервне функціонування взаємозв'язків об'єктів та суб'єктів даної системи	–	Гриценко А. Рыночная инфраструктура: сущность, функции, строение / А. Гриценко, В. Соболев // Экономика Украины. – 1998. – № 4. – С. 35–44
	Башнянин Г. І.	–	Сукупність організаційно-правових форм, за допомогою яких здійснюється функціонування й поєднання в єдине ціле ринкових відносин	Башнянин Г. І. Політична економія / Г. І. Башнянин, П. Ю. Лазур, В. С. Медведєв. – К. : Ніка-центр Ельга, 2000. – 525 с.
	Ніколенко Ю. В.	Сукупність галузей і підприємств, зайнятих обслуговуванням суспільного виробництва	–	Політекономія : підручник / за заг. ред. Ю. В. Ніколенка. – 3-тє вид. – К. : ЦУЛ, 2003. – 412 с.
	Кривенко К. Т.	Сукупність галузей та підприємств, зайнятих обслуговуванням суспільного виробництва	–	Політична економія : навчальний посібник / К. Т. Кривенко, В. С. Савчук, О. О. Бєляєв та ін.; за ред. К. Т. Кривенка. – К. : КНЕУ, 2001. – 508 с.
	Ібрагімов Л. А.	Сукупність організаційно-правових форм, що опосередковують рух матеріальних ресурсів та ділових відносин, пов'язуючи дані відносини в єдине ціле, не дивлячись на їх суб'єктивність та різноманітність	–	Ібрагімов Л. А. Инфраструктура товарного рынка / Л. А. Ибрагимов. – М. : Изд-во “ПРИОР”, 2001. – 416 с.

Продовження таблиці А.1

Підхід	Автор	Визначення поняття		Джерело
		“інфраструктура”	“інфраструктура ринку”, “ринкова інфраструктура”	
П'ятий підхід – комплексний	Сисоева О. Ф.	–	Сукупність систем, організацій та технологій, що дозволяють учаснику фондового ринку підвищити ефективність та знизити ризики, пов'язані з операціями купівлі-продажу цінних паперів	Сисоева Е. Ф. Инфраструктура российского фондового рынка: состояние, проблемы и пути решения / Е. Ф. Сысоева, Е. С. Попова // Теория и практика функционирования финансовой и денежно-кредитной системы России : сборник статей международной научно-практической конференции (пятое заседание 25.11.2009). – Воронеж : Научная книга, 2010. – С. 83–86
	Голиков А. П., Олійник Я. Б., Степаненко А. В.	–	Комплекс елементів і видів діяльності, які створюють організаційно-економічні умови для функціонування ринкового механізму	Голиков А. П. Вступ до економічної і соціальної географії : підручник А. П. Голиков, Я. Б. Олійник, А. В. Степаненко. – К. : Либідь, 1997. – 320 с.

## Додаток Б

**Таблиця Б.1 – Поелементний склад інфраструктури в розумінні вітчизняних і зарубіжних дослідників**

Автори	Поелементний склад інфраструктури
Яно С.	Торгівля, транспорт, індустрія інформації і знань, зв'язок, управління, індустрія розваг, медицина, юриспруденція, фінанси, страхування
Іохімсен Р.	Матеріальна (всі види будівництва, зв'язок, енергетика); інституційна (витрати, пов'язані з діяльністю кредитно-фінансової системи, науково-дослідних інститутів); персональна (освіта, охорона здоров'я, обслуговування населення, культура, спорт та ін.)
Розенштейн-Родан П., Зінгер Х., Самуельсон П.	Накладний капітал, транспорт, зв'язок, енергетика
Пізенті А.	Дорожня мережа, транспортні засоби, землеустрій, меліорація, водо-, енерго-, електропостачання та ін.
Семенкова Т. Г.	Практично всі галузі народного господарства за винятком промисловості і сільського господарства і всі види діяльності за винятком галузей обслуговування
Новіков Д. Т., Нестеров Н. Д.	Всі галузі народного господарства, диференційовані на: обслуговуючі системи, що створюють умови для руху матеріальних і енергетичних потоків; обслуговуючі системи, для передачі інформації, що забезпечують розподіл і обіг засобів виробництва
Німецькі дослідники	Установки, мережі і потужності енергетики, водного господарства, дорожнього господарства і транспорту, пошта, житлове господарство, торгівлі та комунальні служби, установи освіти, охорони здоров'я, культури і спорту, регіональні управлінські структури, статистичні установи
Краснопольський Б. Х.	Виробничо-соціальна (зв'язок, транспорт, енергопостачання, водне господарство, матеріально-технічні засоби, науково-технічна підготовка території); суспільно-політична і управлінська (партії і суспільні організації, органи управління, фінансово-кредитні і страхові структури); соціальна (торгівля, охорона здоров'я, наука, освіта, культура, соцзабезпечення, житлово-комунальне господарство, побутове обслуговування)
Орешин В. П.	Транспорт, складське господарство, матеріально-технічні засоби, зв'язок, комунікаційне господарство, підприємства ділового характеру
Крамар А. В.	Транспорт, зв'язок, матеріально-технічні засоби, збут, заготівлі, складське господарство, енерго-, електро-, водопостачання, меліорація та іригація, ділові послуги
Шаріпов А. Ю., Зотова Т. Г.	Транспорт всіх видів, засоби зв'язку, матеріально-технічні засоби, заготівля і збут сільськогосподарської продукції, об'єкти електроенергетики



Продовження таблиці Б.1

Автори	Поелементний склад інфраструктури
Мєдведєв В. А.	Всі види транспорту, енергосистеми, інформаційне забезпечення
Кларк К.	Підрозділ економіки – інфраструктура: оптова та роздрібна торгівля, державні підприємства і установи, фінанси і нерухомість, транспорт і зв'язок, комунальне господарство (газо-, електро-, водопостачання)
Маркс К.	Засоби праці, що забезпечують загальні умови виробництва; матеріальні умови – робочі будівлі, канали, шляхи; прихований капітал – засоби зберігання виробничого запасу; комунікаційний капітал – засоби транспорту і зв'язку
Носова С. С.	Соціально-економічна, національна, галузева, регіонально-просторова, з урахуванням обліку чинника часу, за рівнем обхвату економічної системи (макроекономічна, мезоекономічна, мікроекономічна), за джерелами фінансування, за формою власності. Інформатика, електроенергетика, транспорт, зв'язок, комунальне обслуговування, освіта, охорона здоров'я, соціальне забезпечення
Картер А., Чернок А., Ерліх Д., Сіладі Ю.	Галузі загального призначення: енергосистеми, послуги транспорту, зв'язок, торгівля, житлове господарство
Хейман С. А.	Всі галузі, що створюють водне забезпечення, транспорт всіх видів, лінії електропередач, зв'язок, системи загального користування, матеріально-технічні засоби, заготівлі, збут, склади, елеватори, холодильники, тара, ділове обслуговування (наладка, ремонт)
Жамін В. А.	Кадрове забезпечення, виробниче та наукове забезпечення, інформаційне забезпечення економіки, охорона праці на виробництві, транспорт, зв'язок, будівництво, експлуатація доріг, портів, аеродромів, торгівля, матеріально-технічні засоби, природоохоронна техніка, виробничо-технічне управління, побутове обслуговування населення, складське господарство, енергозабезпечення
Сухова Л. Ф.	Транспорт, зв'язок, складське господарство, матеріально-технічні засоби, інформація, обчислювальна техніка, економіко-математичне програмування
Смірнов А. Д., Максимова В. Ф., Акуленок Д. Н., Мальков І. В. та ін.	Кредитно-емісійна система економіки, посередництво на товарних біржах, небіржове посередництво (ярмарки, аукціони та ін.), центри зайнятості населення, ділова комунікація, страхування, рекламні агентства, суспільні інститути ділових кіл, митна система, комерційно-виставкові комплекси, система вищої і середньої освіти, аудиторські і консультантські фірми, зони вільного підприємництва, різні фонди, що стимулюють ділову активність
Бєлявський І. К., Кулагіна Г. Д. та ін.	Торгово-складські приміщення, інформаційно-обчислювальна техніка, засоби зв'язку, транспортні засоби, трудові ресурси, виробничо-технічна база сфери послуг, сервіс, реклама, фінансово-кредитне забезпечення, упаковка
Клюня В. Л.	Державні фінанси: центральні та місцеві бюджети. Через держбюджет відбувається перерозподіл доходів, фінансування соціальних програм. Важливою частиною є система законодавства

Продовження таблиці Б.1

Автори	Поелементний склад інфраструктури
Макконелл К. Р., Брю С. Л.	Капітальні споруди економіки: автомагістралі, мости, міські транспортні системи, водоочисні системи, муніципальні системи, водопостачання, аеропорти; локальні інструменти: фінансове і банківське обслуговування, перевезення вантажів, науково-дослідні роботи, вивіз виробничих відходів, водопостачання, електрозабезпечення
Мочерний С. В.	Банки, фондові і товарні біржі, інформаційні центри та ін.
Кривенко К. Т.	Виробнича, соціальна, ринкова (сфери обігу)
Рибалкін В. О., Бодров В. Г.	Загальна – обслуговування всієї структури ринку: грошова, фінансова, податкова і кредитна системи; спеціалізована – обслуговує безпосередньо сферу обігу товарів: біржі, аукціони, ярмарки, торгові дома і палати, страхові компанії, аудиторі, підприємства галузей зв'язку та транспорту
Борисов Є. Ф.	Виробнича – галузі, що безпосередньо обслуговують матеріальне виробництво: транспорт, зв'язок, електропостачання; соціальна – пов'язана з матеріальним виробництвом: житлово-комунальне, побутове обслуговування, підприємства торгівлі, охорони здоров'я, освіти, туризму
Ніколенко Ю. В.	Організаційно-технічна, фінансово-кредитна та науково-дослідницька інфраструктури ринку; загальна, специфічна
Голіков А. П., Олійник Я. Б., Степаненко А. В.	Фонди розвитку й підтримки, комерційні банки, аудиторські фірми, лізингові компанії, асоціації підприємців, товарні біржі, торговельні будинки, біржі праці, фондові біржі, центри інформаційного обслуговування, бізнес-центри тощо

## Додаток В

**Таблиця В.1 – Поелементний склад структури фінансового ринку**

Автор	Елементи	Піделементи
Дорошенко І. В. [43]	Ринок грошей	- кредитний ринок
	Ринок капіталів	- ринок акцій; - середньо- та довгостроковий кредитний ринок
Фабоцці Дж., Модільяні Е. [227]	Грошовий ринок	- обліковий; - міжбанківський; - валютний
	Ринок капіталів	–
Мозговий О. М. [117]	Грошовий ринок	- ринок грошей; - ринок короткострокових цінних паперів
	Фондовий ринок	- ринок середньо- та довгострокових цінних паперів
Берзон Н. І. [203]	Грошовий ринок	–
	Ринок капіталів	–
Бобров Є. А. [15]	Фондовий ринок	–
	Кредитний ринок	–
	Валютний ринок	–
Опарін В. М. [132]	Ринок грошей	- ринок короткострокових боргових зобов'язань
	Ринок капіталів	- ринок інструментів власності; - ринок довгострокових боргових зобов'язань
Василик О. Д. [21]	Валютний ринок	–
	Ринок кредитів	–
	Ринок цінних паперів	–
	Ринок фінансових послуг	–
Шелудько В. М. [212]	Грошовий ринок	- ринок короткострокових фінансових активів
	Ринок капіталів	- середньо- та довгострокові кредити та боргові цінні папери, інструменти власності
Маслова С. О., Опалов О. А. [105], Іванов В. М. [55];	Грошовий ринок	- обліковий ринок; - міжбанківський ринок; - валютний ринок
	Ринок капіталів	- кредитний ринок; - ринок цінних паперів
Корнеєв В. В., Глуценко С. В. [81]	Ринок запозиченого капіталу (кредитний ринок)	- ринок грошей; - ринок боргових зобов'язань
	Ринок залученого капіталу (ринок акцій)	- ринок похідних фінансових інструментів
	Валютний ринок	–

Продовження таблиці В.1

Автор	Елементи	Піделементи
Іваницька О. М. [58]	Грошовий ринок	- обліковий; - міжбанківський ринок; - валютний ринок
	Ринок капіталів	- ринок цінних паперів; - кредитний ринок
	Строкові ринки	
Бланк О. І. [13]	За видами фінансових активів	- кредитний ринок; - ринок цінних паперів; - валютний ринок; - страховий ринок; - золота
	За періодом обігу фінансових активів	- ринок грошей; - ринок капіталу
Ковальов В. В. [73]	Ринок грошових коштів	–
	Ринок капіталу	- ринок цінних паперів; - кредитний ринок
	Валютний ринок	–
	Ринок золота	–
Смолянська О. Ю. [184]	Ринок власних капіталів (ринок акцій)	- фондовий ринок (ринок цінних паперів)
	Ринок позикових капіталів	- ринок довгострокових позикових капіталів: ринок боргових зобов'язань, ринок середньо- та довгострокових кредитів; - ринок грошей: обліковий, міжбанківський, валютний
Васильєва В. В. [22]	Грошовий ринок	- ринок грошей; - валютний ринок; - ринок короткострокових кредитів
	Ринок капіталів	- ринок цінних паперів; - ринок середньо- та довгострокових банківських кредитів
Буднік М. М. [19]	Валютний ринок	–
	Кредитний ринок	- грошовий ринок
	Ринок цінних паперів	- ринок інструментів позики; - ринок інструментів власності

## Додаток Г

**Таблиця Г.1 – Перелік функцій інфраструктури на основі узагальнення досліджень російських вчених**

Томіна Н. М.	Коношко Л. В.
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Організаційне оформлення економічних відносин.</li> <li>2. Допомога учасникам ділових відносин при реалізації їх інтересів.</li> <li>3. Забезпечення форми юридичного та економічного контролю, державного і суспільного регулювання ділової практики.</li> <li>4. Сприяння спеціалізації різних суб'єктів економіки, підвищенню ефективності і оперативності їх роботи на основі диференціації заповнюваних ними ринкових ніш</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Інтеграція окремих елементів економіки в єдину економічну макросистему, підвищення взаємозв'язаності економіки в цілому і окремих її частин.</li> <li>2. Побудова взаємостосунків між окремими елементами економіки на підставі законів ринкового господарства.</li> <li>3. Надання агентам ринкового господарства спеціалізованих послуг із здійснення зв'язків з іншими елементами ринкової економіки, забезпечуючи нормальне функціонування останніх.</li> <li>4. Підвищення інформаційної забезпеченості господарських агентів.</li> <li>5. Надання органам управління економічної можливості ефективної регулятивної дії на ринковий сектор економіки</li> </ol>
Маєргойз І. М.	Шаріпов А. Ю.
Створення передумов і умов для матеріального виробництва і споживання, а також форм суспільної діяльності на даній території	Основними функціями галузей інфраструктури є виробничі послуги і забезпечення економічного обороту в народному господарстві
Федоров Ф. М.	Федько В. П.
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Економічна функція полягає в прискоренні обороту благ і послуг.</li> <li>2. Господарська функція полягає в наданні різноманітних послуг виробництву і населенню, а також в участі (у формі забезпечення необхідних умов) у створенні матеріальних і нематеріальних благ</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Забезпечення тих або інших видів людської діяльності на певній території.</li> <li>2. Створення умов для промислових і сільськогосподарських підприємств регіону і для розміщення в ньому робочої сили і населення.</li> <li>3. Підготовка загальних умов для функціонування всього суспільного капіталу.</li> <li>4. Формування умов матеріального виробництва і споживання</li> </ol>
Тарасова Т. Г.	Платонов В. С., Стаханов В. Н.
Головне призначення інфраструктури – у служінні їй “механізмом управління, засобом виразу державних, національних інтересів і їх проведення в економіці”	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Розподільча функція ринкової інфраструктури (здатність забезпечувати розподіл товарно-матеріальних цінностей, фінансових і трудових ресурсів по галузях і регіонах).</li> <li>2. Комунікаційна функція ринкової інфраструктури (організація еквівалентного обміну продуктами праці – товарами, послугами, інформацією тощо).</li> <li>3. Регулююча функція (відновлення і підтримка збалансованості попиту і пропозиції на ринках</li> </ol>

## Продовження таблиці Г.1

Гага В. А., Шабашев В. П., Шеховцев Г. В.

1. Торгівельно-посередницька діяльність, коли посередники виступають контрагентами в купівлі-продажу через всі форми торгівлі з урахуванням вивчення попиту і пропозиції на товари і послуги.
2. Посередництво в реалізації товарів і організація господарських зв'язків, кооперації промислових підприємств в реалізації товарно-матеріальних цінностей і вторинних ресурсів.
3. Інформування та організаційно-комерційні послуги: забезпечення комерційною, науково-технічною, економічною, правовою та іншою інформацією споживачів і виробників; вивчення попиту на окремі види послуг із замовлень підприємств; організаційно-правове та науково-технічне консультування споживачів і виробників.
4. Виробничі послуги: перетворення виробничого асортименту продукції у споживчий, виготовлення продукції підвищеної виробничої готовності, монтаж устаткування та перевірка якості продукції, що поставляється; ремонт і відновлення різноманітних видів продукції; організація виконання замовлень на виготовлення різноманітної тари, нестандартних виробів і продукції.
5. Транспортно-експедиторські послуги: доставка матеріалів і продукції споживачам з підприємств оптової торгівлі; посилочна відправка штучних і дрібних партій продукції; організація доставки матеріалів і продукції спеціальними видами транспорту.
6. Фінансово-розрахункові і кредитні послуги: комерційне кредитування покупців і продавців; акумуляція грошових коштів; розрахункові операції.
7. Орендні послуги: надання в оренду різноманітних приладів, інструментів, землі, складських та інших площ, тари і транспортних засобів

Муханова О. Б.	Ржанов А. А.	Говорін А. А.
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Створення зовнішніх умов для більш ефективної роботи підприємств.</li> <li>2. Комплекс послуг з науково-технічного обслуговування.</li> <li>3. Забезпечення збалансованості макро- і мікроекономічних пропорцій.</li> <li>4. Комплекс послуг для внутрішнього і зовнішнього ринку.</li> <li>5. Забезпечення інформаційних послуг для основних суб'єктів ринку.</li> <li>6. Комплекс управлінських послуг з формування і функціонування ринкової інфраструктури.</li> <li>7. Екологічна функція.</li> <li>8. Соціальна функція</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Зниження витрат при укладанні угод між господарськими одиницями, так званих "трансакційних витрат".</li> <li>2. Забезпечення стабільності і безперервності процесу виробництва товарів і надання послуг.</li> <li>3. Зниження витрат при просуванні і збуті товарів і послуг, а також прискорення цього процесу.</li> <li>4. Спрощення або гарантування виконання досягнутих договорів (контрактів) і, тим самим, підтримка стійких зв'язків між окремими суб'єктами ринку.</li> <li>5. Максимізація прибутку від використання вільних грошових коштів суб'єктів економіки за допомогою виконання брокерських або дилерських функцій</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Створення загальних умов для ефективного функціонування структурують галузей у народному господарстві в цілому, в регіонах, підприємств і об'єднань соціальної сфери.</li> <li>2. Системоутворююча функція, що сприяє забезпеченню єдності всіх фаз відтворення у народному господарстві в цілому.</li> <li>3. Забезпечення нерозривності раціональних товарних, грошових, інформаційних та інших потоків, взаємозв'язаних між собою.</li> <li>4. Створення загальних умов для підвищення ефективності відтворення, для інноваційного процесу</li> </ol>







## Додаток Е

### Таблиця Е.1 – Огляд міжнародної практики створення мегарегуляторів

Країна	Мегарегулятор	Функції мегарегулятора
Великобританія	Financial Services Authority	З 1997 р. поетапно акумулює функції банківського нагляду (Bank of England. Supervision and Surveillance Division), регулювання та контролю над будівельними товариствами, інститутами цінних паперів, страхування, колективних інвестицій. Раніше ці функції виконувалися Building Societies Commission, Securities and Investments Board, Insurance Directorate of Department of Trade and Industry. Securities and Futures Authority, Personal Investment Authority, Investment Management Regulatory Organization, Friendly Societies Commission, Registrar of Friendly Societies
Австралія	Australian Securities and Investments Commission, Australian Prudential Regulation Authority	Регулювання та нагляд на ринку цінних паперів та інвестиційних трастів, захист інвесторів у всіх фінансових галузях, включаючи відносини страхових компаній та банків з клієнтами (Australian Securities and Investments Commission). Встановлення пруденційних стандартів та нагляд у банківському секторі, страховому ринку, пенсійного забезпечення, небанківських фінансово-кредитних організацій (Australian Prudential Regulation Authority). Вони існують разом із центральним банком під координуючим впливом Ради фінансових регуляторів (Council of Financial Regulators), яка має більше узгоджуючі повноваження
Канада	Office of the Superintendent of Financial Institutions	Встановлення регулятивних правил і нагляд за фінансовими інститутами, що реєструються на федеральному рівні (банки, небанківські кредитні організації, страхові компанії, трасти, інститути пенсійного приватного забезпечення)
Сінгапур	Monetary Authority of Singapore	Регулювання всього фінансового сектора, в тому числі і виконання функцій центрального банку. А через структурний підрозділ – Financial Supervision Group – функції нагляду та регулювання як фінансового ринку, так і ринку фінансових послуг
Швейцарія	Swiss Federal Banking Commission	Функції регулювання входу на ринок, встановлення правил та нагляду за банками, брокерами – дилерами, інвестиційними фондами, керованими банками, фондowymi біржами, організаціями депозитарної і розрахунково-клірингової інфраструктури. Пенсійна і страхова галузі не входять у сферу регулювання
Казахстан	Board of the Agency of the Republic of Kazakhstan on regulation and supervision of financial market and financial organizations	Виконує класичні функції центробанку – такі, як побудова грошово-кредитної політики, валютне регулювання та контроль. Функції стратегії та аналізу, нагляду за суб'єктами ринку цінних паперів та накопичувальними пенсійними фондами; нагляду за суб'єктами страхового ринку та іншими фінансовими організаціями; ліквідації фінансових організацій

Продовження таблиці Е.1

Країна	Мегарегулятор	Функції мегарегулятора
Японія	Financial Supervisory Agency (до червня 2000 р.)	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній та ринку цінних паперів (в тому числі перевірки, фінансові розслідування та прийняття санкцій)
Корея	Financial Supervisory-Commission	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній, небанківських фінансових інститутів та інститутів ринку цінних паперів
Країна	Мегарегулятор	Функції мегарегулятора
Угорщина	Hungarian Banking and Capital Market Supervision	Виконує наглядові функції у відношенні банків та ринку цінних паперів
Данія	Danish Financial Supervisory Authority	Здійснює зовнішні зв'язки та виконує забезпечуючі функції для трьох відомств (Danish Securities Council, Danish Insurance Council, Danish Pension Market Council), кожне з яких є наглядовим органом для фондового ринку, страхування та недержавного пенсійного забезпечення
Норвегія	Banking, Insurance and Securities Commission	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній, небанківських фінансових інститутів, пенсійних фондів та інститутів ринку цінних паперів
Швеція	Swedish Financial Supervisory Authority	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній, небанківських кредитних інститутів, інвестиційних фондів та інститутів ринку цінних паперів
Фінляндія	Financial Supervision	Виконує наглядові функції у відношенні банків, страхових компаній, небанківських кредитних інститутів, інвестиційних фондів та інститутів ринку цінних паперів, депозитарної системи
Південна Африка	Financial Services Board	Здійснює наглядові та консультаційні функції у відношенні інститутів ринку цінних паперів, страхування, недержавного пенсійного забезпечення, трастів та інших установ за виключенням банків
Латвія	Financial and Capital Market Commission	Здійснює нагляд за діяльністю банків, страхових компаній і страхових брокерів, учасників ринку фінансових інструментів, а також приватних пенсійних фондів. Забезпечує захист інтересів інвесторів, вкладників та застрахованих осіб
Словенія	ATVP	Здійснює контроль над брокерськими компаніями, інвестиційними банками, керуючими інвестиційних фондів, пенсійних фондів, державних компаній
Франція	Autorité des Marchés Financiers	Захист інвестицій у фінансові інструменти, та всіх інших заощаджень та інвестувань. Забезпечення того, щоб інвестори отримували інформаційні матеріали

Продовження таблиці Е.1

Країна	Мегарегулятор	Функції мегарегулятора
Іспанія	Comisión Nacional del Mercado de Valores	Забезпечення прозорості на ринку та правильного формування цін на фінансові інструменти, а також захист інвесторів. Сприяє розкриттю інформації, необхідної для досягнення цих цілей
Португалія	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	Сприяння ефективному і регулярному функціонуванню ринків. Здійснює управління ризиками та нагляд за інформацією, попередження і припинення протиправних дій
Бельгія	Commission Bancaire, Financière, et des Assurances	Відповідає за нагляд за фінансовим ринком та лістинговими компаніями, здійснює контроль за окремими категоріями фінансових установ та пенсійних фондів, нагляд за дотриманням фінансовими посередниками кодексу поведінки. Сприяння фінансовій освіті вкладників та інвесторів
Італія	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa	Забезпечення прозорості та належної поведінки учасниками ринку цінних паперів; розкриття повної та достовірної біржової інформації інвесторам; контролює точність фактів, представлених в проспектах емісій та дотримання правил аудиторами, що ввійшли у спеціальний реєстр
Росія	Federal Financial Markets Service	Здійснює функції з контролю та нагляду, ліцензування та реєстрації на фінансовому ринку. Здійснює свою діяльність через власні територіальні органи. Відносно ринку цінних паперів здійснює контроль і нагляд, правозастосування
Ісландія	Fjármálaeftirlitid	Здійснює регулювання та контроль за діяльністю фінансових компаній
Греція	Hellenic Capital Market Commission	Здійснює нагляд за ринком капіталу, зокрема за діяльністю інвестиційних та фінансових компаній, компаній з управління взаємним фондом
Сербія	Republic of Serbia Securities Commission	Здійснює нагляд за ринком капіталу, процесами злиття та поглинання, діяльністю інвестиційних фондів
Македонія	Securities and Exchange Commission of the Republic of Macedonia	Здійснює регулювання та контроль за фондовим ринком. Забезпечує правову та ефективну систему функціонування ринку цінних паперів, а також захист прав інвесторів з метою постійного зміцнення суспільної довіри до інститутів ринку цінних паперів у країні. Здійснює контроль за повною документацією емітентів цінних паперів, вживає заходів щодо запобігання зловживанням на фондовому ринку. Дає згоду для призначення директорів юридичних осіб, які є учасниками ринку, у тому числі директора підрозділу в банку, що відповідає за виконання угод з цінними паперами, а також директорів інвестиційних компаній

Продовження таблиці Е.1

Країна	Мегарегулятор	Функції мегарегулятора
Туреччина	Sermaye Piyasasi Kurulu	Здійснює регулювання і нагляд за клірингом, розрахунками та зберіганням, регулювання та контроль за обміном дорогоцінних металів, валюти, фінансових деривативів. Контроль за діяльністю фондових бірж, незалежних зовнішніх аудиторських компаній. Регулювання маржинальної торгівлі на інструменти ринку капіталу
Німеччина	Federal Financial Supervisory Authority	Здійснює наглядові та контрольні функції на фінансовому ринку, ліцензування різноманітних видів професійної діяльності за виключенням бірж. Здійснює правозастосувальні функції.
Нідерланди	Netherlands Authority for the Financial Markets	Здійснює нагляд за всіма фінансовими інститутами в галузі захисту прав інвесторів, прозорості та розкриття інформації про їх діяльність
США	U.S. Securities and Exchange Commission	Здійснює регулювання діяльності фінансових інститутів. Контролює страхові компанії, що здійснюють накопичувальне страхування

**Додаток Ж**

**Таблиця Ж.1 – Нормативно-правові вимоги до ліцензування професійної діяльності на ринку цінних паперів**

Вид вимоги	Характеристика нормативної вимоги				
	Торговець цінними паперами	Реєстратор	Депозитарна діяльність		Організатор торгівлі
			депозитарію	зберігача	
Правова	Членство у СРО за відповідним видом професійної діяльності				
	Положення про провадження відповідного виду діяльності	Внутрішній порядок ведення системи реєстру власників іменних ЦП,  Регламент здійснення діяльності з ведення реєстру власників іменних ЦП	Внутрішнє положення про депозитарну діяльність депозитарію, Регламент здійснення депозитарної діяльності депозитарію, Регламент щодо здійснення функцій номінального утримувача	Внутрішнє положення про депозитарну діяльність зберігача ЦП, Регламент здійснення депозитарної діяльності з берігача ЦП, Регламент щодо здійснення функцій номінального утримувача та інші	Правила організації та проведення біржових торгів, Правила лістингу та делістингу ЦП, Правила допуску членів фондової біржі та інших осіб до біржових торгів  Правила котирування ЦП та оприлюднення їх біржового курсу, Правила розкриття інформації про діяльність фондової біржі та її оприлюднення, та інші
			Положення про внутрішній аудит, Інструкції та правила користування засобами захисту інформації		
			-	Бути членом гарантійного фонду депозитарію	Не < 20 членів фондової біржі
	Правила проведення внутрішнього фінансового моніторингу				

Продовження таблиці Ж.1

Вид вимоги	Характеристика нормативної вимоги				
	Торговець цінними паперами	Ресстратор	Депозитарна діяльність		Організатор торгівлі
			депозитарію	зберігача	
Майнова	Власність або користування нежитловим приміщенням повністю відокремленим від інших юридичних осіб				
	Вивіска з назвою та графіком роботи				
	загальна площа не < 20 кв.м	загальна площа не < 30 кв.м Приміщення складається з 3-х окремих кімнат: операційний зал, приміщення для роботи, архів	загальна площа не < 400 кв.м	загальна площа не < 35 кв.м	загальна площа не < 100 кв.м, а при електронних торгах – не <50 кв.м  Окреме приміщення для торговельної зали
Кадрова	3 сертифіковані фахівці (1 керівник + 2 працівники) за основним місцем роботи. Стаж роботи керівника – не менше 3 років на фондовому ринку України. Головний бухгалтер повинен відповідати професійним вимогам				
	Керівник не може одночасно працювати у інших професійних учасників ФР, а сертифіковані фахівці – не більше, ніж у 2-х	Керівник не може одночасно працювати у інших професійних учасників ФР, сертифіковані фахівці ресстратора не можуть одночасно працювати в іншому професійному учаснику ФР та поєднувати свою діяльність з іншою професійною діяльністю		-	
Економічна	Власний капітал не менший за зареєстрований статутний капітал, а через рік з отримання ліцензії – не менше 7 млн грн.		Власний капітал не менший за зареєстрований статутний капітал		Власний капітал фондової біржі не <15 млн грн.
			Статутний капітал не < 100 тис. грн.	Статутний капітал не < 7 млн грн.	Статутний капітал не <15 млн грн.
	Наявність окремого поточного рахунку окремо від власних коштів торговця та інших клієнтів		Частка у статутному капіталі зберігача не може бути >5 %		Частка статутного капіталу одного торговця не може бути > 5 %  Активи не можуть бути сформовані недержавними ЦП  Прибуток спрямовується на розвиток і не розподіляється між власниками

Продовження таблиці Ж.1

Вид вимоги	Характеристика нормативної вимоги				
	Торговець цінними паперами	Реєстратор	Депозитарна діяльність		Організатор торгівлі
			депозитарію	зберігача	
Техніко-технологічна	Наявність обладнання та програмного забезпечення, які відповідають вимогам до його діяльності та обсягу інформації, в т.ч. пристрій для безперебійного електроживлення, не < 2 комп'ютерів, а також засоби зв'язку				
	Доступ до інформації з використанням паролів				
	Наявність охоронної та протипожежної сигналізації у приміщенні				
	-	Наявність охоронної та протипожежної сигналізації окремо у архіві	Наявність власного спеціально обладнаного сховища	Наявність двох незалежних джерел електроживлення	Система звукопідсилення та візуального відображення
				Автоматизовані робочі місця (не <10)	
				Наявність електронної торговельної системи, сумісної з відповідними системами	
Силова	-	-	Цілодобова охорона		Цілодобова охорона
Інформаційна	Наявність сайту, який постійно оновлюється	Виготовлення контрольної копії реєстру на магнітному носії	Архівація даних стану рахунків та інформації щодо проведених операцій за кожен операційний день		Постійне оновлення даних на сайті в режимі реального часу

## Додаток И

**Таблиця И.1 – Характеристика банківських високотехнологічних продуктів та їх переваги та недоліки**

Сутність технології	Переваги та недоліки системи для банку		Переваги та недоліки системи для клієнта	
	Переваги	Недоліки	Переваги	Недоліки
1. Система Інтернет-еквайрингу				
Даний сервіс дозволяє підприємцям і організаціям, які займаються продажем товарів і послуг в мережі Інтернет, приймати для оплати платіжні картки в режимі онлайн на своїх сайтах	Комісійна винагорода від інтернет-торговця за кожну операцію	Витрати на введення системи	Можливість здійснення операції в будь-який час доби	Збої в роботі системи
	Залучення до партнерства значної кількості клієнтів	Витрати на обслуговування кожної операції процесинговим центром	Здійснення оплати товарів та послуг без відвідування торгівельно-сервісного підприємства	Можливість крадіжки даних по картці та подальше використання картки інтернет-шахраями
2. Система Інтернет-банкінгу				
Технологія віддаленого доступу до банківських рахунків, яка надає можливість отримання всього основного спектра послуг банку за допомогою мережі Інтернет	Економія робочого часу операціоніста на приймання та обробку документації	Витрати на придбання або створення системи та її впровадження	Онлайн здійснення банківського переказу грошей на рахунок	Комісійні витрати за кожну операцію
	Значимий фактор конкурентної боротьби за клієнта	Витрати на обслуговування системи	Отримання різноманітної довідкової інформації з банку	Можливі збої в роботі системи



Продовження таблиці И.1

Сутність технології	Переваги та недоліки системи для банку		Переваги та недоліки системи для клієнта	
	Переваги	Недоліки	Переваги	Недоліки
3. Термінал самообслуговування				
Автономний, високотехнологічний програмний комплекс, який дає можливість власнику платіжної картки здійснити ряд операцій без допомоги операційного персоналу банку	Підвищується швидкість обслуговування клієнтів	Висока вартість платіжного терміналу та його комплектації	Якісне й оперативне банківське обслуговування без безпосереднього відвідування банку в будь-який час доби	Чимало терміналів не приймають порвані чи м'яті купюри
	Персонал звільняється від виконання касових операцій, що потребують значних витрат часу	Часткове недоотримання прибутку у зв'язку з низьким рівнем технічної грамотності населення	Можливість одержати інформацію довідкового характеру (розклад руху транспорту, пропозиції фірм тощо)	Низький рівень технічної грамотності населення
	Скорочуються витрати на проведення платежів		Зменшуються черги в касу	
	Зменшуються операційні ризики		Можливість самостійно ознайомитися з інформацією про тарифи банку, адреси філій	
Зменшуються черги в касу	Можливість користатися банківськими послугами протягом 24 годин			
4. Система "Клієнт-Банк"				
Програмний комплекс, який дозволяє клієнту банку – юридичній особі, за допомогою модему та спеціального ключа здійснювати платежі без фізичного звернення до банку	Економія робочого часу операціоніста на приймання та обробку документації	Витрати на придбання або створення системи та її впровадження	Можливість роботи з власними рахунками, не виходячи з офісу	У деяких випадках потребує додаткового обладнання
	Значимий фактор конкурентної боротьби за клієнта	Витрати на обслуговування системи	Отримання різноманітної довідкової інформації з банку в єдиному вигляді	Комісійні витрати за користування системою
	Додаткова комісійна винагорода за використання системи	Витрати на навчання персоналу	Вибір обслуговуючого банку не залежить від територіального розміщення	Затрати робочого часу на вивчення правил користування системою

Продовження таблиці И.1

Сутність технології	Переваги та недоліки системи для банку		Переваги та недоліки системи для клієнта	
	Переваги	Недоліки	Переваги	Недоліки
5. War-банкінг та sms-банкінг				
Технологія віддаленого управління банківськими рахунками користувача, що здійснюється за допомогою мобільного телефону або портативного "кишенькового" комп'ютера, оснащеного спеціальним програмним забезпеченням на базі протоколу бездротової передачі даних	Мінімум обмеження в географії надання банківських послуг для клієнтів	Нерозвинутість War-банкінгу в Україні	Отримання інформації про платежі та надходження на рахунок, про баланс рахунку та останні здійснені платежі	SMS-повідомлення треба вводити в певному форматі
	Зняття плати за послуги SMS-повідомлень	Інформація про картку стає відомою операторам стільникового зв'язку і банки не можуть гарантувати конфіденційність цих операцій	Моментальне повідомлення про кожну, у тому числі несанкціоновану транзакцію	Оплата послуг SMS-повідомлень
	Нижча собівартість операцій порівняно з обслуговуванням клієнтів у відділеннях банку; зростання числа зацікавлених клієнтів		Відсутність потреби (з метою отримання оперативної інформації) телефонувати до банку або використовувати інші канали зв'язку, так як повідомлення надходять в автоматичному режимі	Інформація про картку стає відомою операторам стільникового зв'язку, і банки не можуть гарантувати конфіденційність цих операцій
	Низькі витрати, пов'язані з відсутністю необхідності залучення банком працівників для надання даних послуг чи представлення банківського продукту		Мінімум обмеження в географії надання банківських послуг для клієнтів, легкість налаштування	Необхідність оплати war-трафіка
	Зростання числа зацікавлених клієнтів		Контроль за використанням коштів	Несанкціонований доступ до даних за допомогою вірусних програм, при неправильному переході по посиланнях, що у свою чергу може призвести до пошкодження телефону
	Можливість виходу на ринок інших міст без відкриття там філії		Швидкий доступ до послуг банку незалежно від часу і місцезнаходження	
War-сайти однаково відображаються на різних мобільних телефонах	Можливість через свій мобільний телефон доступу до інформації про банк, стан рахунку, загальну інформацію, курси валют			

## Додаток К

### Таблиця К.1 – Використання розрахунково-клірингової діяльності в країнах-учасницях АЦДЄ

Країна	Визначення	Наявність ліцензії	Установи, що здійснюють кліринг
Азербайджан	Клірингова діяльність – професійна діяльність з визначення взаємних зобов'язань за угодами із цінними паперами (збір, перевірка, звірка інформації, підготовка бухгалтерських документів), з проведення розрахунків і забезпечення взаємного виконання зобов'язань	Так	Допускається суміщення клірингової діяльності з діяльністю фондової біржі на ринку цінних паперів або депозитарної та діяльності з ведення реєстру власників цінних паперів. При цьому діяльність фондової біржі може поєднуватися тільки з депозитарною та кліринговою діяльністю
Вірменія	Клірингова діяльність – визначення та залік зобов'язань, що виникли в результаті укладання угод на біржі, в тому числі збір та групування інформації про угоди	Так	Організації, що мають відповідну ліцензію, видану з боку Центрального банку. В даний час такою організацією у Вірменії є тільки Центральний депозитарій Вірменії
Білорусь	У нормативних правових актах Республіки Білорусь немає визначення клірингової діяльності	Так	Теоретично всі професійні учасники, які мають розмір власного капіталу не менше 2 млн євро
Грузія	Клірингова діяльність – взаємозалік вимог і зобов'язань при безготівкових розрахунках (відповідно до закону “Про Національний банк Грузії”). У Центрального Депозитарію цінних паперів Грузії в переліку основних функцій за законом про ринок цінних паперів зазначено, що він здійснює центральний кліринг і розрахунки по цінних паперах. При цьому визначення “центрального клірингу” відсутнє	Ні	Тільки Центральний Депозитарій може здійснювати клірингову діяльність. Разом з тим законодавство надає право комерційним банкам займатися діяльністю центрального депозитарію. Крім того, відсутня формальна заборона на клірингову діяльність для брокерів
Казахстан	Кліринг за угодами з фінансовими інструментами – залік взаємних вимог і зобов'язань сторін, що беруть участь у розрахунках, що здійснюються в результаті здійснення угод з фінансовими інструментами (відповідно до закону “Про ринок цінних паперів”)	Ні	Одна з функцій Центрального депозитарію прямо прописана в законодавстві. Однак прямої заборони на здійснення цієї діяльності іншими учасниками фондового ринку немає

Продовження таблиці К.1

Країна	Визначення	Наявність ліцензії	Установи, що здійснюють кліринг
Киргизстан	Клірингова діяльність – професійна діяльність на ринку цінних паперів з визначення взаємних зобов'язань (збір, звірка, коригування інформації з операцій з цінними паперами і підготовка бухгалтерських документів по них) та їх заліку з поставок цінних паперів і розрахункам по них	Ні	<p>Депозитарій – організація, що має ліцензію професійного учасника ринку цінних паперів на здійснення депозитарної діяльності, що веде рахунки депо учасників клірингу і здійснює переказ цінних паперів за результатами клірингу на підставі доручень клірингової організації.</p> <p>Клірингова діяльність може здійснюватися тільки на підставі ліцензії професійного учасника ринку цінних паперів, яка передбачає здійснення клірингової діяльності.</p> <p>Професійні учасники ринку цінних паперів мають право суміщати діяльність по організації торгівлі та / або депозитарну діяльність на ринку цінних паперів з кліринговою діяльністю на ринку цінних паперів. (Положення про клірингову діяльність на ринку цінних паперів в Киргизькій Республіці)</p>
Молдова	Розрахунково-клірингова діяльність – діяльність, що здійснюється професійним учасником ринку цінних паперів, яка зводиться до здійснення операцій зі збору, звірки, коригування інформації про угоди купівлі- продажу цінних паперів, до підготовки документів для виконання угод, заліку взаємних зобов'язань професійних учасників ринку цінних паперів в рамках проведення розрахунків з цінними паперами за угодами, а також до здійснення розрахунків шляхом передачі грошових коштів і цінних паперів (відповідно до Закону “Про ринок цінних паперів”)	Так	<p>Розрахунково-клірингова діяльність здійснюється:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- центральним депозитарієм – за операціями з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, включеними в список центрального депозитарію;</li> <li>- фондовою біржею – за операціями з цінними паперами та іншими фінансовими інструментами, зареєстрованими на фондовій біржі і не включеними в список центрального депозитарію</li> </ul>

Продовження таблиці К.1

Країна	Визначення	Наявність ліцензії	Установи, що здійснюють кліринг
Росія	Клірингова діяльність – діяльність з визначення взаємних зобов'язань (збір, звірка, коригування інформації з операцій з цінними паперами і підготовка бухгалтерських документів по них) та їх заліку з поставок цінних паперів і розрахункам по них (відповідно до Закону “Про ринок цінних паперів”)	Так	Допускається суміщення депозитарної і клірингової діяльності, а також діяльності з організації торгівлі на ринку цінних паперів та клірингової діяльності. Організатор торгів (фондова біржа) має право суміщати свою діяльність з кліринговою діяльністю, пов'язаною із здійсненням клірингу за операціями з цінними паперами та інвестиційними паями пайових інвестиційних фондів (п. 4. ст. 11 Закону “Про ринок цінних паперів”)
Узбекистан	Розрахунково-клірингова діяльність – діяльність з визначення взаємних зобов'язань (збір, звірка, коригування інформації з операцій з цінними паперами і підготовка бухгалтерських документів по них) та їх заліку з поставок цінних паперів і розрахунків за ними. Розрахунково-клірингові палати приймають до виконання підготовлені при визначенні взаємних зобов'язань цінні папери, грошові кошти та бухгалтерські документи на підставі договорів, укладених з учасниками ринку цінних паперів, для яких провадяться розрахунки (відповідно до Закону “Про ринок цінних паперів”)	Так	Допускається суміщення розрахунково-клірингової діяльності з депозитарною діяльністю або діяльністю організатора торгів на ринку цінних паперів. На практиці тільки один організатор електронних позабіржових торгів (Міжбанківська торгова система), крім діяльності організатора торгів, здійснює розрахунково-клірингові операції за угодами з цінними паперами
Україна	Розрахунково-клірингова діяльність – діяльність з визначення взаємних зобов'язань за договорами щодо цінних паперів та розрахунків по ним (ч. 1 ст. 4 Закону України “Про державне регулювання ринку цінних паперів в Україні”). Кліринг – отримання, звірка, поточне оновлення інформації, підготовка бухгалтерських та облікових документів, необхідних для виконання угод щодо цінних паперів, визначення взаємних зобов'язань, що передбачають взаємозалік, забезпечення та гарантування розрахунків за договорами щодо цінних паперів. (ст. 1 Закону України “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні”)	Так	Згідно зі ст. 1 Закону “Про Національну депозитарну систему та особливості електронного обігу цінних паперів в Україні” ліцензію на здійснення клірингу за операціями з цінними паперами Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку видає депозитаріям, згідно зі ст. 8 цього ж Закону, ліцензії на здійснення розрахунково-клірингової діяльності видаються виключно депозитаріям. Організатори торгівлі (за фінансовими інструментами) діють без додаткової ліцензії (ст. 20 Закону України “Про цінні папери та фондовий ринок”)

*Додаток Л*

**Таблиця Л.1 – Пропозиції щодо розподілу регулятивного навантаження залежно від наданих послуг**

Група	Вид діяльності	Послуги	Основні вимоги до діяльності	Вимоги до власних коштів		Звітність
				Мінімальні <sup>1</sup>	Пруденційні	
1 (низькі вимоги до діяльності)	Інвестиційне консультування	Інвестиційне консультування	Функціональна придатність, конфлікт інтересів, атестація персоналу	100 тис. грн. та страхування відповідальності на 1 млн грн.	Відсутні	2 рази на рік
	Управління цінними паперами	Інвестиційне консультування Дискреційне управління портфелем	Функціональна придатність, конфлікт інтересів, атестація персоналу	7 млн грн. <sup>2</sup>	Відсутні	2 рази на рік (або більше залежно від розміру активів в управлінні)
	Брокерська (I)	Інвестиційне консультування Отримання, передача доручень іншим брокерам	Функціональна придатність, найкраще виконання, конфлікт інтересів, атестація персоналу	1 млн грн.	Відсутні	4 рази на рік
	Дилерська (I)	Операції за свій рахунок (в тому числі на біржі)	Атестація персоналу	500 тис. грн.	Відсутні	2 рази на рік
2 (середні вимоги до діяльності)	Брокерська (II)	Інвестиційне консультування Отримання, передача, виконання доручень Маржинальне кредитування Максимальних зусиль (Best efforts) андеррайтинг	Функціональна придатність, найкраще виконання, конфлікт інтересів, управління ризиками, атестація персоналу	7 млн <sup>3</sup>	Існують	Щомісячно або частіше

<sup>1</sup> Мінімальний розмір може включати в себе страхову суму

<sup>2</sup> Вимоги до власного капіталу можуть збільшуватися залежно від суми активів в управлінні

<sup>3</sup> Вимоги до власного капіталу даної групи брокерів та вимоги до власного капіталу депозитарію повинні бути однаковими

Продовження таблиці Л.1

Група	Вид діяльності	Послуги	Основні вимоги до діяльності	Вимоги до власних коштів		Звітність
				Мінімальні <sup>4</sup>	Пруденційні	
3 (високі вимоги до діяльності)	Брокерська (III)	Інвестиційне консультування Отримання, передача, виконання доручень Маржинальне кредитування Інтернаціоналізація Максимальних зусиль, твердих зобов'язань (Firm commitment) андерайтинг Функції клірингового брокера	Функціональна придатність, найкраще виконання, конфлікт інтересів (в т.ч. при розміщенні), управління ризиками, атестація персоналу	10 млн грн.	Існують	Щомісячно або частіше
	Дилерська (II)	Операції за свій рахунок (в тому числі на біржі) Маркет-мейкер Андерайтинг за свій рахунок	Управління ризиками, атестація персоналу	15 млн грн.	Існують	Щомісячно або частіше

<sup>4</sup> Мінімальний розмір може включати в себе страхову суму

*Наукове видання*

**Рекуненко Ігор Іванович**

**ІНФРАСТРУКТУРА ФІНАНСОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ:  
СУЧАСНИЙ СТАН ТА ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ**

Монографія

Редактор *Н. І. Козьменко*

Комп'ютерна верстка *Н. А. Височанська*

Дизайн обкладинки *Н. А. Височанська*

Підписано до друку 20.05.2013. Формат 60x90/16. Гарнітура Times.  
Обл.-вид. арк. 22,61. Умов. друк. арк. 25,75. Тираж 300 пр. Зам. № 1225

Видавець і виготовлювач

Державний вищий навчальний заклад

“Українська академія банківської справи Національного банку України”  
вул. Петропавлівська, 57, м. Суми, 40000, Україна, тел. 0(542) 665-127

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготівників  
і розповсюджувачів видавничої продукції: серія ДК № 3160 від 10.04.2008