

ІНФРАСТРУКТУРА РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ: СУТНІСТЬ І СКЛАДНИКИ

INFRASTRUCTURE OF STOCK MARKET: ESSENCE AND COMPOSITION

Сердюков К.Г.

доктор економічних наук, доцент,
доцент кафедри фінансів і кредиту,
Харківський інститут фінансів

Київського національного торговельно-економічного університету

Німкович А.І.

старший викладач кафедри державних фінансів,
Харківський інститут фінансів

Київського національного торговельно-економічного університету

Serdyukov Kostyantyn

Doctor of Economic Sciences, Associate Professor,
Department of Finance and Credit,
Kharkiv Institute of Finance of KNUTE

Nimkovych Andrii

Senior Lecturer каф Department of Public Finance,
Kharkiv Institute of Finance of KNUTE

У статті досліджено поняття інфраструктури з позиції різних дослідників та економістів. Виявлено відмінності трактування інфраструктури та спільні погляди. На основі досліджень сформовано власну систему інфраструктури, яка групує усі інституції інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів за функціональною ознакою у шість напрямів. Виділено й особливу роль напряму регулювання, до якого входять органи державного регулювання та саморегульовні організації. Визначено важливість функціонування інфраструктури ринку цінних паперів на кожному етапі діяльності із цінними паперами. Досліджено певну історичну закономірність щодо двох типів інтеграційних процесів інфраструктурного забезпечення. Виявлено, що основним принципом інфраструктури повинна бути гнучкість, яка дає змогу її видозмінювати відповідно до зміни умов на відповідному ринку, зокрема на ринку цінних паперів.

Ключові слова: інфраструктура, ринок цінних паперів, перспективи, забезпечення, фінансовий ринок, корпоративні права, інтеграція, взаємозв'язки, компоненти.

В статье исследовано понятие инфраструктуры с позиции различных исследователей и экономистов. Выявлены различия трактовки инфраструктуры и общие взгляды. На основе исследований сформирована собственная система инфраструктуры, которая группирует все институты инфраструктурного обеспечения рынка ценных бумаг за функциональным признаком в шесть направлений. Выделена и особая роль направления регулирования, куда входят органы государственного регулирования и саморегулируемые организации. Определена важность функционирования инфраструктуры рынка ценных бумаг на каждом этапе деятельности с ценными бумагами. Исследована определенная историческая закономерность в отношении двух типов интеграционных процессов инфраструктурного обеспечения. Выявлено, что основным принципом инфраструктуры должна быть гибкость, которая позволяет ее видоизменять в соответствии с изменением условий на соответствующем рынке, в частности на рынке ценных бумаг.

Ключевые слова: инфраструктура, рынок ценных бумаг, перспективы, обеспечения, финансовый рынок, корпоративные права, интеграция, взаимосвязи, компоненты.

The article explores the concept of infrastructure from the standpoint of different researchers and economists: from the past to the present. Differences in the interpretation of infrastructure and shared views are revealed. The article presents the main tasks that are faced to the modern securities market infrastructure. On the basis of the

research, an own system of infrastructure has been formed, which groups all institutions of infrastructure provision of the securities market functionally in six directions: the direction of information provision for participants, securities trading, storage and registration of securities ownership rights, regulation, asset management and clearing. Thus, a special role has been allocated to the direction of regulation, which includes state regulation bodies and self-regulatory organizations. In particular, the National Securities and Stock Market Commission as a representative of the relevant state bodies and Ukrainian Stock Traders Association (AUFT), The Professional Association of Capital Markets and Derivatives (PARD), Ukrainian Investment Business Association (UAIB) as self-regulatory organizations in the market. The importance of the functioning of the securities market infrastructure at each stage of securities operations is determined. The model is based on four major infrastructure functions. The following features include: intermediary – ensures close interaction between market participants, brings together issuers and investors; organizational – forms the rules and conditions for securities trading; technical – technically supports all processes that occur in the process of conducting transactions with securities; information – establishing a transparent information space for all market participants. A certain historical pattern concerning two types of integration processes of infrastructure support is explored. It is revealed that the basic principle of infrastructure should be flexibility, which allows it to be modified in accordance with the changing conditions in the relevant market, in particular in the securities market.

Key words: infrastructure, Securities Market, perspectives, software, financial market, corporate rights, integration, interconnections, components.

Постановка проблеми у загальному вигляді та її зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Ринок цінних паперів в Україні та його інфраструктура порівняно недавно сформовані і потребують ще чимало проваджень у напрямі ефективного регулювання, стабільності функціонування та зміцнення довіри населення як до одного з базових фінансових ринків країни. Формування системи регулювання розвитку інфраструктури ринку цінних паперів передбачає, насамперед, однозначність у теоретичних засадах визначення поняття інфраструктури та її класифікації відповідно до функціонального забезпечення ринку.

Так, у більшості досліджень інфраструктурне забезпечення ринку цінних паперів визначається з позиції допоміжного елемента, який повністю залежить від власне ринку цінних паперів та його учасників. Це нівелює важливість інфраструктури та її можливість впливати та регулювати розвиток ринку цінних паперів.

Аналіз останніх досліджень і публікацій, в яких започатковано розв'язання даної проблеми і на які спираються автори. Дослідженню поняття інфраструктури, її ролі та значення для економіки у цілому присвячено праці всесвітньо відомих економістів-теоретиків Х. Зінгера [4], А. Пізенті [1; 11], Ф. Йохімсена [1; 11], Г. Хедткампа [1; 11], О. Вільямсона [1; 11], О. Моргенштерна [1; 11], а також вітчизняних: В. Орешина [7], Л. Лозовського [9], Е. Стародубцева [9]. Аналітичний огляд літературних джерел та досліджень інфраструктури ринку цінних паперів показує, що сьогодні серед науковців не сформувався єдиного підходу до визначення інфраструктури ринку та його ефективності. Це породжує низку методологічних проблем, серед яких слід виділити вимірювання ефективності ринку цінних паперів на основі відповідних умов та факторів.

Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми, котрим присвячується

означена стаття. Дослідники в інших наукових роботах аналізували класифікаційну систему інфраструктури ринку цінних паперів, проте це потребує більш детального одночасного аналізу як за системним, так і за функціональним підходом, формування функціональної моделі.

Формулювання цілей статті (**постановка завдання**). Мета статті полягає у виявленні сутності та узагальненні теоретичних основ щодо інфраструктури ринку цінних паперів.

Виклад основного матеріалу дослідження з повним обґрунтуванням отриманих наукових результатів. Щоб підійти до аналізу елементів інфраструктури ринку цінних паперів, звернемося до визначення сутності поняття «інфраструктура». Етимологічно термін походить від поєднання двох латинських слів: *infra* – знизу та *structure* – будова, розташування по відношенню до інших елементів, тобто відображає внутрішню, нижньорівневу будову об'єкта вивчення.

Економічний зміст та сутність інфраструктури по-різному визначаються представниками різних економічних шкіл відповідно до основних парадигм. Це, серед іншого, означає, що в різних школах однакові якісні особливості тих же елементів інфраструктури ринку цінних паперів змінюються по-різному. Наприклад, «людський фактор» у різних школах може виключатися або включатися. Один із найбільш визнаних німецьких авторів щодо аналізу інфраструктури Р. Йохімсен у своєму функціоналі визначення інфраструктури розрізняє матеріальну, інституційну та особисту інфраструктуру. У кейнсіанській економіці слово «інфраструктура» використовувалося виключно для опису державних активів, що сприяють виробництву, тобто не враховуючи приватні активи.

Певні спроби наукової постановки проблеми щодо формування інфраструктури в економіці та осмислення її місця і значення в організації економічних відносин між суб'єктами гос-

подарювання відображено у роботах багатьох економістів, зокрема у працях К. Маркса [8]. Водночас поняття «інфраструктура» не використовувалося в економіці, проте розглядалося поняття торгового посередника (у термінології К. Маркса – купця), що певною мірою відповідає сучасним уявленням про інфраструктуру. Так, у праці К. Маркса «Капітал» торговий посередник визначається як своєрідний інфраструктурний елемент, який забезпечує перетворення форми товарів через їх купівлю та наступний продаж і за допомогою своїх операцій скорочує для багатьох виробників витрати часу на здійснення цих операцій. Тобто торговий посередник визначений як особа, що знижує витрати обігу і товарного виробництва, тим самим сприяючи зростанню ефективності. К. Маркс пропонує розглядати його «... як машину, що зменшує некорисну витрату сили або що допомагає вивільнити час для виробництва. Він працює так само, як усякий інший, але зміст його праці в тому, що він не створює ні вартості, ні продукту. Він приносить користь тим, що завдяки його діяльності менша частина робочої сили і робочого часу суспільства витрачається на цю непродуктивну функцію» [8].

Деякі науковці, зокрема англійський економіст А. Янгсон, вважають першовідкривачем терміна «інфраструктура» у сучасному трактуванні Х. Зінгера, який досліджував це поняття на початку 40-х років ХХ ст. Х. Зінгер дійшов висновку, що в країнах із ринковою економікою (у країнах, де формується система ринкових відносин) для подальшого розвитку слід дотримуватися відповідної інвестиційної стратегії, яка повинна бути спрямована на формування «кумулятивного процесу» в розвитку економіки. При цьому основним чинником виникнення таких «кумулятивних процесів» у країнах, що розвиваються, він убачав інвестування в інфраструктуру, яке повинно у цих країнах сприяти зростанню національного доходу та в подальшому стимулювати розвиток економіки. У розвинених країнах, на думку Х. Зінгера, інфраструктура відіграє другорядну роль у забезпеченні економічного розвитку, а інвестиційна політика у цьому напрямі обмежується лише створенням сприятливих умов для функціонування механізмів ринкового саморегулювання, здатних ефективно спрямовувати інвестиції. На відміну від А. Янгсона П. Самуельсон [7] основоположником уведення в економічну науку терміна «інфраструктура» вважає американського дослідника П. Розентейн-Розана. Ще в 1955 р. американець видав наукову працю, у якій були результати дослідження місця та ролі інфраструктури у суспільствах із різним рівнем економічного розвитку [5].

На його думку, інфраструктурне забезпечення є всебічним комплексом умов, які забезпечують сприятливий розвиток приватного підприємництва в усіх сферах економіки і впливають на задоволення потреб усього населення. П. Розе-

нтейн-Розан включав до інфраструктури економіки країни так звані «базові галузі економіки» – енергетику, транспорт, зв'язок, розвиток яких є вихідною умовою для того, щоб приватна промисловість мала можливості зробити перший ривок і швидко окупити вкладені інвестиції. Таким чином, економіст підкреслив особливу роль інфраструктури у формуванні ефективного середовища взаємодії ринкових суб'єктів для інтенсивного економічного розвитку.

П. Самуельсон підтримував вищезазначену думку щодо того, що держава свідомо здійснює інвестиції в інфраструктуру, оскільки «збільшення суспільного допоміжного капіталу» (social overhead capital) створює «неявні вигоди, від яких не можна чекати грошових прибутків для приватних інвесторів», тому що «масштаби деяких із них занадто великі для обмежених ринків приватного капіталу, а інші окупатимуться протягом дуже тривалого терміну, щоб приватні інвестори дуже ними цікавилися».

У вітчизняній науково-економічній літературі інфраструктура тривалий час розглядалася лише з позиції забезпечення функціонування народного господарства у цілому. Так, А.П. Голиков, Л.Б. Олійник та А.В. Степаненко підходять до поняття інфраструктури з погляду певних галузей економіки, які обслуговують виробництво і населення. Цінною особливістю інфраструктури є її «гнучкість», яка дає їй змогу оперативно реагувати на зміни в економіці та суспільстві. Вона підтримує відповідний рівень розвитку економіки і сприяє підвищенню її ефективності.

З одного боку, інфраструктура визначається як цілісна система, тільки на базі якої взагалі можливе функціонування будь-якого господарства, з іншого – це система, яка забезпечує лише процес просування продукції в економіці. У першому випадку до неї входять практично всі ринкові інститути, у тому числі сфера освіти, медицини тощо. Прихильники другого трактування відносять до інфраструктури лише складські, збутові, транспортні організації тощо.

Як зазначає В.П. Орешин, поняття «інфраструктура» має три рівні визначень [10]: на рівні сутності – це сфера застосування праці, яка забезпечує обіг продукції в народному господарстві; на макрорівні – це сукупність галузей, які виконують функції транспортування, зберігання й реалізації продукції; на мікрорівні – це матеріальні об'єкти, які створюють умови для нормалізації процесу суспільного виробництва.

Схожої думки додержуються Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева [9], визначаючи, що до складу інфраструктури належить комплекс галузей, підприємств і організацій, які входять у ці галузі, видів їхньої діяльності, спрямованих на забезпечення, створення умов для нормального функціонування виробництва та обігу товарів, а також життєдіяльності людей.

Таке розуміння інфраструктури передбачає її поділ на виробничу й соціальну інфраструктуру.

Системний підхід до поняття інфраструктури розглядає її як сукупність елементів в економічній системі, між якими формуються тісні взаємозв'язки та забезпечується оперативне, злагоджене і безперебійне функціонування усієї системи. Отже, інфраструктура виступає у ролі підсистеми в іншій системі (наприклад, на ринку цінних паперів) і покликана забезпечити узгодженість дій усіх елементів цілісної економічної системи та відповідними методами та активними діями регулювати її функціонування [3].

Під час дослідження питання інфраструктури кожен із науковців погоджується з твердженням, що інфраструктура складається із сукупності інститутів, операцій та ринків, але має й специфічні елементи. Водночас дослідники цієї проблеми самостійно вирішують, який із підходів використовувати під час аналізу інфраструктури. Як наслідок, наявні трактування доповнюють один одного, маючи спільну основу, навколо якої визначаються специфічні прояви природи інфраструктури як сукупності загальних умов, а саме можливість створення підґрунтя для розширеного відтворення інтенсивного типу та ефективного функціонування ринку цінних паперів.

Під час формування структури інфраструктури за функціональним значенням та створення відповідних елементів слід опиратися на поставлені завдання перед інфраструктурним забезпеченням ринку цінних паперів із метою її гармонізації з розвитком економіки. Перед інфраструктурою ринку цінних паперів постає цілий комплекс завдань:

- зменшення витрат учасників ринку цінних паперів (інвесторів та емітентів);
- мінімізація та перерозподіл інвестиційних ризиків учасників ринку;
- прискорення інвестиційних процесів на основі забезпечення стабільного обігу цінних паперів.

Даний комплекс завдань не суперечить розповсюдженому в літературі підходу, за яким із позиції впливу на ефективність функціонування ринку цінних паперів виокремлюється лише два, але дуже важливі та взаємопов'язані завдання: мінімізація витрат, пов'язаних з обігом цінних паперів, та зменшення і диверсифікація ризиків між учасниками ринку. На думку автора, виходячи з принципу узгодження цілей системи та її елементів, завдання інфраструктури мають бути доповнені базовими завданнями ринку цінних паперів як такого, що визначають місію цього економічного явища у функціонуванні економік окремих країн, їх угруповань та світового господарства у цілому, а саме активізація інвестиційних процесів, прискорення акумуляції інвестиційних ресурсів для фінансування потреб соціально-економічного розвитку на основі забезпечення стабільного функціонування ринку цінних паперів.

Автори багатьох наукових праць пропонують різні підходи до визначення основних елементів інфраструктури ринку цінних паперів. На основі наукових поглядів щодо інфраструктури автором сформовано функціональну модель інфраструктури ринку цінних паперів. В основі моделі лежать чотири основні функції інфраструктури. До таких функцій відносяться:

– посередницька – забезпечує тісну взаємодію між учасниками ринку, поєднує емітентів та інвесторів. Зокрема, сюди відноситься страхування інвестора від ризику прийняття неправильного рішення; страхування цінового ризику на ринку цінних паперів;

– організаційна – формує правила та умови для торгівлі цінними паперами. Це сприяння укладенню угод із цінними паперами, зменшення витрат щодо операцій купівлі-продажу, підвищення ліквідності ринку цінних паперів;

– технічна – технічно підтримує усі процеси, які виникають у процесі здійснення операцій із цінними паперами. Технічна підсистема проявляється у перейнятті на себе ризиків покупців-продавців цінних паперів щодо поставки цінних паперів та розрахунків за угодами, забезпеченні захисту та дотримання прав інвестора;

– інформаційна – налагодження прозорого інформаційного простору для усіх учасників ринку. Це інформаційно-консультаційна діяльність щодо сприяння страхуванню інвестиційних ризиків, пришвидшення руху ринкової інформації.

Щоб більш детально розібратися з особливостями, проблемами та перспективами інфраструктури українського ринку цінних паперів, проаналізуємо власне його структуру. Автори багатьох наукових праць пропонують різні підходи до визначення основних елементів інфраструктури ринку цінних паперів. Разом із тим на основі різних точок зору щодо цього питання пропонуємо власну структуру інфраструктури ринку цінних паперів, зображену на рис. 1.

Така структура інфраструктури забезпечить усебічну підтримку ринку цінних паперів і оперативний взаємозв'язок між його учасниками. Розглядається шість основних напрямів інфраструктури ринку: напрям торгівлі цінними паперами, напрям забезпечення інформації для учасників, напрям регулювання, напрям зберігання та реєстрації прав власності на цінні папери, напрям клірингу та напрям управління активами.

Посередники у торгівлі цінними паперами – брокери, а також загалом ціла система торгівлі, зокрема біржа – це основа напряму торгівлі цінними паперами. У цьому напрямі виокремлюється біржова та позабіржова торгівля. Перша з них забезпечує прискорення та здешевлення угод, що зумовлено стандартизацією. Тож учасники торгів на ринку цінних паперів пов'язали себе досить жорсткими зобов'язаннями і довели свою здатність виконувати їх.

До напрямку забезпечення інформацією учасників ринку цінних паперів належать торговельно-інформаційні системи, біржі, рейтингові агентства та засоби масової інформації. Цей напрям інфраструктури забезпечує учасників операцій із цінними паперами інформацією про емітентів, випуски, котирування паперів. В еру інформаційних технологій саме доступність повної, своєчасної та достовірної інформації до здійснення етапу покупки допомагає учасникам ринку здійснити відповідну операцію щодо цінних паперів.

Загальне регулювання на ринку цінних паперів здійснюється в рамках відповідного напрямку регулювання. Зокрема, Національна комісія із цінних паперів та фондового ринку як представник профільних державних органів та Асоціація «Українські фондові торговці» (АУФТ), Професійна асоціація учасників ринків капіталу та деривативів (ПАРД), Українська асоціація інвестиційного бізнесу (УАІБ) як саморегульовані організації на ринку. Таке регулювання встановлює правила та нормативи під час роботи на ринку та узгоджує діяльність усіх учасників ринку.

Напрямок зберігання та реєстрації прав власності на цінні папери останнім часом видозмінився. Зараз більшість країн світу перейшли на бездокументарну форму цінних паперів, і, відповідно, функція реєстраторів перейшла до депозитарних установ. Порівняно з документарною формою це дає змогу мінімізувати витрати на

передачу прав власності на цінні папери порівняно з фізичним переоформленням та передачею, а також вирішується ціла низка технічних питань, автоматизується і пришвидшується ціла низка операцій із цінними паперами. При цьому породжуються нові проблеми. Головною з них є підтвердження прав власності відповідної особи на цінні папери [2].

Метою напрямку клірингу в інфраструктурному забезпеченні ринку цінних паперів є пришвидшення операцій та зменшення надлишкових, взаємозворотних операцій шляхом взаємозаліків. До завдань напрямку входить також здійснення контролю над правильною адресацією, вивіренням та підтвердженням даних щодо угод, укладених на біржі.

Особлива увага приділяється напрямку управління активами. На основі закумульованих фондів фінансових ресурсів із сукупності дрібних вкладів учасників та з використанням результатів інформаційних та рейтингових агентств компанії з управління активами та інститути спільного інвестування здійснюють управління активами через операції з купівлі-продажу цінних паперів для отримання прибутку. Це особливий напрям, який спрямований на максимально ефективно використання фондів фінансових ресурсів.

Напрями інфраструктури ринку цінних паперів можна розглядати як послідовний ланцюжок, кожна стадія якого обслуговується відповідним

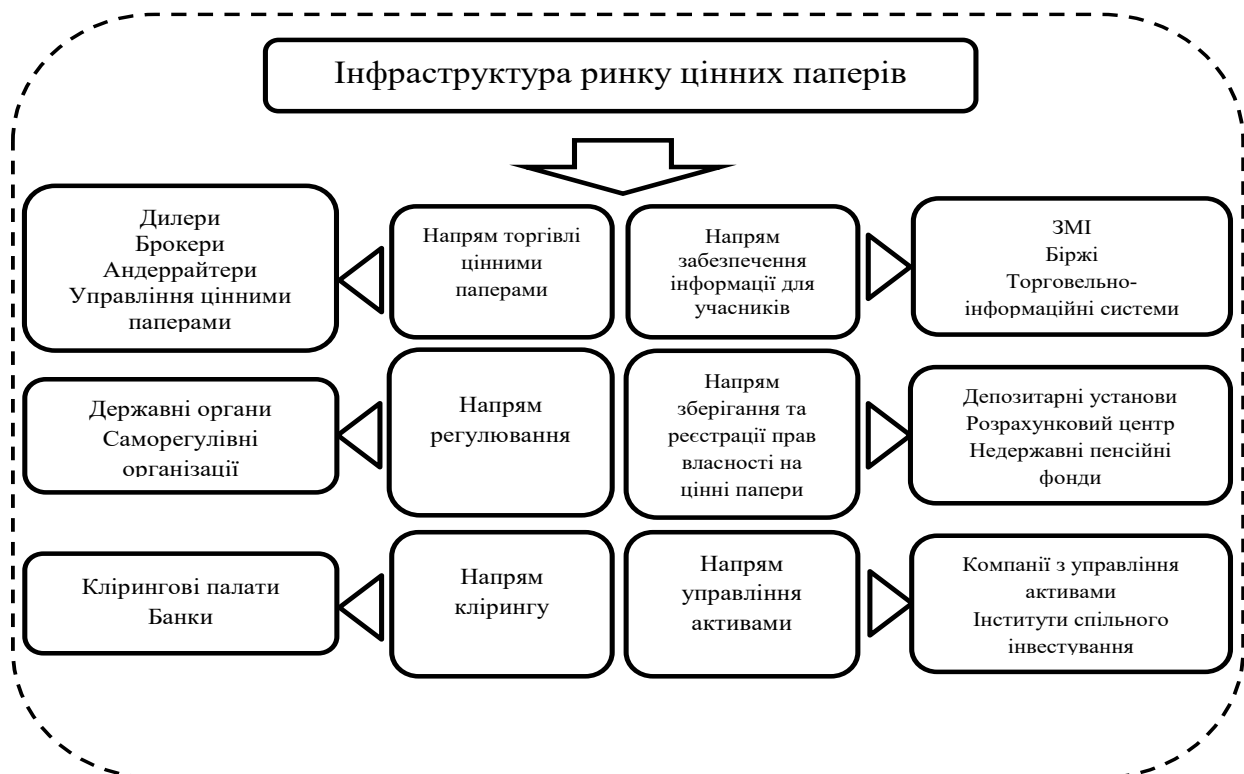


Рис. 1. Напрямки інфраструктури ринку цінних паперів

Джерело: розроблено авторами на основі [2]

напрямом інфраструктури ринку. Перш за все формується інформаційна база даних щодо котирувань цінних паперів, стану ринку та емітентів. На основі наявної минулої та поточної інформації здійснюється торгівля цінними паперами, а внаслідок торгівлі підключаються послуги з клірингу та реєстрації прав власності і зберігання цінних паперів. Разом ці етапи формують інфраструктуру ринку цінних паперів. Ефективність функціонування інфраструктури ринку цінних паперів на всіх етапах [6]:

- впливає на акумуляцію, концентрацію та використання коштів населення та підприємств;
- позитивно позначається на залученні капіталу в економіку країни;
- сприяє процесам приватизації державних підприємств;
- узгоджує майнові інтереси країни, інституційних та індивідуальних інвесторів;
- заощадує суспільні витрати на обіг фінансових інструментів та полегшує взаємні розрахунки суб'єктів господарювання;
- сприяє підвищенню ефективності управління корпоративними структурами;
- створює умови для інтеграції України у світову економічну систему завдяки впровадженню загальносвітових принципів і стандартів функціонування ринку.

Протягом останніх 10–15 років як на фінансові ринки, так і на їх фінансову інфраструктуру вплинув гігантський розвиток комп'ютерів та інформаційних технологій. Цей розвиток був досить нестабільним і виглядав як «стрибки», спричинені змінами технологій. Відповідно, для цього періоду був характерний непропорційний розвиток напрямів інфраструктури ринку цінних паперів.

Регулюючі заходи щодо вирівнювання такого розвитку, що здійснюються міжнародними організаціями, є досить різноманітними, вони включають, наприклад, установлення правил торгівлі (для різних сегментів фінансового ринку), врегулювання фінансових торгів, фінансово-технічні стандарти, етичні стандарти, фінансові конгломерати тощо. Щоб мати можливість здійснювати всі ці заходи, міжнародні організації, що беруть участь у регулюванні ринку цінних паперів та його інфраструктури, повинні взаємно співпрацювати щодо моніторингу, нагляду за виконанням, установлення технічних та процедурних стандартів, використання найкращих практик тощо.

Такі заходи відобразилися на інституціях інфраструктури. Зокрема, у більшості європейських країн депозитарні центри, крім основної діяльності, займаються також наданням супутніх послуг, таких як виплата доходу інвесторам, погашення, дроблення акцій, збільшення капіталу, голосування за дорученням, повернення податку та фінансова звітність. Схожий універсальний підхід спостерігається і з банками, які виступають як посередники

між локальними депозитарними центрами і брокерами, дилерами, кінцевими інвесторами [2; 12].

Ще однією особливістю інфраструктурного забезпечення ринку цінних паперів Європи є міцні вертикальні взаємозв'язки між різними компонентами, які доповнюють один одного. Така вертикальна інтеграція створює ефект масштабу, тобто приріст ефективності від спільної роботи додаткових компонентів інфраструктури. Як наслідок, один універсальний контрагент може надавати пакет послуг за нижчою ціною порівняно з кількома спеціалізованими контрагентами щодо окремих послуг.

Відповідно до характеру інтеграційних процесів інфраструктури різних країн, виділяємо дві моделі: модель модулів національних інфраструктур різних країн та модель консолідації інфраструктури. Якщо остання модель функціонує у формі злиттів та альянсів окремих елементів інфраструктури і цілих систем, то модель модулів національної інфраструктури передбачає технічно пов'язані окремі національні системи і дає змогу здійснювати міжнародні операції із цінними паперами та фінансами. За цією моделлю національна система виступає у ролі представника від імені своїх учасників, коли здійснюються операції із цінними паперами в іноземній національній системі.

У доповнення до технічних зв'язків інтеграція може бути досягнута за рахунок інтеграції функціональних можливостей, механізмів і процесів без зменшення кількості постачальників послуг для того, щоб забезпечити ефективну і захищену роботу з цінними паперами, адже більшість систем, які оперують цінними паперами в Європі, пов'язана одна з одною безпосередньо або опосередковано і в результаті цього сформовані сотні взаємозв'язків («модель Spaghetti») [2; 13].

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

Другою моделлю транскордонної інтеграції є консолідація існуючої інфраструктури ринку цінних паперів за рахунок злиттів і альянсів, в результаті чого в залишається менша кількість систем в

Європі. Консолідація може відбутися на «горизонтальному» або «вертикальному» рівні. Горизонтальна консолідація передбачає об'єднання систем і організацій, які надають схожі послуги та продукти. Вертикальна консолідація включає у себе злиття систем і організацій, які надають доповнюючі послуги і продуктів по всьому ланцюжку діяльності із цінними паперами.

Висновки з цього дослідження і перспективи подальших розвідок у даному напрямку. Дослідження поняття інфраструктури показало багатогранність підходу різних економічних шкіл та дослідників. При цьому одні з них розглядають інфраструктуру як елемент зв'язку між елементами, другі – як інституції, які забезпечують потреби учасників ринку, а треті – як інструменти для зменшення трансакційних витрат. І всі ці точки зору є правильними, оскільки розглядають інфраструктуру з різних поглядів. Такий аналіз дає змогу більш глибоко розуміти категорію «інфраструктура».

У дослідженні наведено власну структуру інфраструктурних елементів, які поділяються на шість основних напрямів: забезпечення інформації для учасників, торгівля цінними паперами, зберігання та реєстрація прав власності на цінні папери, регулювання, управління активами, кліринг.

В основі інфраструктури лежить налагодження інтеграційних процесів, виділено та охарактеризовано дві моделі такої інтеграції: модель модулів національних інфраструктур різних країн та модель консолідації інфраструктури.

Загалом мінливість ринків та умов на них унеможлиблює формування «ідеальної» інфраструктури та фіксацію її моделі для перманентного успіху, адже в разі серйозної зміни кон'юнктури ринку його учасники перестануть користуватися інфраструктурою, бо вона просто не буде задовольняти їх основні потреби, тож структура інфраструктури повинна бути, насамперед, гнучкою та мобільною.

БІБЛІОГРАФІЧНИЙ СПИСОК:

1. Бойчик І.М. Ринкова інфраструктура: сутність та характеристика. *Економіка та управління національним господарством*. 2013. № 3. С. 34–41.
2. Васильєв О.В., Німкович А.І. Сучасні трансформації інфраструктури фондового ринку України та Європи. *Економіка розвитку*. 2016. № 4. С. 16–22. URL : http://nbuv.gov.ua/UJRN/egro_2016_4_4 (дата звернення: 16.09.2019).
3. Голосов О.О. До питання розвитку бірж як базової ланки інфраструктури ринку зерна на сучасному етапі економічних відносин. *Культура народів Причорномор'я*. 2003. № 45. С. 120–122.
4. Экономическая теория (политэкономия) : учебник / под общ. ред. акад. В.И. Видяпина, акад. Г.П. Журавлевой. Москва : ИНФРА-М, 1999. 560 с.
5. Жупаненко В.М. Сучасне трактування інфраструктури фондового ринку. *Ринок цінних паперів України*. 2010. № 3–4. С. 63–74.
6. Лапішко З.Я. Формування інфраструктури регіонального ринку цінних паперів : автореф. дис. ... канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит». Львів, 2008. 28 с.
7. Орешин В.П. Планирование производственной инфраструктуры: комплексный подход. URL : <http://znanium.com> (дата звернення: 16.09.2019).
8. Маркс К., Энгельс Ф. Капитал. I т. ; 2-е изд. Москва : Государственное издательство политической литературы. URL : <https://www.esperanto.mv.ru/Marksismo/Kapital1/index.html> (дата звернення: 16.09.2019).
9. Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь ; 6-е изд., перераб. и доп. Москва : ИНФРА-М, 2017. 512 с.
10. Самуэльсон П.Э., Нордхаус В.Д. Экономика : учебное пособие / пер. с англ. ; 16-е изд. Москва и др. : Вильямс, 2000. 680 с.
11. Ясковець Ю.В. Теоретичні аспекти дослідження інфраструктури національних господарств в умовах глобалізації. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2013. Вип. 114. Ч. 2. С. 173–180.
12. Kazarian E. IMF Working Paper Monetary and Capital Markets Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues, IMF Working Paper, Monetary and Capital Markets (2006). URL : www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06241.pdf. (accessed: 16.09.2019).
13. Arnt H. Anne Reinhold Pedersen. Securities Market Infrastructures. *Danmarks Nationalbank Monetary Review 3rd Quarter*. 2003. № 3. P. 37–48.

REFERENCES:

1. Boychik I.M. (2013) *Rynkova infrastruktura: sutnist' i kharakterystyky* [Market infrastructure: essence and characteristics]. *Economy and management of national economy*, №3, pp. 34-41.
2. Vasiliev O.V., Nimkovych A.I. (2016) *Suchasni transformatsiyi infrastruktury rynku tsinnykh paperiv Ukrayiny ta Yevropy* [Modern transformations of the infrastructure of the stock market of Ukraine and Europe] *Development Economics*, №4, pp. 16-22. Available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/egro_2016_4_4 (accessed 16.09.2019).
3. Golosov O. (2003) *Do pytannya rozvytku birzh yak osnovnoyi lanky infrastruktury zernovoho rynku na suchasnomu etapi ekonomichnykh vidnosyn* [To the issue of development of exchanges as the basic link of the grain market infrastructure at the present stage of economic relations]. *Culture of the Black Sea peoples*, №45, pp. 120-122.

4. Vidyapina V.I., Zhuravlevoy G.P. (1999) *Ekonomichna teoriya (politychna ekonomika)* [Economic theory (political economy)]. Textbook, p. 560.
5. Zhupanenko V.M. (2010) *Suchasne traktuvannya infrastruktury fondovoho rynku* [Modern interpretation of the stock market infrastructure]. Securities Market of Ukraine, №3, pp. 63-74.
6. Lapishko Z.Y. (2008) *Formuvannya infrastruktury rehional'noho rynku tsinnykh paperiv* [Infrastructure formation of the regional securities market: abstract. diss. for the sciences. degree of Cand. econom. Sciences: Special. 08.00.08 Money, Finance and Credit]. – Lviv. – 2008. – 28 p.
7. Oreshin V.P. (2017) *Planyrovanye proyzvodstvennoy ynfrastruktury: kompleksnyy podkhod* [Planning of industrial infrastructure: integrated approach], p. 144. Available at: <http://znanium.com> (accessed 16.09.2019).
8. Marx K., Engels F. (1986) *Capital* [Capital (I volume)]. Textbook, p. 596. Available at: <https://www.esperanto.mv.ru/Marksismo/Kapital1/index.html> (accessed 16.09.2019).
9. Rayzberg B.A., Lozovsky L.S. and Starodubtseva E.B. (2017) *Sovremennyy ékonomycheskyy slovar'* [Modern Economic Dictionary], p. 512.
10. Samuelson P.E. (2000) *Ékonomyka* [Economics]. Textbook, p. 680.
11. Yaskovets Y.V. (2013). *Teoretychni aspekty doslidzhennya infrastruktury natsional'nykh hospodarstv v umovakh hlobalizatsiyi*. [Theoretical aspects of the study of the infrastructure of national economies in the conditions of globalization]. Actual problems of international relations, 114(Ch. 2), pp. 173-180.
12. Kazarian E. (2006) Working Paper Monetary and Capital Markets Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues. IMF Working Paper, Monetary and Capital Markets, p. 29. Available at: www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06241.pdf. (accessed 16.09.2019).
13. Arnt H., Pedersen A. (2003) Securities Market Infrastructures. Danmarks National bank Monetary Review 3rd Quarter, pp. 37-48.