

Глобальний формат фінансово-інституційної трансформації фондових бірж

АНОТАЦІЯ. Статтю присвячено дослідженню процесів глобальної трансформації інституту фондових бірж через механізми інтернаціоналізації, корпоративної і мережевої консолідації і технологізації. Об'єктивні процеси інтернаціоналізації фондових ринків на фоні фінансової глобалізації та формування глобальних інформаційних ресурсів висувають перед фондовими біржами нові виклики, які долаються застосуванням адекватних стратегій розвитку. Зростаюча конкуренція між фондовими біржами та новими інститутами залучення капіталу вимагає від бірж застосування сучасних біржових технологій, у першу чергу інноваційних, для підтримки ліквідності та підвищення інвестиційної привабливості. Проаналізовано новітні тенденції та детермінантні фактори побудови сучасної глобальної фінансово-інституційної архітектури, провідну роль у якій почали відігравати нові фондові біржи і біржові платформи, сформовані у зростаючих світових фінансових центрах. Ідентифіковано основні компоненти реструктуризації міжнародного біржового ринку у процесі фінансової глобалізації, одним з проявів якої стала певна фрагментація ринків і їх універсализація. На прикладі процесів модернізації фінансових ринків США та ЄС протягом останнього десятиліття розглянуто фінансово-правові механізми національного та регіонального рівнів, покликани забезпечити сталий розвиток глобальної економіки на посткризовому етапі. Діагностовано міжнародну активність фондових бірж через показники кількості іноземних компаній у лістингу, обсягу торгівлі іноземними фінансовими інструментами та участі у біржовій торгівлі закордонних інвесторів. Запропоновано та проведено розрахунки індексів інтернаціоналізації провідних біржових майданчиків світу. Проаналізовано консолідаційні процеси за участю провідних фондових бірж і нових електронних торговельних систем на регіональному, мезоглобальному та глобальному рівнях, наслідком яких стало формування потужних біржових холдингів, здатних задовольняти потреби широкого кола трейдерів і інвесторів з різноманітними інвестиційними стратегіями. Виявлено ключові чинники реструктуризації світового біржового простору під впливом процесів інформатизації, мережевізації та технологізації. Розкрито мотивацію, механізми та наслідки сучасного етапу розвитку біржових фондових ринків країн Європейського Союзу, США та Азійського регіону.

КЛЮЧОВІ СЛОВА. Фінансова глобалізація, міжнародний рух капіталу, міжнародні фінансові центри, фондова біржа, альтернативні торговельні системи, інтернаціоналізація фондових ринків, консолідація фондових бірж.

¹ **Бурмака Микола Олексійович** — кандидат економічних наук, доцент, заслужений економіст України, здобувач кафедри міжнародних фінансів, професор кафедри міжнародного менеджменту ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». Сфера наукових інтересів: корпоративне управління, міжнародний фінансовий ринок, регулювання фондового ринку, інвестиційна діяльність, глобальна економіка. Електронна адреса: nburmak@ukr.net.

Зінченко Федір Анатолійович — магістр з міжнародної економіки, старший викладач кафедри міжнародних фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». Сфера наукових інтересів: світовий ринок капіталів, міжнародні фінанси, ринок цінних паперів. Електронна адреса: f.zinchenko@kneu.edu.ua

Вступ

Детермінантним фактором міжнародного руху капіталу на сьогодні безумовно виступають глобалізаційні процеси в світовій економіці. Економічна глобалізація як феномен проявляється в трьох головних аспектах: розширення міжнародної торгівлі (реальна глобалізація), швидке розповсюдження інформаційних технологій (науково-технологічна та інформаційно-комунікаційна глобалізація) і стрімке зростання міжнародних потоків капіталу (фінансова глобалізація). Фінансова глобалізація відбувається шляхом інтеграції національних фінансових ринків і формування на їх основі глобалізованого фінансового ринкового середовища. Як наслідок, фінансова компонента економічної глобалізації генерує високу мобільність капіталу, постійно зростаючі масштаби фінансових та інвестиційних операцій, диверсифікацію та інтеграцію міжнародних фінансових потоків.

Об'єктивні процеси інтернаціоналізації фондових ринків на тлі фінансової глобалізації висувують перед фондовими біржами новітні виклики, які долаються виключно пошуком новітніх релевантних можливостей. Зростання конкуренції за фінансові та інвестиційні потоки змушує біржові інститути суттєво коригувати свої стратегії розвитку, синхронізуючи їх з динамікою глобальних трансформаційних процесів. Пріоритетною для бірж постає проблема акумулювання максимальних обсягів інвестицій для збереження та (або) посилення своєї ролі на фінансовому ринку. Кон'юнктура глобального ринку біржових послуг і сучасні біржові технології, у першу чергу інноваційні, використовуються міжнародними біржовими групами як для максимізації доходів, так і підтримання ліквідності та інвестиційної привабливості.

Інтернаціональний характер сучасного біржового механізму проявляється не лише в значній кількості іноземних компаній в лістингу фондових бірж і великих обсягах торгівлі за участю іноземних інвесторів. Сучасні інформаційно-комп'ютерні технології дозволяють торгувати фінансовими активами практично цілодобово з будь-якого місця на мапі світу, стрімко збільшуючи потік замовлень трейдерів і, відповідно, формуючи глобальні потоки капіталу.

Дослідженню сучасних тенденцій трансформації міжнародних фондових ринків, набуття ними динамічних форм розвитку у процесі фінансової глобалізації присвячені праці таких економістів, як С. Вайн²,

² С. Вайн. Инвестиции и трейдинг. Формирование индивидуального подхода к принятию инвестиционных решений. — М.: Альпина Паблишер, 2017. — 452 с.

А. Грінспен³, Н. Рубіні⁴, Дж. Стігліц⁵, Г.Дж. Шиназі⁶, Д. Сорос⁷, Я. Міркін⁸, М. Єршов⁹, Д. Лук'яненко, А. Поручник, Я. Столярчук, А. Колот, А. Філіпенко, В. Колесов¹⁰, О. Мозговий, О. Субочев¹¹.

Науковий дискурс вітчизняних і зарубіжних економістів навколо тенденцій і факторів глобалізації фінансових ринків, когерентності процесів інтенсифікації міжнародного руху капіталу та інституційної трансформації фондових бірж потребує подальшого методологічного осмислення та продовження наукових досліджень. Зазначене актуалізується тим, що фондові біржі як центри надзвичайно високої концентрації попиту та пропозиції на фінансовий капітал на сьогодні здійснюють визначальний вплив на формування сучасної глобальної фінансової архітектури.

Фінансова глобалізація через посилення ролі світових фінансових центрів, в основі яких лежать міжнародні фондові біржи, каталізує тотальну реструктуризацію фінансового ринку та окремих його сегментів, суттєво змінюючи сутність грошей.

Мета статті орієнтована на дослідження процесів трансформації фондових бірж у сучасному фінансово-інституційному форматі їхнього розвитку, виявлення та узагальнення превалюючих тенденцій у цій сфері. Основна увага зосереджена на експлікації ключових детермінант глобалізації фондових бірж шляхом їх інтернаціоналізації та консолідації.

Основна частина

Зростання обсягів міжнародного руху капіталу під впливом фінансової глобалізації безпосередньо впливає і на функціонування біржового механізму. Цінні папери є одним з альтернативних напрямів інвестування на рівні з, наприклад, такими традиційними, як банківські депозити, дорогоцінні метали та нерухомість. Протягом

³ А. Грінспен. Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы. — М.: Альпина Диджител, 2015. — 880 с.

⁴ Нуриэль Рубини, Стивен Мим. Как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям. — М.: Эксмо, 2011. — 384 с.

⁵ Стиглиц Дж. Ю. Глобализация: тревожные тенденции / Пер. с англ. Г.Г. Пирогова. — М.: Национальный общественно-научный фонд, 2003. — 304 с.

⁶ Гарри Дж. Шигази. Сохранение финансовой стабильности. — Международный валютный фонд: Вопросы экономики. — №36. — 2005. — 34 с.

⁷ Джордж Сорос. Новая парадигма финансовых рынков. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008.

⁸ Финансовые стратегии модернизации экономики / под ред. Я.М. Миркина. — М.: Магистр, 2011. — 496 с.

⁹ Ершов М. В. Мировой финансовый кризис. Что дальше? — М.: Экономика, 2011. — 295 с.

¹⁰ Глобальное экономическое развитие: тенденции, асимметрии, регулирование: монография [Д. Лукьяненко, А. Колот, Я. Столярчук и др.]: под. науч. ред. профессоров Д. Лукьяненко, А. Поручника, В. Колесова. — К.: КНЕУ, 2013. — 466 с.

¹¹ Міжнародні фінансові центри в умовах фінансової глобалізації: монографія [О. Мозговий, О. Субочев]. — К.: КНЕУ, 2014. — 370 с.

останніх десятиліть фінансовий інжиніринг генерує велику кількість інноваційних фінансових інструментів, привабливих для потенційних інвесторів. Таким чином, фондові біржі вимушено вступають у своєрідну і досить жорстку конкуренцію з іншими потужними фінансово-кредитними інституціями за фокусування фінансових потоків у межах своєї інфраструктури.

Крім цього, розвиток новітніх ІТ-технологій і глобальних соціальних мереж, їх поширення на фінансові ринки, сформували ще одну групу глобальних конкурентів – позабіржові торговельні платформи, представлені інформаційно-комунікаційними мережами та альтернативними торговельними системами. Впровадження на фінансових ринках технології блокчейн (blockchain) стає новим глобальним викликом для фондових бірж, зумовлюючи їхню інноваційну трансформацію та подальшу технологізацію.

Посилення міжнародної мобільності фіктивного капіталу через лібералізацію національних законодавств, уніфікацію та стандартизацію правового регулювання міжнародного руху фінансових активів призвів до загострення конкуренції між фондовими біржами різних світових фінансових центрів за ліквідність і привабливість для інвесторів. У підсумку сучасні фондові біржі опинились у конкурентному протистоянні з серйозними інститутами глобального фінансового ринку: кредитно-фінансовими установами інших сегментів фінансового ринку, з одного боку, та позабіржовими торговельними системами, з іншого.

Реакцією на такі глобальні виклики став процес динамічної інтернаціоналізації фондових бірж, який полягає у їхній опосередкованій або безпосередній експансії на ринки інших країн та окремих регіонів.

Ключовими показниками, які дозволяють діагностувати транскордонну активність фондових бірж, є, насамперед, кількість іноземних компаній у лістингу та обсяг торгівлі іноземними фінансовими інструментами.

Станом на середину 90-х років минулого століття на фондових майданчиках світу загалом було зареєстровано понад 3,5 тис. іноземних компаній (з урахуванням того, що одна компанія могла мати котирування на кількох біржах). Це стосувалося не тільки розвинутих фондових ринків, але й ринків країн, що розвиваються (рис. 1).

За останні два десятиріччя кількість іноземних компаній у лістингу на біржах світу скоротилась на 15%, що зумовило перегляд економістами і практиками деяких традиційних підходів щодо мотивації та особливостей котирування іноземних компаній на провідних фондових біржах.

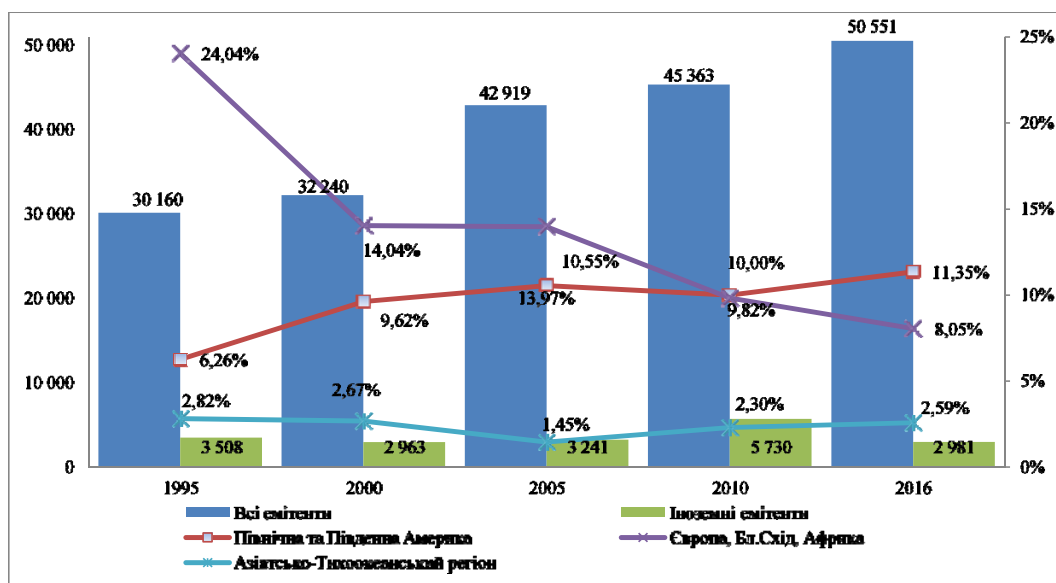


Рис. 1. Структурна динаміка лістингу на фондових біржах світу (загальна кількість компаній і частка іноземних компаній)

Так, дослідження Дж.Аммера та С.Холланда показали, що лістинг іноземних компаній на фондових біржах США значно підвищує попит на ці цінні папери з боку американських портфельних інвесторів («ефект перехресного лістингу»)¹². За їхніми висновками, після отримання лістингу частка акцій у власності американських інвесторів збільшується вдвічі (до 11% загальної ринкової капіталізації). Однак це не є доказом того, що основна мета крос-лістингу полягає у розширенні бази інвесторів. Часто компанії виходять на американські фондові біржі, вже маючи значну кількість інвесторів зі США. Тобто компанії просто виконують побажання останніх.

На думку С. Саркісяна та М. Шила, проблеми розширення пулу інвесторів, збільшення ліквідності і прозорості відіграють другорядну роль¹³. Найбільше здешевлення вартості капіталу відчувають ті компанії, які пропонують свої цінні папери на біржах тих країн, які для цих компаній є сталими ринками збуту. Іншими словами, загальна

¹² Ammer J., Holland S.B., Smith D.C., Warnock F.E., Look at Me Now: What Attracts U.S. Shareholders? / J. Ammer, S.B. Holland, D.C. Smith, F.E. Warnock [Electronic Resource] // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper No. 815; EFA 2004 Maastricht No. 4086; AFA 2006 Boston Meetings Paper. (March 11, 2005). — Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=556208> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.556208>

¹³ Sarkissian S., Schill M. J. Are There Permanent Valuation Gains to Overseas Listings? / S. Sarkissian, M.J. Schill [Electronic Resource] // Darden School of Business Working Paper No. 03-03. — February 15, 2007. — Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=395140> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.395140>

маркетабельність компанії збільшується за рахунок її фондової маркетабельності. Від закордонного лістингу виграють ті компанії, які до виходу на біржу вже були відомі завдяки своїй продукції. Такий висновок підтверджує думку про те, що закордонний лістинг лише відображає, а не долає бар'єри між різними сегментами міжнародного ринку.

С. Саркісян і М. Шил також довели, що вигоди від крос-лістингу з часом зменшуються, оскільки з кожною новою закордонною емісією компанія стає більш інтегрованою і це робить кожну наступну емісію менш значимою, ніж попередня.

У свою чергу, Р. Доббс і М. Годхарт стверджують, що переваги, які надавав закордонний лістинг компаніям з розвинутих країн, на сьогодні вже не перевищують витрати, які несуть компанії від перебування в іноземних біржових реєстрах¹⁴. Зараз стандарти корпоративного управління, які діють в США та Об'єднаному Королівстві, характеризуються найвищим рівнем захисту прав міноритарних акціонерів серед усіх розвинутих країн. Як наслідок, європейським компаніям не має сенсу проходити крос-лістинг у США з метою збільшення своєї інвестиційної привабливості та ринкової капіталізації.

Окрім цього, подвійний лістинг збільшує додаткові витрати компанії, у тому числі, за рахунок необхідності складання та оприлюднення звітності у приймаючій країні. У США, наприклад, із прийняттям Закону Сарбейнса-Окслі, подібні витрати збільшились у кілька разів. За підрахунками фінансових консультантів корпорацій British Airways та Air France щорічні видатки на звітність і біржовий нагляд можуть скласти для кожної з компаній біля 20 млн дол. США. Як наслідок, ці компанії анулювали свій лістинг на NYSE.

Звертає на себе увагу трикратне скорочення частки іноземних компаній на фондових біржах ЄС. Це можна пояснити високим рівнем інтеграції ринків капіталу в рамках ЄС¹⁵. Принцип «єдиного європейського паспорту» дозволяє інвестиційним установам надавати послуги у всіх країнах ЄС незалежно від країни їх реєстрації. Таким чином, нівелюються законодавчі перешкоди на шляху доступу інвесторів до різних національних ринків капіталу і зменшуються стимули для окремих компаній проходити процедуру крос-лістингу на закордонних фондових біржах.

¹⁴ *Dobbs Richard, Goedhart Marc H. Why cross-listing doesn't create value / Richard Dobbs, Marc H. Goedhart* [Electronic Resource] // McKinsey & Company, McKinsey on Finance, November 2008, — Available at: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/why-cross-listing-shares-doesnt-create-value>.

¹⁵ Вперше принцип «єдиного європейського паспорту» було запроваджено Директивою Ради (93/22/ЄС) «Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів» (далі по тексту — Директива 93/22/ЄС) від 10 травня 1993 року. Комплексне реформування діяльності інвестиційних установ як організаторів, так і учасників торгівлі фінансовими інструментами, в ЄС було проведено в рамках Директиви 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів», що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄС і 93/6/ЄС і Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄС від 21 квітня 2004 року, також відомої як MiFID-I (від англ. Markets in Financial Instruments Directive).

На структурну динаміку закордонного лістингу кожної окремої біржі протягом 20-ти останніх років впливали ряд глобальних факторів. Серед них можна виокремити, передусім, світові та регіональні фінансові кризи, затяжні рецесії в економіці окремих країн¹⁶ і використання методів конкурентної боротьби між світовими фінансовими центрами у вигляді лібералізації національних регуляторних фондів і податкових систем, здешевлення кредитно-фінансових операцій, вдалого географічного розташування, виваженої макроекономічної протекціоністської політики¹⁷ (табл. 1).

Таблиця 1

СТРУКТУРНА ДИНАМІКА ЛІСТИНГУ ІНОЗЕМНИХ КОМПАНІЙ НА ПРОВІДНИХ ФОНДОВИХ БІРЖАХ СВІТУ¹⁸

Рік	1986	1990	1995	2000	2005	2010	2016
Біржа	Кількість іноз. комп. (частка в заг. кіль-сті, %)						
Нью-Йоркська	59 (3.9)	96 (5.4)	247 (11.0)	433 (15.1)	452 (19.9)	518 (22.4)	485 (21,2)
Nasdaq	244	256 (6.2)	362 (7.1)	488 (10.3)	332 (10.5)	298 (10.7)	388 (13,4)
Лондонська	512 (19,0)	613 (24,0)	531 (21,2)	448 (18,9)	334 (10,8)	604 (20,4)	479 (18,5)
Токійська	52 (3,5)	125 (7,1)	77 (4,3)	41 (1,9)	28 (1,9)	12 (0,5)	6 (0,2)
Франкфуртська	181 (н/д)	234 (н/д)	235 (14,5)	245 (24,8)	116 (15,2)	75 (9,8)	61 (10,3)
Паризька ¹⁹	195 (н/д)	226 (н/д)	194 (21,5)	158 (16,4)	293 (23,3)	152 (13,4)	115 (11,0)
Швейцарська	194 (н/д)	240 (56,9)	233 (51,9)	164 (39,4)	116 (29,0)	50 (16,9)	37 (14,0)
Торонтська	51 (н/д)	66 (5,5)	62 (4,9)	42 (2,9)	39 (1,3)	87 (2,3)	51 (1,49)
Люксембурзька	н/д	н/д	228 (80,1)	216 (80,0)	206 (84,0)	260 (90,0)	152 (84,4)
Осло	н/д	н/д	14 (8,48)	24 (11,2)	28 (12,8)	44 (18,4)	43 (20,1)
Сінгапурська	н/д	н/д	22 (8,1)	63 (13,1)	122 (17,8)	317 (40,8)	278 (36,72)
Австралійська	н/д	н/д	49 (4,16)	76 (5,41)	71 (4,14)	86 (4,30)	126 (6,01)
Гонконгська	н/д	н/д	24 (4,43)	11 (1,39)	9 (0,79)	17 (1,20)	101 (5,12)
Йоганнес-бурга	н/д	н/д	26 (4,8)	23 (3,80)	25 (6,7)	45 (11,3)	73 (19,4)

¹⁶ Це стосується, наприклад, економіки Японії у період 1997–2005 років.

¹⁷ Уряди Люксембургу та Швейцарської конфедерації традиційно позиціонують фінансові ринки своїх країн як міжнародні з особливо розвиненими сегментами середньо- і довгострокового капіталу. При цьому, Цюрихська фондова біржа вважається однією з найбільш «космополітичних» бірж світу вже понад півстоліття. У свою чергу, Люксембург є типовим світовим фінансовим центром нової доби.

¹⁸ Karolyi G. A. What Happens to Stocks that List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implications / G. A. Karolyi [Electronic Resource] September, 1996 — Available at: <https://ssrn.com/abstract=1612> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1612>; власні розрахунки на основі даних окремих бірж.

¹⁹ Дані за 2000 р. — для Euronext Paris, за 2005 р. — загальні по Euronext.

Проаналізуємо деякі тенденції реструктуризації міжнародних фондових ринків на основі статистичних даних провідних бірж світу.

За останні два десятиріччя NYSE, Nasdaq і Лондонська фондова біржа залишаються лідерами за кількістю іноземних компаній у біржових реєстрах. Серед розвинутих ринків зростаючу динаміку кількості іноземних компаній як у відносному, так і абсолютному виразі демонструють лише Австралійська біржа та біржа Осло.

Яскраво вираженою тенденцією також є збільшення іноземних цінних паперів на нових сформованих ринках — Сінгапурська, Гонконгська біржи та біржа Йоганнесбургу.

Не дивлячись на скорочення кількості іноземних компаній в лістингу фондових бірж світу, загальний обсяг торгівлі акціями таких компаній за період з 1995 по 2005 рр. виріс з 1 до 5,76 трлн дол. США, та до 9,29 трлн дол. США у 2016 р. У той же час, частка торгівлі іноземними акціями в загальних обсягах зменшилась з 9,5% до 8,3%²⁰.

Провідною платформою для акцій іноземних компаній кілька десятиліть поспіль була Лондонська фондова біржа. Історичного максимуму обсяг угод з іноземними цінними паперами на ній досяг у 2007 р. і склав 4,277 трлн дол. США, що дорівнювало 41% усіх угод на біржі. Цьому сприяло монопольне становище ЛФБ як провідного міжнародного фінансового центру з ліберальним законодавством, високо інтегрованим і глибоким ринком капіталу та вдалим географічним розташуванням.

Однак, з 2008 року Лондонська біржа поступово починає втрачати домінуючі позиції на ринку іноземних акцій на користь новостворених багатосторонніх торговельних систем (MTF, від англ. Multilateral Trading Facility). Поява останніх регламентувалась Директивою MiFID-I. Найпопулярніші MTF Chi-X Europe та Trading, об'єднавшись у 2011 р., утворили передову платформу для торгівлі акціями та депозитарними розписками європейських і світових компаній.

З 2013 р. майданчик Cboe Europe Equities має однаковий із ЛФБ юридичний статус уповноваженої інвестиційної біржі згідно із законодавством Об'єднаного Королівства²¹. Однак, не дивлячись на існування регламентних можливостей, цей майданчик не надає класичної послуги фондової біржи, а саме: лістингу акцій²².

²⁰ Власні розрахунки за даними Світової федерації фондових бірж World Federation of Exchanges. Statistics. Monthly Reports [Electronic Resource]. — Access mode: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>

²¹ З 2017 року, після поглинання материнської для BATS Chi-X Europe компанії Bats Global Markets Inc. американським холдингом CBOE, підрозділ новоствореного конгломерату з торгівлі європейськими акціями отримав назву Cboe Europe Equities.

²² Керівництво компанії проголошує спеціалізацією біржи лістинг не акцій, а паїв біржових фондів (ETF).

Сьогодні через Svoe Europe Equities проходить біля 25 % загального обігу акцій, які пройшли лістинг на біржах 15 країн ЄС, що робить його провідною пан-європейською платформою. З іншого боку, враховуючи специфіку діяльності та юридичний статус, всі угоди, що укладаються на Svoe Europe Equities, відносяться до угод з іноземними акціями.

Провідні позиції в абсолютному виразі з обігу іноземних акцій також займають NYSE, Nasdaq США, Nasdaq Nordic, Німецька біржа, біржи Гонконгу та Тайваню. Стосовно відносних показників до топ-10 входять також фондові біржи Йоганнесбургу, Осло та Мехіко (табл. 2).

Таблиця 2

РІЧНІ ОБСЯГИ ТОРГІВЛІ АКЦІЯМИ ІНОЗЕМНИХ КОМПАНІЙ НА ПРОВІДНИХ БІРЖАХ СВИТУ (МЛН ДОЛ. США) ТА ЇХ ЧАСТКА В ЗАГАЛЬНОМУ РІЧНОМУ ОБСЯЗІ (%)²³

Біржа	Рік		1995		2000		2005		2010		2016	
	Обсяг	Частка	Обсяг	Частка	Обсяг	Частка	Обсяг	Частка	Обсяг	Частка	Обсяг	Частка
Нью-Йоркська	260 643,4	8,5	1 141 896,0	10,3	1 234 230,4	8,7	1 736 120,23	9,17	1 103 018,2	5,6		
Nasdaq	81 353,0	3,4	844 399,8	4,3	591 029,1	5,9	2 855 690,00	9,84	3 930 960,0	12,3		
Лондонська	626 862,9	54,4	2 669 122,1	58,6	2 492 066,8	43,9	507 351,00	14,9	580 459,1	18,4		
Токійська	1 039,4	0,12	627,1	0,3	2 821,8	0,1	717,17	0,02	5 562,7	0,1		
Франкфуртська	13 801,5	2,32	321 323,1	15,2	165 647,1	8,6	223 817,10	11,9	85 573,1	6,4		
Паризька (Euronext)	10 558,4	1,7	26 603,0	1,0	129 468,8	4,7	8 016,23	0,37	5 963,7	0,3		
Швейцарська	17 600,8	5,17	28 208,4	4,4	18 594,0	1,91	3 150,31	0,43	4 189,6	0,5		
Йоганнес-бургу	15 947,9	7,7	0,00	0	47 828,4	23,7	104 513,20	25,2	111 948,6	27,9		
Осло	324,4	1,3	8 894,3	12,8	33 457,3	14,3	64 207,76	22,3	15 241,7	12,8		
Тайван-ська	0,00	0	1 535,3	0,16	597,4	0,10	8 376,23	0,92	36 725,4	7,17		
Мехіко	0,00	0	0,00	0	2 747,7	4,85	10 532,6	8,84	14 532,5	11,7		
Гонконг-гська	243,2	0,25	699,4	0,19	432,0	0,09	7 768,42	0,52	45 790,4	3,39		

За результатами проведеного аналізу можна дійти висновку, що узагальнений інтегральний показник рівня інтернаціоналізації певної фондової біржі, у якому враховуються, наприклад, дані про кількість іноземних компаній у лістингу та обсяг торгівлі іноземними акціями на біржі, доцільно розраховувати з врахуванням також даних про кількість іноземних інвесторів у загальному обсязі торгів на біржі. Такий показник, розрахований як середнє арифметичне вищезазначених трьох параметрів, ми можемо ідентифікувати як індекс інтернаціоналізації фондової біржі (табл. 3).

²³ Власні розрахунки за даними Світової федерації фондових бірж (World Federation of Exchanges. Statistics. Monthly Reports [Electronic Resource]. — Access mode: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>

Таблиця 3

ІНДЕКС ІНТЕРНАЦІОНАЛІЗАЦІЇ ПРОВІДНИХ ФОНДОВИХ БІРЖ СВІТУ²⁴

№ п/п	Біржа	Частка іноземних компаній у лістингу, %	Частка торгівлі акціями іноз. компаній у заг. кіль-ті, %	Частка іноземних членів біржі (*інвесторів) в заг. кіль-ті, %	Індекс інтернаціоналізації біржі, % (ст.3+ст.4+ст.5) / 3
1	Люксембурзька	84,44	12,57	61,54	52,85
2	Осло	20,09	12,76	63,79	32,21
3	Йоганнесбурга	19,41	27,91	35,25*	27,52
4	Франкфуртська	10,30	6,44	52,50	23,08
5	Лондонська	18,51	18,54	29,41	22,15
6	Швейцарська	14,02	0,48	50,50	21,67
7	Токійська	0,17	0,09	54,72*	18,33
8	Nasdaq Nordic	4,05	4,02	46,74	18,27
9	Варшавська	3,58	0,61	48,20	17,46
10	Гонконгська	5,12	3,39	40,20*	16,24
11	Тайванська	8,56	7,17	25,10*	13,61
12	Euronext	10,94	0,33	27,27	12,85

Таким чином, станом на 2017 рік найбільш інтернаціональним характером діяльності вирізнялись Люксембурзька біржа, біржи Осло та Йоганнесбурга.

Важливим фактором досягнення конкурентоспроможних позицій фондовою біржою є ліквідність, яка забезпечується мережевим характером роботи біржового механізму. Іншими словами, розширення власної інформаційно-торговельної мережі, яка охоплює широке коло інвесторів і трейдерів, постає ледь не головним завданням менеджменту будь-якої біржи.

Стрімкий розвиток телекомунікаційних і комп'ютерних систем, з одного боку, та правова лібералізація фінансових ринків розвинутих країн задля посилення їхньої привабливості, з іншого, викликали появу нових альтернативних торговельних систем. Завдяки своїй гнучкості, мобільності та доступності для інвесторів, ці системи за досить короткий проміжок часу «перетягнули» до себе значну частку ліквідності традиційних бірж. Відповіддю останніх стали інтенсивні процеси злиття та поглинання як між собою, так з новоствореними конкурентами. Консолідація торговельних майданчиків, формування на її

²⁴ Ст. 3–6 — власні розрахунки за даними Світової федерації фондових бірж (www.world-exchanges.org/statistics); *ст. 5 — власні розрахунки за даними сайтів ,sh;S відповідних бірж

основі глобальних біржових альянсів стала однією з домінуючих тенденцій світової біржової індустрії останніх десятиліть. У період з 2000 по 2017 роки відбулось більше 50 угод, де об'єктом консолідації були різноманітні біржи²⁵.

Окрім збільшення ліквідності біржи керуються й іншими мотиваціями. Злиття відбувається, якщо передбачається позитивна синергія від збільшення доходів (розширення ринку), зменшення витрат на утримання біржової інфраструктури та осучаснення торговельних систем (економія на масштабі). Це, в свою чергу, дозволяє субсидувати адміністративні, арбітражні та наглядові послуги, які є не прибутковими, однак важливими для традиційних бірж.

Також поглинання дозволяють біржам розширювати спектр фінансових послуг і продуктів, що пропонуються, не витрачаючи додаткові кошти та час на їх розробку та маркетинг. Це є досить важливим з огляду на постійне скорочення традиційних джерел доходів біржи від лістингу та інших біржових зборів.

Яскравим прикладом досягнення позитивного синергічного ефекту від консолідації слугує біржа Euronext. Запровадивши єдину торговельну платформу для чотирьох майданчиків, керівництво холдингу ліквідувало дублювання ІТ-витрат та оптимізувало витрати на персонал. Як наслідок, прямі витрати учасників торгів на Паризькому та Амстердамському майданчиках скоротилися на 15 % і 31 % відповідно²⁶.

Аналіз наслідків об'єднання біржових майданчиків, проведений М. Малколамакі, показав, що ефект «масштабу» чітко простежується у випадку об'єднання великих організованих ринків. При цьому, це справедливо стосовно саме торговельної діяльності, тоді як зростання доходів від лістингу прямо не пов'язано з інтеграційними процесами²⁷.

Опосередкованим фактором, який спростив юридично-процесуальні аспекти консолідації бірж у сучасних умовах, стали процеси корпоративізації та комерціалізації. Статус публічних акціонерних компаній і вільний обіг власних акцій на відкритому ринку не тільки полегшили залучення інвестицій у біржову інфраструктуру, але й стимулювали інтеграцію біржових операторів у всьому світі.

Загалом ми можемо виділити такі сучасні моделі консолідації інфраструктури біржового ринку: 1) внутрішня консолідація на національному рівні; 2) створення міжнародних біржових союзів та альян-

²⁵ Дані за 2000–2014 роки — згідно Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation [Electronic Resource] / OECD Business and Finance Outlook 2016, OECD Publishing, Paris, 2016.— Access mode: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264257573-9-en>. Дані за 2014–2017 роки — власні спостереження.

²⁶ Pagano M., Padilla A.J. Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext / M. Pagano, A.J. Padilla [Electronic Resource] // Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), 2005 — Available at: <http://www.ilssole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2006/05/padilla-pagano.pdf>

²⁷ Malkalamakii Markku Economies of Scale and Implicit Mergers in Stock Exchange Activities / Markku Malkalamakii [Electronic Resource] // Research Department, Bank of Finland, 2000. — Available at: http://www.lse.ac.uk/fmg/documents/events/conferences/2000/future/40_malkamaki.pdf

сів; 3) формування міжнародних універсальних біржових структур; і 4) створення вертикально-інтегрованих біржових холдингів. Також можна говорити і про консолідацію на регіональному, мезоглобальному та глобальному рівнях.

Досить показовими у цьому контексті стали сучасні інтеграційні процеси американської та європейської біржових систем.

Починаючи з 2006 року, у зв'язку з формуванням та посиленням ролі електронних торговельних систем, структура ринку біржових послуг США зазнала кардинальних змін, перетворившись з дуополітичної (з домінуванням NYSE та NASDAQ), на висококонкурентну. Цьому також суттєво сприяли радикальні законодавчі новації²⁸. У 2005 р. частка NYSE в загальному обсязі торгівлі акціями власного лістингу скоротилась до 73,3 % уперше за 29 років²⁹. Левову частку ринку «перебрали» на себе електронні комунікаційні системи Archipelago та Instinet.

З метою забезпечення себе від подальшої втрати ринку двома найбільшими біржами США було прийнято рішення про придбання вищезазначених електронних майданчиків. Так, NYSE, після майже 212-річного існування у формі закритого взаємного товариства, пройшла процес корпоратизації та придбала Archipelago Exchange, утворивши при цьому холдингову групу NYSE Group, а NASDAQ поглинула Instinet з метою імплементації її комп'ютеризованої торгової системи INET.

Проте гіперстрімкий розвиток ІТ-технологій у фінансовій сфері значно пришвидшив входження на ринок нових учасників. Найбільш конкурентоспроможними з них виявились BATS Trading і Direct Edge ECN.

Висока конкурентоспроможність нових електронних майданчиків базується на таких факторах:

1) використання сучасних телекомунікаційних і комп'ютерних технологій, що не вимагає великих коштів на утримання майданчиків та фізичної присутності на них трейдерів, на відміну від NYSE. Основними клієнтами нових систем стали трейдери, що спеціалізуються на алгоритмічній, високошвидкісній торгівлі;

²⁸ У 2005 р. SEC було ініційовано, а у 2007 р. остаточно впроваджено пакет нормативних актів під загальною назвою Regulation NMS, які являють собою зміни до Закону «Про біржі» від 1934 р. Метою їх впровадження є модернізація і посилення якості системи національного ринку акцій. Головна ідея, покладена в основу нових правил, полягає в досягненні чесного й ефективного ціноутворення на ринках через посилення конкуренції між окремими майданчиками та окремими замовленнями інвесторів. Так, згідно правила захисту замовлень кожний торговельний центр зобов'язаний забезпечити виконання ордерів за ціною не гіршою, ніж «захищені» котирування інших торговельних центрів. «Захищеним» вважається замовлення з найкращою ціною щодо конкретного цінного паперу серед усіх майданчиків, до якого забезпечено миттєвий доступ і яке може бути виконано автоматично. Повною мірою даним вимогам відповідали вже активно діючі на той час комп'ютеризовані торговельні мережі.

²⁹ *Gkantinis Stavros* Regulation and Innovation: Comparing the U.S. and European Stock Trading Markets / Stavros Gkantinis [Electronic Resource] // Harvard Law School Student Scholarship Series. 13, 2006 — Available at: <http://lsr.nellco.org/harvard/students/papers/13>

2) наявність у складі засновників великих брокерських та інвестиційних компаній. Велика клієнтська база та розміри власних портфелів забезпечують наповнення системи початковою ліквідністю, що приваблює нових трейдерів. Так, власниками холдингу, який оперує системою BATS Trading, були Bank of America, Citigroup, Credit Suisse Group AG, Deutsche Bank AG, Getco LLC, JPMorgan Chase & Co., The Estate of Lehman Brothers Holdings Inc., Lime Brokerage LLC, Morgan Stanley, Tradebot Systems Inc. and Wedbush Morgan Securities. Система Direct Edge була спочатку заснована великою брокерською компанією Knight Capital Group³⁰;

3) агресивна цінова стратегія. Електронні системи першими запровадили практику відшкодування витрат трейдерам, що розміщують замовлення на біржі, тобто «приносять» ліквідність, та стягнення плати з тих, чий замовлення надходить на ринок пізніше. При цьому, надсилання замовлення на майданчик і його коригування до моменту виконання безкоштовні.

На початку діяльності BATS Trading і Direct Edge мали юридичний статут електронних комунікаційних мереж, які є різновидами альтернативних систем торгівлі³¹. Після розширення власної частки ринку BATS Trading і Direct Edge подали до SEC заявки на отримання ліцензії й статусу зареєстрованих національних фондових бірж. BATS Trading отримало ліцензію біржі в 2008 р. і почала оперувати під назвою BATS Exchange. Холдинг Direct Edge отримав дві ліцензії для майданчиків: EDGA Exchange та EDGX Exchange у 2010 році.

Враховуючи спільних акціонерів і схожі бізнес-моделі, дві нові біржи об'єднались у 2014 році, утворивши одного з найбільших операторів з організації торгівлі акціями під назвою BATS Global Markets. Як уже зазначалось, у 2017 р. останній був поглинений холдингом СВОЕ.

Станом на грудень 2017 р. у США було зареєстровано 20 «національних фондових бірж» (від англ. — National Securities Exchange). Сім з них спеціалізуються на торгівлі виключно похідними цінними паперами (опціонами), а тринадцять — на торгівлі і акціями, і опціонами. Останні, за винятком двох — Чиказької фондової та нової біржі Investors Exchange, входять до складу трьох біржових холдингів. Частку останніх на ринку торгівлі акціями та майданчиками, що входять до їх структури, наведено в табл. 4.

³⁰ Станом на початок 2011 р. власниками холдингу Direct Edge були: International Securities Exchange — 31,5 %, Citadel Investment Group, Goldman Sachs, Knight Capital — по 19,9 %, консорціум у складі JP Morgan Chase & Co, Deutsche Bank AG, Bank of America Corp., Nomura Holdings і Sun Trading — 8,8 %.

³¹ Аббревіатура BATS походить від англ. «Better Alternative Trading System» — краща альтернативна система торгівлі.

Таблиця 4

ПРОВІДНІ БІРЖОВІ ХОЛДИНГИ НА РИНКУ АКЦІЙ США
(середньодобові обороти у жовтні 2017 р., млрд дол. США;
частка серед біржових операцій)³²

Intercontinental Exchange, Inc.	Nasdaq, Inc	Cboe Global Markets, Inc.
- New York Stock Exchange LLC - NYSE Arca, Inc. - NYSE MKT LLC - NYSE National, Inc.	- NASDAQ Stock Market LLC - NASDAQ PHLX LLC. - NASDAQ BX, Inc.	- Cboe BYX Exchange, Inc. - Cboe BZX Exchange, Inc. - Cboe EDGA Exchange, Inc. Cboe EDGX Exchange, Inc.
58,6 (34,73 %)	53,9 (31,95 %)	47,1 (27,95 %)

Біржові холдинги намагаються отримати декілька ліцензій на провадження біржової діяльності для більшої гнучкості у задоволенні потреб широкого кола потенційних трейдерів з різноманітними стратегіями. Насамперед, це досягається впровадженням диференційованих тарифних планів. Сьогодні трейдери можуть обрати або майданчик з невеликими тарифами та високим рівнем ймовірності виконання замовлень, або вибрати більш високі відшкодування за поповнення ліквідності в обмін на нижчу ймовірність виконання замовлень.

Очевидним позитивним результатом конкурентної боротьби між організаторами торгівлі стало радикальне зменшення вартості їх послуг. Якщо у 1970 р. комісія за купівлю акцій інституційними інвесторами на NYSE була на рівні 0,262 дол. США за акцію при купівлі 500 акцій, у 2001 р. вона становила вже — 0,05 дол. США, а на початок 2011 р. впала до рівня 0,0021 дол. США за акцію³³.

У той же час, коли провідні американські біржи консолідуються в холдинги, торговельні платформи, що знаходяться в їх управлінні, залишаються відокремленими. Більше того, новостворені фондові біржі також намагаються оперувати кількома майданчиками. Ситуація ще більше ускладнюється тим, що на ринку діє велика кількість інших альтернативних систем для торгівлі акціями. Так, станом на листопад 2017 р. у США було зареєстровано 85 подібних майданчиків³⁴.

Як наслідок, подолавши диференційованість торговельних центрів і закритість торговельної інформації, запровадивши передові технології торгівлі, американський фондовий ринок стикнувся з фрагментацією нового рівня. Перед інвесторами постає проблема вибору: з

³² US Equity Issuance and Trading Volumes / The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) [Electronic Resource]. — Access mode: <https://www.sifma.org/resources/research/us-equity-stats/>.

³³ Stoll H. Market Microstructure / H. Stoll [Electronic Resource] // Financial Markets Research Center, Working paper. — 2002. — Nr. 01-16. — Available at SSRN: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.7204&rep=rep1&type=pdf>; New York Stock Exchange Price List 2011. [Electronic Resource] — Available at: — Режим доступу: <http://www.nyse.com/>.

³⁴ Alternative Trading System («ATS») List / SEC [Electronic Resource] — Access mode: <https://www.sec.gov/foia/docs/atlist.htm>

якими торговельними системами працювати; з якими системами працювати безпосередньо, а я з якими через брокерів; послугами яких систем взагалі не користуватися. Тобто, у інвестора виникає проблема навігації у середовищі чисельних бірж і платформ, що вимагає досить глибокого аналізу, а відповідно й капіталовкладень.

Генезис сучасних організаційно-консолідаційних процесів розвитку біржової індустрії у ЄС нерозривно пов'язаний з процесами фінансово-економічної євроінтеграції. Повністю інтегрований єдиний ринок фінансових послуг уже довгий час є однією з головних цілей ЄС. Ефективно діючий єдиний ринок передбачає можливість для фінансових установ з різних країн-членів надавати однаково якісні послуги в усіх регіонах ЄС, утворюючи таким чином конкурентне середовище, що є каталізатором для розвитку всієї економіки ЄС. Як наслідок, інвестори отримують глибший і ліквідніший ринок і більше можливостей для диверсифікації і прибутків, а емітенти — легший і дешевший доступ до фінансових ресурсів.

Аналітичні дані щодо позитивного ефекту від функціонування єдиного фінансового ринку ЄС були оприлюднені у кількох доповідях і дослідженнях. Так, у доповіді П. Чеккіні від 1988 р. було зазначено, що потенційне зростання ВВП від об'єднання ринків фінансових послуг може скласти 1,5 %³⁵. Дослідження, проведене для Єврокомісії консалтинговою компанією London Economics у співробітництві з PricewaterhouseCoopers та Oxford Economic Forecasting, передбачало зростання ВВП на 1,1 % завдяки зменшенню вартості капіталу для позичальників³⁶.

Досягши певного успіху у формуванні єдиного ринку цінних паперів ЄС, наприкінці 1990-х років стало зрозуміло, що подальшій інтеграції заважають ряд перешкод загально-ринкового та регулятивного характеру.

З метою подолання зазначених перешкод і здійснення прориву в розбудові єдиного спільного фінансового ринку ЄС у 1999 році Єврокомісією було прийнято План дій щодо фінансових послуг (Financial Services Action Plan), який передбачав проведення протягом декількох років 42 організаційно-правових заходів у сфері фінансових ринків загалом і ринку цінних паперів зокрема. У рамках реалізації Плану було прийнято ряд нових Директив і впроваджува-

³⁵ Cecchini P., Jacquemin P., Catinat A. The European Challenge 1992: The benefits of a single market / P. Cecchini, H. Jacquemin, A. Catinat (English ed. / by John Robinson) — Brookfield, Vt., USA: Gower, Aldershot, 1988.

³⁶ Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, Executive Summary of the Final Report to The European Commission — Directorate-General for the Internal Market / London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting, November 2002, [Electronic Resource] — Access mode: https://www.fep.up.pt/disciplinas/pgaf924/PGAF/CE_summary_londonecon.pdf or <http://londoneconomics.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/103-Quantification-of-the-Macro-economic-Impact-of-Integration-of-EU-Financial-Markets.pdf>

льних заходів, на яких базується вся сучасна регулятивна система фондового ринку ЄС.

Ключовим документом у сфері організації торгівлі цінними паперами із вказаного пакету була вже згадувана MiFID-I. За якістю й кількістю змін, які відбулись через прийняття цієї Директиви, її порівнюють з розглянутим вище пакетом законодавчих змін Regulation NMS у США.

Дія MiFID-I кардинально змінила біржовий ландшафт ЄС, регламентувавши діяльність головних конкурентів традиційних фондових бірж — багатосторонніх торговельних систем (MTF) і так званих системних інтерналайзерів (від англ. Systematic Internaliser — SI)³⁷.

Як і в США, засновниками більшості нових MTF виступили консорціуми великих банків. Останні прагнули отримати альтернативу європейським біржам, клієнтами-користувачами яких вони є³⁸.

Оператори традиційних регульованих ринків з метою збереження сегменту ринку паневропейських «блакитних фішок» запровадили власні MTF як з відкритою, так і прихованою книгою замовлень для задоволення потреб інституційних інвесторів. Наприклад, холдинг Німецька біржа та Берлінська біржа запустили електронні платформи Xetra International та Equiduct відповідно.

Північна Європа є одним з прикладів регіональної інтеграції біржових фондових ринків на базі оператора OMX. Консолідація торговельних майданчиків скандинавських країн пройшло шлях від біржового альянсу NOREX Alliance до утворення вертикально-інтегрованої групи на базі шведсько-фінського холдингу, яка оперує біржами семи країн Північної Європи та Прибалтики. Запроваджений також єдиний віртуальний майданчик OMX Nordic Exchange для бірж Стокгольму, Гельсінкі та Копенгагену зі спільним умовами лістингу та єдиною торговельною платформою.

Другим за значимістю об'єднанням на пан-європейському рівні після утворення групи Euronext стало придбання у 2007 р. Лондонською фондовою біржою італійського біржового оператора Borsa

³⁷ Світова фінансова криза 2008 року та безупинна реконструкція ринків капіталу спонукали керівництво ЄС реформувати існуюче законодавче поле відповідно до потреб сьогодення. В результаті були розглянуті та внесені суттєві зміни у MiFID-I, які отримали відповідно назву MiFID-II. Пакет актів включає в себе, окрім нової Директиви 2014/65/ЄС, також Регламент (ЄС) 600/2014 «Про ринки фінансових інструментів», обов'язковий для виконання суб'єктами європейського права всього Союзу. Головний акцент нового законодавчого поля було зосереджено на врегулюванні операцій з позабіржовими деривативами шляхом збільшення відкритості та прозорості ринку.

³⁸ Власниками Chi-X Europe були такі фінансово-банківські установи, як ABN AMRO Clearing, BNP Paribas, Citadel, Citigroup, Credit Suisse, GETCO Europe Ltd, Goldman Sachs, Instinet Holdings, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Optiver, Société Générale та UBS. БТЗ Turquoise було засновано консорціумом банків: UBS, Morgan Stanley, Goldman Sachs, Credit Suisse, BNP Paribas, Société Générale, Deutsche Bank, Merrill Lynch та Citigroup.

БТЗ Burgundy було засновано у 2009 р. об'єднанням найбільших банківських установ Скандинавії: Avanza Bank, Carnegie Investment Bank, Danske Bank, DnB NOR, Evli Bank, HQ, Neonet, Nordea, Nordnet, SEB, Svenska Handelsbanken, Swedbank, Ålandsbanken, Öhman.

Italiana SpA. Таким чином Британська біржа отримала в своє управління головну європейську електронну платформу для торгівлі суверенними та приватними облигаціями MTS SpA разом з італійським строковим ринком і депозитарно-кліринговою інституцією.

Збільшення кількості ринкових операторів різних типів, викликане інноваційним розвитком і законодавчими реформами, призвели до посилення конкуренції на пан-європейському рівні та, як наслідок, покращення якості та зменшення вартості біржових послуг, що надаються. У той же час, існування в Європі великої кількості торговельних майданчиків, як і в США, призводить до високої фрагментації ринку. Так, значення індексу фрагментації для провідних європейських індексів (DAX, CAC40, FTSE100 та AEX) за останні кілька років перебуває у середньому на рівні 2 (цей показник вказує на середню кількість майданчиків, які необхідно враховувати при виконанні замовлень з купівлі-продажу на найкращих умовах³⁹).

Не дивлячись на запровадження Директивою принципу „кращого виконання” (best execution), європейські торгові майданчики не зобов'язані враховувати котирування інших систем, і, відповідно, не повинні перенаправляти замовлення на інші ринки, де має місце миттєва ліквідність. Це призвело до утворення у ЄС складнішої ринкової архітектури, ніж у США, що, в свою чергу, вимагає від трейдерів та інвесторів активного використання інтелектуальних систем пошуку ліквідності та маршрутизації замовлень.

Розглядаючи міжрегіональний рівень консолідації біржового ринку, ми можемо виділити дві хвилі інтеграційних процесів між фондовими біржами — до та після глобальної фінансової кризи 2008 року.

Перша хвиля характеризується початком формування глобальних біржових холдингів через поглинання американськими біржовими гігантами NYSE та NASDAQ пан-європейських регіональних майданчиків Euronext та OMX відповідно.

Подібна експансія з боку бірж США була обумовлена такими глобальними факторами:

- 1) усвідомленням біржами зростаючої загрози з боку альтернативних торговельних систем;
- 2) вищим технологічним рівнем біржових механізмів європейських майданчиків і, відповідно, більшим накопиченим досвідом управління електронними системами торгівлі;
- 3) розширенням джерел доходів через вихід на перспективні ринки похідних фінансових інструментів. Це було особливо показовим у випадку об'єднання NYSE Euronext, оскільки до складу останньої

³⁹ Fidessa Fragmentation Index / Fidessa [Electronic Resource]. — Access mode: <http://fragmentation.fidessa.com/europe/>.

входить один із світових лідерів організації торгівлі деривативами — LIFFE.

Оскільки перша хвиля об'єднань бірж відбувалась в умовах зростання фондових ринків, це обумовило великі вартості подібних угод. Так, злиття NYSE та Euronext оцінюється в 14 млрд, а NASDAQ та OMX — 3,7 млрд дол. США. Як правило, з акціонерами біржі, яка поглинається розплачуються акціями, а не готівкою. Враховуюче це, ціна акцій групи NYSE Group з моменту оголошення про купівлю європейського оператора Euronext 1 червня 2006 р. до остаточного розрахунку з акціонерами 30 березня 2007 р. виросла з 64,51 до 93,75 дол. США. При цьому, на початок 2005 р. вартість акцій складала 20,97 дол.⁴⁰.

Друга хвиля консолідації розпочалась на фоні стагнуючих фондових індексів і падіння капіталізації більшості розвинутих фондових ринків. Це дозволило вийти на ринок поглинь новим гравцям з ринків, що стрімко зростають.

Так, у 2012 р. холдинг Гонконгської біржі придбав за 2,14 млрд дол. США один із найстаріших майданчиків у світі — Лондонську біржу металів (ЛБМ). При цьому пропозиція азійської компанії була кращою за американських конкурентів: Чиказьку товарну біржу, NYSE Euronext та Intercontinental Exchange. Оферта у 22 рази перевищувала останню ринкову ціну та у 180 разів минулорічний на той момент дохід ЛБМ⁴¹.

Падіння обсягів операцій на світових фондових ринках і зменшення дохідності традиційних фондових майданчиків перемістили центр впливу у бік бірж похідних фінансових інструментів. Яскравим проявом цієї тенденції є поглинання холдингу NYSE Euronext, найбільшого за капіталізацією компаній у лістингу, оператором товарних бірж Intercontinental Exchange із штаб-квартирою у м. Атланта. Вартість угоди склала біля 8,2 млрд дол. США. При цьому найпривабливішим активом холдингу, що поглинався, була Лондонська біржа фінансових деривативів Euronext.Liffe. Оскільки Intercontinental Exchange вже володіла у Лондоні майданчиком ICE Futures Europe, однією із провідних товарних бірж світу, поєднання двох бірж дозволило створити універсальний біржовий хаб у Європі⁴².

Транскордонні об'єднання бірж викликають підвищену увагу державних інститутів порівняно з консолідацією компаній у інших сфе-

⁴⁰ На момент поглинання NYSE Euronext з боку Intercontinental Exchange у листопаді 2013 р. вартість акцій NYSE Euronext становила 33,12 дол. США.

⁴¹ *Farchy J., Cookson R.* HKEx agrees to buy LME for £1.4bn / *J. Farchy, R. Cookson* [Electronic Resource] // FT, June 15, 2012. — Available at: <https://www.ft.com/content/6fdca33c-b54a-11e1-ad93-00144feabdc0>.

⁴² Щодо Euronext, то акції компанії оператора майданчиків чотирьох країн Європи у 2014 р. було виставлено на IPO. Всього від продажу європейського холдингу Intercontinental Exchange було отримано 2,1 млрд дол. США.

рах діяльності. Як наслідок, деякі потенційні угоди щодо злиття не відбуваються через втручання регулятивних органів. Так, об'єднання Сінгапурської та Австралійської бірж у 2011 р. не відбулось через побоювання офіційних органів Австралії, що внаслідок угоди національний фінансовий капітал буде перетікати в Сінгапур, статус фінансового сектору впаде, що призведе до скорочення робочих місць і доходів бюджету.

У 2017 р. потенційно найдорожче злиття в історії серед біржових операторів між холдингами Німецької та Лондонської фондових бірж вартістю 20 млрд дол. США було заблоковано наднаціональними органами ЄС. Єврокомісія заборонила угоду через те, що вона «може значно понизити рівень конкуренції, створивши де-факто монополію у важливій сфері клірингу інструментів із фіксованою дохідністю»⁴³.

Висновки

Глобальний характер діяльності сучасних фондових бірж проявляється у ряді ключових детермінант: розширенні кола іноземних компаній у лістингу та збільшенні кількості іноземних інвесторів і трейдерів у торгівлі іноземними фінансовими інструментами. Стрімкий розвиток інформаційно-комп'ютерних технологій на світових фінансових ринках на фоні впровадження інноваційних біржових технологій і продуктів фінансової інженерії, режимів віддаленого доступу до торгів і мережевих механізмів функціонування глобальної економіки призвели до кардинальної реструктуризації інституту фондової біржі, та, як наслідок, формування на цій основі принципово нової парадигми розвитку глобального біржового простору.

Сучасні виклики, які постали перед традиційними фондовими біржами та усталеними механізмами їх функціонування, каталізовані глобальними кризовими явищами останніх десятиліть, мотивували до пошуку адекватних шляхів реформування як організаційно-технологічної, так і фінансово-правової моделі розвитку, посиливши тенденції інтернаціоналізації, консолідації і технологізації.

Конкурентоспроможність біржових систем в умовах фінансової глобалізації досягається через формування потужних біржових холдингів, головним провайдером яких на сучасному етапі виступають альтернативні торговельні системи, розподілені інформаційно-комп'ютерні мережі, об'єднані в мезоглобальні і глобальні електронні платформи. Основна місія такого формату сучасної біржової архітектури полягає у концентрації ліквідності, глобальній мереживізації

⁴³ Mergers: Commission blocks proposed merger between Deutsche Börse and London Stock Exchange Brussels [Electronic Resource] / European Commission — Press release, 29 March 2017 — Access mode: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-789_en.htm.

трейдерів і інвесторів, мінімізації трансакційних витрат, забезпеченні інвестиційної привабливості.

Структурна динаміка процесів інтернаціоналізації глобальної біржової системи має неоднозначний характер, що пояснюється ключовими суперечностями посткризового етапу розвитку глобальної економіки. Об'єктивні тенденції формування світових фінансових центрів, основою яких виступають міжнародні фондові біржи, поєднані з певними проявами фрагментації біржових ринків та їхньої універсалізації, будуть вимагати від фондових бірж інтенсифікації пошуку адаптивних механізмів розвитку, синхронізованих з процесами фінансової глобалізації.

Список літератури

1. *Вайн С.* Инвестиции и трейдинг. Формирование индивидуального подхода к принятию инвестиционных решений / С. Вайн. — М.: Альпина Паблишер, 2017. — 452 с.
2. *Генкин А., Михеев А.* Блокчейн. Как это работает и что ждет нас завтра / А. Генкин, А. Михеев. — М.: Альпина Паблишер, 2017. — 592 с.
3. Глобальное экономическое развитие: тенденции, асимметрии, регулирование: монография / Д. Лукьяненко, В. Колесов, А. Колот, Я. Столярчук и др.; под научн. ред. профессором Д. Лукьяненка, А. Поручника, В. Колесова. — К.: КНЭУ, 2013. — 740 с.
4. *Гринспен А.* Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы / А. Гринспен. — М.: Альпина Диджител, 2015. — 880 с.
5. Директива Ради (93/22/ЄЕС) «Про інвестиційні послуги у сфері цінних паперів» від 10 травня 1993 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/994_187/.
6. Директива 2004/39/ЄС Європейського Парламенту та Ради «Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС» від 21 квітня 2004 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/994_586
7. *Ершов М.* Мировой финансовый кризис. Что дальше? / М. Ершов. — М.: Экономика, 2011. — 295 с.
8. *Лук'яненко Д., Бурмака М., Галахова Т.* Ідентифікація креативних інвестицій в глобальній економіці / Д. Лук'яненко, М. Бурмака, Т. Галахова // Міжнародна економічна політика. — 2016. — 2(25). — С. 7–20.
9. Міжнародні фінансові центри в умовах фінансової глобалізації: монографія / О. Мозговий, О. Субочев. — К.: КНЕУ, 2014. — 370 с.
10. *Рубини Н., Мим С.* Как я предсказал кризис. Экстренный курс подготовки к будущим потрясениям / Н. Рубини, С. Мим. — М.: Ексмо, 2011. — 384 с.
11. *Рубцов Б.Б.* Современные фондовые рынки / Б.Б. Рубцов. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. — 926 с.
12. *Сорос Дж.* Новая парадигма финансовых рынков / Дж. Сорос. — М.: Манн, Иванов и Фербер, 2008.

13. *Стиглиць Дж. Ю.* Глобализация: тревожные тенденции / Пер. с англ. Г.Г. Пирогова / Дж. Ю. Стиглиць. — М.: Национальный общественно-научный фонд, 2003. — 304 с.
14. *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями / Ф. Фабоцци — пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000.
15. Финансовые стратегии модернизации экономики / под ред. Я.М. Миркина. — М.: Магистр, 2011. — 496 с.
16. *Шигази Г.Дж.* Сохранение финансовой стабильности / Г.Дж. Шигази // Международный валютный фонд: Вопросы экономики. — №36. — 2005. — 34 с.
17. *Ammer J., Holland S.B., Smith D.C., Warnock F.E.*, Look at Me Now: What Attracts U.S. Shareholders? / J. Ammer, S.B. Holland, D.C. Smith, F.E. Warnock [Electronic Resource] // Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper No. 815; EFA 2004 Maastricht No. 4086; AFA 2006 Boston Meetings Paper. (March 11, 2005). — Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=556208> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.556208>
18. Alternative Trading System («ATS») List / SEC [Electronic Resource] — Access mode: <https://www.sec.gov/foia/docs/atlist.htm>
19. *Cecchini P., Jacquemin P., Catinat A.* The European Challenge 1992: The benefits of a single market / P. Cecchini, H. Jacquemin, A. Catinat (English ed. / by John Robinson) — Brookfield, Vt., USA: Gower, Aldershot, 1988.
20. Changing business models of stock exchanges and stock market fragmentation [Electronic Resource] / OECD Business and Finance Outlook 2016, OECD Publishing, Paris, 2016.— Access mode: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264257573-9-en>.
21. *Dobbs Richard, Goedhart Marc H.* Why cross-listing doesn't create value / *Richard Dobbs, Marc H. Goedhart* [Electronic Resource] // McKinsey & Company, McKinsey on Finance, November 2008, — Available at: <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/why-cross-listing-shares-doesnt-create-value>.
22. *Farchy J., Cookson R.* HKEx agrees to buy LME for J1.4bn / *J. Farchy, R. Cookson* [Electronic Resource] // FT, June 15, 2012, — Available at: <https://www.ft.com/content/6fdca33c-b54a-11e1-ad93-00144feabdc0>.
23. Fidessa Fragmentation Index / Fidessa [Electronic Resource]. — Access mode: <http://fragmentation.fidessa.com/europe/>.
24. *Gkantinis Stavros* Regulation and Innovation: Comparing the U.S. and European Stock Trading Markets / Stavros Gkantinis [Electronic Resource] // Harvard Law School Student Scholarship Series. 13, 2006 — Available at: <http://lsr.nellco.org/harvard/students/papers/13>
25. Global Financial Stability Report [Electronic Resource] / IMF. — Access mode: <https://www.imf.org/en/publications/gfsr>
26. *Karolyi G. A.* What Happens to Stocks that List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implications / G. A. Karolyi [Electronic Resource] September, 1996 — Available at: <https://ssrn.com/abstract=1612> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1612>
27. *Malkalamakii Markku* Economies of Scale and Implicit Mergers in Stock Exchange Activities / Markku Malkalamakii [Electronic Resource] // Research Department, Bank of Finland, 2000. — Available at:

http://www.lse.ac.uk/fmg/documents/events/conferences/2000/future/40_malkamaki.pdf

28. Mergers: Commission blocks proposed merger between Deutsche Bourse and London Stock Exchange Brussels [Electronic Resource] / European Commission – Press release, 29 March 2017 – Access mode: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-789_en.htm.

29. *Pagano M., Padilla A.J.* Efficiency gains from the integration of exchanges: lessons from the Euronext / M.Pagano, A.J. Padilla [Electronic Resource] // Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), 2005 – Available at: <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2006/05/padilla-pagano.pdf>

30. Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of EU Financial Markets, Executive Summary of the Final Report to The European Commission – Directorate-General for the Internal Market / London Economics in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting, November 2002, [Electronic Resource] – Access mode: https://www.fep.up.pt/disciplinas/pgaf924/PGAF/CE_summary_londonecon.pdf or <http://londoneconomics.co.uk/wp-content/uploads/2011/09/103-Quantification-of-the-Macro-economic-Impact-of-Integration-of-EU-Financial-Markets.pdf>

31. Regulation (EU) No 600/2014 of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending, OJ L 173, 12.6.2014, p. 84–148 [Electronic Resource]. – Access mode: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014R0600>

32. *Sarkissian S., Schill M. J.* Are There Permanent Valuation Gains to Overseas Listings? / S. Sarkissian, M.J. Schill [Electronic Resource] // Darden School of Business Working Paper No. 03-03. – February 15, 2007. – Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=395140> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.395140>

33. *Stoll H.* Market Microstructure / H. Stoll [Electronic Resource] // Financial Markets Research Center, Working paper. – 2002. – Nr.01-16. – Available at SSRN: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.7204&rep=rep1&type=pdf>

34. The financial crisis inquiry report [Electronic Resource] // National commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States – January 2011. – Access mode: <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>

35. World Federation of Exchanges. Statistics. Monthly Reports [Electronic Resource]. – Access mode: <https://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>

36. US Equity Issuance and Trading Volumes / The Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) [Electronic Resource]. – Access mode: <https://www.sifma.org/resources/research/us-equity-stats/>.

Стаття надійшла до редакції: 25.09.2017.