

Стирський М.В.,

кандидат економічних наук,
доцент кафедри економічної
теорії та маркетингу
Львівського національного
університету імені Івана Франка

ГЛОБАЛЬНЕ СЕРЕДОВИЩЕ ФОРМУВАННЯ КОНКУРЕНТНИХ СТРАТЕГІЙ ФОНДОВИХ БІРЖ УКРАЇНИ

Проаналізовано головні тенденції трансформації глобального конкурентного середовища фондових бірж. Досліджено конкурентні стратегії зарубіжних фінансових центрів. Розглянуто перспективи українських фондових бірж в умовах зближення й консолідації національних ринків капіталу.

The major trends of the transformation of global competitive environment of stock exchanges are analyzed. The competitive strategies of foreign financial centers are investigated. The perspectives of Ukrainian stock exchanges considering the convergence and consolidation of national capital markets are examined.

Ключові слова: фондова біржа, фондовий ринок, глобалізація, конкурентні стратегії, міжнародна конкуренція.

Спроможність національного фондового ринку впливати на економічний розвиток країни у тривалій перспективі, а отже, її конкурентну позицію у світовому господарстві сьогодні рідко ставиться під сумнів. Свідченням цього є, зокрема, поширена серед фахівців, причетних до розробки стратегій економічної політики, практика якнайширшого врахування кількісних параметрів функціонування ринку цінних паперів у комплексних оцінках фінансового розвитку країн¹. Водночас при цьому потрібно усвідомлювати, що зазначені параметри не можна розглядати виключно як продукт взаємодії деперсоніфікованих і хаотичних ринкових сил, позаяк вони, значною мірою, є логічним вислідом поетапної реалізації стратегічних планів відповідних організаторів торгівлі фінансовими активами. Тому дослідження компонентів конкурентного середовища фондових бірж, що слугують фундаментом вибору успішної стратегії розвитку цих інститутів фінансового ринку, не позбавлене як теоретичного, так і практичного інтересу.

Вивченню проблем балансування організаторів торгівлі цінними паперами в мінливому середовищі присвячено чимало праць. Окремі з них, як-от дослідження Г. Дітля, М. Паулі та С. Ройер², обмежуються аналізом чинників

¹ Див., наприклад: Entwicklung des Finanzsektors in den Schwellenländern — Bestandaufnahme und politische Implikationen // Monatsbericht der EZB. — 2009. — № 10. — S. 108—114; Dorucci E. Domestic financial development in emerging economies / E. Dorucci, A. Meyer-Cirkel, D. Santabàrbara. — Frankfurt am Main: European Central Bank, 2009. — P. 17—26. — (Occasional paper series of ECB; No 102).

² Dietl H. Frankfurts Position im internationalen Finanzplatzwettbewerb: Eine ressourcenorientierte Analyse / H. Dietl, M. Pauli, S. Royer. — Frankfurt am Main: Institut für Kapitalmarktforschung, 1999. — 59 S. — (CFS Working Paper; No 10).

конкурентоспроможності окремих національних фондових бірж у міжнародному вимірі. Інші, зокрема, публікації представників європейських організованих ринків³, аналітиків Європейського центрального банку⁴, українських науковців⁵, акцентують увагу на зрушеннях, що відбуваються у світовій фінансовій архітектурі, особливостях кооперації між національними біржами й перспективах останніх в умовах глобалізації потоків капіталу. Поряд із цим доводиться констатувати, що праці, серед об'єктів дослідження яких — українські організатори торгівлі фінансовими активами⁶, найчастіше, не виходять за межі аналізу функціональної ефективності біржового обігу. Натомість наукових розробок, основою яких був би розгляд вітчизняних фондових бірж не стільки як одного з механізмів оформлення угод із цінними паперами, скільки як носіїв власних стратегій, що вибудовуються у процесі активного реагування на перманентні зміни структури глобальної економіки, на наш погляд, бракує.

З огляду на викладене метою статті є дослідження основних тенденцій розвитку світового організованого ринку цінних паперів, котрі істотно позначаються на конкурентних стратегіях і політиці фондових бірж України вже найближчим часом.

Помітний прогрес у розвитку інформаційних технологій і телекомунікацій, а також поступове усунення головних інституційно-правових перешкод на шляху руху фінансових потоків між країнами зумовили стирання меж між локальними фондовими ринками, відкривши емітентам та інвесторам додаткові можливості. Вихід конкуренції між продуцентами біржових послуг на міжнародний рівень природно спонукав чимало з них до пошуку шляхів формування нових стратегічних переваг.

Відомо, що такі переваги значною мірою генеруються завдяки збільшенню розмірів організованого ринку. Справді, що він більший, то легше відшукати потенційних покупців чи продавців певного виду активів, тобто меншими є так звані витрати пошуку, тоді як ліквідність ринку — значно вища. До того ж великі біржі, надаючи весь комплекс фінансових послуг для широкого кола емітентів

³ Див.: *Lefebvre O.* Regional stock exchanges — Is there a future? // Wettbewerb der Regionen und Integration in der WWU: 30. Volkswirtschaftliche Tagung 2002 / Oesterreichische Nationalbank. — Wien: Oesterreichische Nationalbank, 2002. — S. 225—233; *Zapotocky S.K.* The challenges and chances of regional exchanges // Wettbewerb der Regionen und Integration in der WWU: 30. Volkswirtschaftliche Tagung 2002 / Oesterreichische Nationalbank. — Wien: Oesterreichische Nationalbank, 2002. — S. 236—246.

⁴ Див.: Структурелле Veränderungen am Aktienmarkt und Börsenkonsolidierung: Auswirkungen auf Effizienz des Finanzsystems und die Geldpolitik // Monatsbericht der EZB. — 2009. — № 10. — S. 67—82.

⁵ Див., наприклад: *Мошенський С.З.* Глобальний ринок акцій: основні тенденції в історичному контексті // Фінанси України. — 2010. — № 7. — С. 76—83.

⁶ Див., наприклад: *Парсяк В.Н.* Ринок цінних паперів: маркетингові дослідження / В.Н. Парсяк, В.В. Зельдіс. — К.: Центр учбової літератури, 2007. — С. 10—14; *Пономаренко В.С.* Моделювання поведінки інвестора на фондовому ринку / В.С. Пономаренко, О.В. Раєвнева, К.А. Стрижиченко. — Х.: ВД “ІНЖЕК”, 2004. — С. 33—45, 63—74; *Кабанов В.Г.* Активізація фінансових інвестицій як складова стратегії стабілізації та зростання економіки // Фінанси України. — 2010. — № 5. — С. 39—47.

та інвесторів, спроможні забезпечувати досягнення економії на масштабі⁷. Тож започаткування процесів консолідації біржової торгівлі в національних межах стало одним із перших кроків у відповідь на загострення міжнародної конкуренції. У цьому контексті доречно згадати, поміж іншим, появу холдингу Deutsche Börse AG (1992 р.), єдиного ринку Італії — Borsa Italiana (1995 р.) та іспанської фінансової групи Bolsas y Mercados Españoles — BME (1999 р.). Крім того, до складу окремих класичних фондових бірж (Віденська, Брюссельська та ін.) увійшли ринки деривативів.

Втілюючи переваги продуктової диверсифікації та мінімізації витрат, зазначені кроки, як правило, забезпечували підвищення ефективності національних ринків цінних паперів. Але навіть формування в країні моноцентричної системи організації фондового ринку не завжди гарантувало здатність реалізовувати якнайширше коло запитів його учасників. Зокрема, не кожній фондовій біржі було до снаги запропонувати інвесторам достатній вибір фінансових інструментів. Нерідко лєвова частка організованої торгівлі фінансовими активами припадала на акції не більш як п'яти емітентів чи, у кращому разі, цінні папери підприємств, унесених до індексного кошика. Для прикладу, у 2000 р. частка п'яти компаній у обсязі біржової торгівлі в Гельсінкі сягала 83 %, причому частка корпорації Nokia — 66 %. Ця сама компанія наприкінці 2000 р. концентрувала понад 70 % капіталізації фінського ринку акцій (п'ять найбільших фірм — 86 %)⁸. Статистикою також зафіксовано випадки, коли в Німеччині на 30 підприємств, узятих за основу для обчислення фондового індексу DAX, припадало близько 85 % обсягу торгівлі цінними паперами⁹. Крім того, невпинно зростала кількість фірм, фінансові потреби яких значно перевищували можливості національних фондових ринків.

Логічною формою реакції на нову хвилю викликів став вихід процесу консолідації бірж на міжнародний рівень. Зокрема, у вересні 2000 р. відбулося об'єднання Амстердамської, Брюссельської та Паризької бірж під назвою Euronext. У наступні роки нова біржа розширила межі свого впливу шляхом придбання британського майданчика LIFFE, злиття з португальською біржею BVLP і входження в холдинг із Нью-Йоркською фондовою біржею, що офіційно розпочав свою діяльність 4 квітня 2007 р.¹⁰

Поява іншого транснаціонального ринку цінних паперів зумовлена процесами, започаткованими у Північній Європі. У 2003 р. власник Стокгольмської біржі — група OMX — придбав біржу HEX, котра на той час контролювала фондові майданчики Таллінна й Риги. Впродовж 2004—2006 рр. група поширила свій контроль

⁷ Moussev S.P. Глобализация финансовых рынков: миф или реальность? // Дайджест-Финансы. — 2002. — № 3. — С. 18—24: [Електр. ресурс]. — <http://www.mirkin.ru>.

⁸ Report on financial structures. — Frankfurt am Main: European Central Bank, 2002. — P. 298.

⁹ Zapotocky S.K. Зазнач. праця. — С. 236.

¹⁰ Strukturelle Veränderungen am Aktienmarkt und Börsenkonsolidierung: Auswirkungen auf Effizienz des Finanzsystems und die Geldpolitik // Monatsbericht der EZB. — 2009. — № 10. — S. 69, 70.

на Вільнюську, Копенгагенську й Ісландську біржі. Вочевидь саме темпи формування спільного ринку фінансових активів під егідою OMX спонукали Nasdaq обрати співпрацю із групою як протипагу найпотужнішому конкурентові — NYSE Euronext.

На цьому тлі результати об'єднаних зусиль решти учасників міжнародного організованого ринку цінних паперів дотепер виглядали доволі скромно. Так, групу Лондонської фондової біржі у 2007 р. поповнив італійський майданчик. Deutsche Börse, попри серію активних перемовин із провідними гравцями європейського ринку, зуміла записати у свій актив лише придбання нью-йоркського International Securities Exchange Holdings¹¹. Віденська біржа встановила контроль над малими, навіть за мірками континенту, біржами Будапешта, Любляни і Праги та розпочала цілеспрямоване освоєння балканського ринку¹².

Утім, однозначно оцінити сукупний ефект від консолідаційних процесів для його учасників та інших зацікавлених суб'єктів, вочевидь, можна буде лише в довготерміновій перспективі з урахуванням реально досягнутих, а не сподіваних стратегічних переваг. Адже переформатування глобального біржового ринку відбувається під впливом значно ширшого кола чинників, аніж лише злиття організаторів торгівлі цінними паперами. Щоб переконатися в цьому, варто звернути увагу на динаміку низки показників, досягнутих окремими біржами чи групами бірж у останні десятиліття.

Оскільки в ринковій економіці більшість публічних компаній націлені, поміж іншим, на максимізацію своєї вартості, найперше слід піддати порівняльному аналізу обсяги капіталізації національних організованих ринків акцій (табл. 1, 2). Уже понад 20 років лідерство за цим параметром посідає Нью-Йоркська фондова біржа. Якщо наприкінці 1990 р. вона дещо поступалася Токійській біржі (2692,1 млрд дол. США проти 2928,5 млрд), то за результатами 2010 р. жоден із найближчих конкурентів не забезпечував і половини ринкової вартості компанії, акціями яких торгували в Нью-Йорку. Разом із тим важко не помітити, що в останні роки, попри глобальні фінансові потрясіння, кількість організованих ринків із кращою, ніж у Нью-Йоркської біржі, динамікою рівня капіталізації зростає.

До трійки традиційних для останнього десятиріччя XX ст. конкурентів (Токійська й Лондонська біржі, Nasdaq) поступово долучилися Гонконгська й Шанхайська біржі, капіталізація кожної з яких сягає п'ятої частини цього ж показника для американського фінансового центру (див. табл. 2). Відчутно прогресували також Корейська, Сінгапурська, Тайванська, Австралійська, Йоганнесбурзька й Варшавська біржі (див. табл. 1, 2). Європейський партнер Нью-Йорка — Euronext — також показує високі результати, котрі, однак, не можна цілковито приписувати

¹¹ Харченко А. О чем умолчал Франциони // Инвестгазета. — 2008. — № 49. — С. 60, 61.

¹² Харченко А. Биржи притяжения // Инвестгазета. — 2009. — № 10. — С. 58.

Таблиця 1. Порівняльна динаміка капіталізації ринків акцій наприкінці ХХ ст.

Фондова біржа	Країна/регіон	1997	1998	1999	2000
NYSE Euronext (US), млрд дол. США	США	8 879,60	10 277,90	11 437,60	11 534,60
У % до Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE)					
BM&BOVESPA	Бразилія	2,88	1,57	1,99	1,96
Nasdaq OMX	США	19,44	21,83	45,51	31,19
TSX Group	Канада	6,39	5,29	6,90	6,64
Australian SE	Австралія	3,33	3,20	3,74	3,23
Hong Kong Exchanges	Китай	4,66	3,34	5,33	5,41
Korea Exchange	Південна Корея	0,47	1,12	2,68	1,29
Singapore Exchange	Сінгапур	1,20	0,94	1,73	1,35
Taiwan SE Corp.	Тайвань	3,24	2,54	3,29	2,15
Tokyo SE	Японія	24,33	23,74	39,02	27,37
BME Spanish Exchanges	Іспанія	3,27	3,89	3,77	4,37
Borsa Italiana	Італія	3,88	5,51	6,37	6,66
Deutsche Börse	Німеччина	9,29	10,57	12,52	11,01
Johannesburg SE	ПАР	2,38	1,47	1,58	1,14
London SE	Великобританія	22,48	23,09	24,97	22,65
Nasdaq OMX Nordic Exchange*	Північна Європа	4,86	5,17	7,24	6,33
Oslo Børs	Норвегія	0,75	0,45	0,56	0,57
SIX Swiss Exchange	Швейцарія	6,48	6,83	6,06	6,87
NYSE Euronext (Europe)	Західна Європа	14,9	18,52	21,37	19,7
Warsaw SE	Польща	0,14	0,20	0,26	0,27
Wiener Börse	Австрія	0,42	0,35	0,29	0,26
Темпи приросту капіталізації NYSE щодо попереднього року, %		29,78	15,75	11,28	0,85

* Консолідована статистика наводиться лише з 2004 р. Для забезпечення порівняльного аналізу використано просту суму показників, досягнутих біржами Копенгагена, Гельсінкі та Стокгольма (за приблизними розрахунками).

Джерело: розрахунки здійснено на основі: Domestic market capitalization (Main&Parallel markets). World Federation of Exchanges: [Електр. ресурс]. — <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series>.

співпраці в межах холдингу. А вже до моменту його створення й так спостерігалося поступове скорочення розриву в рівнях капіталізації західноєвропейського та американського ринків (із більш як шести- у 1995 р. до майже чотирикратного в 2007 р.).

Дещо інші висновки можна зробити з аналізу кількості здійснених на організаторах торгівлі цінними паперами IPO та обсягу залучених у такий спосіб коштів. За першим показником за результатами I півріччя 2010 р. Нью-Йоркська й Лондонська фондові біржі розділили п'яту й шосту позиції (по 38 IPO), Nasdaq посіла восьму (34 IPO), а токійський фондовий майданчик опинився поза першою десяткою. Натомість лідером виявилась Шенженська біржа (164 IPO), що випередила канадську TSX Group (137 IPO). Вона ж утримувала першість за обсягами

Таблиця 2. Порівняльна динаміка капіталізації ринків акцій у 2007—2010 рр.

Фондова біржа	Країна/регіон	2007	2008	2009	2010
NYSE Euronext (US), млрд дол. США*	США	15 650,80	9 208,90	11 837,80	13 394,10
У % до Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE)					
BM&BOVESPA	Бразилія	8,75	6,43	11,30	11,54
Nasdaq OMX	США	25,65	24,42	27,37	29,04
TSX Group	Канада	13,97	11,22	14,17	16,20
Australian SE	Австралія	8,30	7,43	10,66	10,86
Bombay SE	Індія	11,62	7,03	11,04	12,18
Hong Kong Exchanges	Китай	16,96	14,43	19,47	20,24
Korea Exchange	Південна Корея	7,17	5,11	7,05	8,15
National Stock Exchange India	Індія	10,61	6,52	10,35	11,92
Shanghai SE	Китай	23,61	15,48	22,85	20,28
Shenzhen SE	Китай	5,01	3,84	7,34	9,79
Singapore Exchange	Сінгапур	3,45	2,88	4,07	4,83
Taiwan SE Corp.	Тайвань	4,24	3,87	5,56	6,11
Tokyo SE	Японія	29,48	33,84	27,93	28,57
BME Spanish Exchanges	Іспанія	11,38	10,30	12,12	8,75
Deutsche Börse	Німеччина	13,45	12,06	10,92	10,67
Johannesburg SE	ПАР	5,29	5,24	6,75	6,91
Borsa Italiana**	Італія	6,85	5,67	5,54	—
London SE**	Великобританія	24,61	20,29	23,62	—
London SE Group	Великобританія й Італія	—	—	29,18	26,98
Nasdaq OMX Nordic Exchange	Північна Європа	7,94	6,12	6,90	7,78
Oslo Børs	Норвегія	2,26	1,58	1,92	2,21
SIX Swiss Exchange	Швейцарія	8,12	9,56	8,99	9,18
NYSE Euronext (Europe)	Західна Європа	26,98	22,82	24,24	21,88
MICEX (MMBB)	Росія	7,81	3,66	6,22	7,09
Warsaw SE	Польща	1,35	0,99	1,28	1,42
Wiener Börse	Австрія	1,51	0,83	0,96	0,94
Темпи приросту капіталізації NYSE щодо попереднього року, %		1,49	-41,16	26,73	13,15

* Із 2009 р. у складі статистики по Нью-Йоркській фондовій біржі обліковуються також дані по Американській фондовій біржі (American SE), що було враховано при обчисленні темпів приросту капіталізації за відповідний період.

** Із 2009 р. дані по Італійській і Лондонській фондових біржах наводяться консолідовано у статистиці London SE Group.

Джерело: розрахунки здійснено на основі: Domestic market capitalization (Main&Parallel markets). World Federation of Exchanges: [Електр. ресурс]. — <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series>.

залучених через IPO фінансових ресурсів — 22,6 млрд дол. США, що більше ніж утричі перевищило результат, досягнутий Нью-Йоркською біржею¹³. Це можна трактувати як прояв тенденції до зміщення стратегічних конкурентних переваг на

¹³ Market highlights for first half-year 2010. World Federation of Exchanges: [Електр. ресурс]. — <http://www.world-exchanges.org>.

користь альтернативних фінансових центрів, у т. ч. розміщених у країнах, що розвиваються. Правда, у I півріччі 2011 р. уже США демонстрували інтенсивніше зростання отримуваних завдяки IPO коштів, але експерти схильні вважати його логічним наслідком реалізації програми забезпечення ринків країни ліквідністю і штучно утримуваних на низькому рівні процентних ставок¹⁴.

Статистика не дає можливості й беззастережно стверджувати про набуття фондовими біржами, що виступили учасниками консолідаційних процесів, здатності швидко відновлювати рівень ділової активності в післякризовий період. Так, наприкінці 2010 р. значення фондового індексу Nasdaq Composite не лише досягло рівня докризового 2007 р., а й дещо (на 0,02 %) його перевищило; тоді як індекс NYSE Composite за майже тотожного (близько 40 %) падіння у 2007 р. повною мірою не відновився (81,8 % значення, взятого за основу для порівняння). При цьому фондовий індикатор Варшави WIG після більш як дворазового скорочення у 2010 р. досяг практично того ж результату, що й NYSE Composite — 85,3 % докризового рівня¹⁵.

Отже, як випливає з вищесказаного, злиття організованих національних ринків цінних паперів не гарантує миттєвого ефекту, хоча і створює додаткові можливості для зміцнення конкурентних позицій. Імовірно тому досягнення синергетичного ефекту в процесі консолідації є не єдиним елементом стратегій провідних чи нових, але дуже динамічних, продуцентів біржових послуг. Не меншу увагу вони приділяють створенню умов для залучення емітентів із країн з порівняно слабкою інфраструктурою фондового ринку. Ідеться, поміж іншим, про виділення в структурі традиційних організаторів торгівлі фінансовими активами альтернативних майданчиків, таких як AIM (Лондонська фондова біржа), GEM (Гонконгська фондова біржа), Latibex (іспанська фондова група), Small Caps (Nasdaq і Нью-Йоркська фондова біржа), Alternext (Euronext) чи Entry Standard (Deutsche Börse), котрі забезпечують помітно м'якші умови доступу до інвестиційних ресурсів. У цьому разі активна сторона процесу зближення ринків фактично перетворюється на конкурента будь-якої з національних бірж.

Готовність українського фондового ринку дати адекватну відповідь на експансію зарубіжних бірж є досить сумнівною, особливо зважаючи на його надмірну поліцентричність. У 2010 р. в Україні функціонували 10 організаторів торгівлі цінними паперами, причому на три з них — Першу фондову торговельну систему, фондову біржу “Перспектива” й Українську біржу — припало понад 95 % обсягу контрактів (табл. 3). Утім, навіть зусиль лідерів бракувало для задоволення потреб більшості учасників ринку: із загального обсягу виконаних торговцями цінними паперами договорів лише 8,54 % обслуговувалися біржами. Інакше кажучи,

¹⁴ IPO-переворот // Инвестгазета. — 2011. — № 27. — С. 18.

¹⁵ Broad stock market index levels at year-end. World Federation of Exchanges: [Електр. ресурс]. — <http://www.world-exchanges.org/statistics/time-series>.

Таблиця 3. Динаміка і структура обсягів біржових контрактів із цінними паперами на організаторах торгівлі в Україні

Показник	2007	2008	2009	2010
Обсяги торгів на біржах і торгово-інформаційних системах, млрд грн	36,90	37,76	36,01	131,29
У т. ч. за організаторами торгівлі, %				
Українська міжнародна фондова біржа (УМФБ)	0,32	1,40	4,99	1,38
Українська фондова біржа (УФБ)	0,22	0,24	0,16	0,04
Київська міжнародна фондова біржа (КМФБ)	1,20	3,13	4,37	2,03
Перша фондова торговельна система (ПФТС)	87,39	90,02	38,75	46,45
Фондова біржа "Іннекс"	3,37	0,23	0,57	0,06
Українська міжбанківська валютна біржа (УМВБ)	0,15	0,27	5,08	0,97
Південноукраїнська торгово-інформаційна система	6,06	0,01	2,19	—
Придніпровська фондова біржа (ПФБ)	0,10	0,56	2,69	0,17
Фондова біржа "Перспектива"	1,18	3,64	31,69	27,91
Східно-Європейська фондова біржа (СЄФБ)	—	0,50	0,38	0,04
Українська біржа	—	—	9,13	20,95
Частка біржових контрактів у загальному обсязі виконаних торговцями цінними паперами договорів	4,89	4,27	3,41	8,54

Примітка: внаслідок заокруглень сума часток усіх організаторів торгівлі цінними паперами може відхилятися від 100 %.

Джерело: розраховано на основі звітності, оприлюдненої Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР) на офіційному сайті: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua/activities/annual>.

великі організатори торгівлі, незважаючи на деякий прогрес порівняно з результатами попередніх років, у конкурентній боротьбі поступаються позабіржовому обігу активів. Решта фондових бірж присутні на ринку практично номінально (передусім ідеться про ті, що впродовж кількох років концентрують менше ніж 1 % обсягу контрактів), посилюючи свої позиції ситуативно, а не завдяки ретельному плануванню і втіленню оригінальних конкурентних стратегій.

Останній висновок впливає з аналізу окремих сегментів українського організованого ринку цінних паперів. На підставі статистичних даних за 2010 р. можна стверджувати, що невеликі українські біржі не є вузькоспеціалізованими організаторами торгівлі, тому не покладаються у своїй роботі на унікальність пропонованих фінансових послуг. Винятком умовно можна вважати лише УМВБ, що у 2010 р. зосереджувала зусилля на первинному ринку в основному в сегменті облігацій, поступаючись лише ПФТС. Інші ж, якщо й намагалися конкурувати з лідерами, як-от КМФБ та УМФБ (див. табл. 3), то досягали цього за рахунок присутності в кількох сегментах ринку одночасно¹⁶.

Співіснування великої кількості дрібних організаторів торгівлі поряд із лідерами за відсутності жорсткої сегментації українського ринку фінансових активів

¹⁶ Динамічний розвиток. Ефективне регулювання: Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2010 рік: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua/activities/annual>.

можна пояснити різними обставинами. По-перше, нерідко вітчизняні біржі (і не лише малі) підтримують свою конкурентоспроможність завдяки налагодженню співпраці з інститутами державного управління, що уможливило спрощення процедур укладання й виконання угод певного типу. Наприклад, експерти відзначають наявність на певних часових проміжках помітних переваг фондової біржі “Перспектива” як майданчика для розміщення облігацій, а УМВБ — як координатора проєктів, пов’язаних із внутрішньою державною позицією. Якщо в першому випадку сприятливі умови забезпечували представники ДКЦПФР, то в другому — Міністерства фінансів України¹⁷.

По-друге, чимало учасників ринку, імовірно, все ще розраховують збільшити обсяги торгівлі активами за умов повернення виконавчої влади до неодноразово декларованої¹⁸ ідеї масового продажу через біржі невеликих пакетів акцій належних державі підприємств. Утім, такі сподівання мають сенс лише за наявності в організатора торгівлі цінними паперами потужного лобі, а тому цілком вписуються в розглянуту вище стратегію.

По-третє, невеликі біржі можуть розглядатися як ідеальний інструмент продажу значних пакетів цінних паперів за мінімального коливання їхніх цін. Адже локальні фондові майданчики, на відміну від великих, допускають помітне звуження кола користувачів інформації про актив¹⁹, тому уможливають проведення торгів під задалегідь визначеного замовника. Зрештою, не виключено, що окремі продуценти біржових послуг в Україні не полишають надії запропонувати свій досвід котромусь із суб’єктів міжнародного фондового ринку, отримавши в такий спосіб шанс переформатувати вітчизняний ринок. Приклади УМВБ, відомої співпрацею із Nasdaq OMX; фондової біржі “Іннекс”, акціонером якої у 2008 р. стала Варшавська фондова біржа, чи Української фондової біржі, яка певний час розглядалась як партнер у виведенні акцій українських емітентів на російський ринок, у цьому сенсі є досить показовими.

Щоправда після заснування українськими брокерами спільно з російським майданчиком РТС у 2008 р. Української біржі та придбання Московською міжбанківською валютною біржею (ММВБ) контрольного пакету акцій ПФТС у 2009 р. перспективи стратегій, орієнтованих на кооперацію з іноземними біржовими операторами, істотно погіршилися. У разі реалізації програми створення в Москві фінансового центру з єдиною біржею на базі ММВБ і РТС²⁰, швидше за все, відбудеться і злиття ПФТС та Української біржі. Можна прогнозувати, що, віддзеркалюючи стратегію своїх засновників, новий організатор торгівлі активами найперше виконуватиме функцію добору перспективних українських підприємств

¹⁷ *Кириченко А.* Биржевой передел // Инвестгазета. — 2009. — № 36. — С. 50, 51.

¹⁸ Див., наприклад: Большие предприятия для маленьких инвесторов // Эксперт Украина. — 2007. — № 4. — С. 8.

¹⁹ *Моисеев С.Р.* Знач. праця.

²⁰ *Мироненко В.* Разбитые мечты // Инвестгазета. — 2011. — № 7. — С. 32, 34.

для виходу на ринок Росії або ж виступить гарантом створення комфортних умов для суб'єктів російського фондового ринку в Україні. Врешті, навіть якщо таке злиття не відбудеться, експерти²¹ вважають отримання російськими інвесторами відчутних преференцій неминучим. Разом із поширеною практикою розміщення цінних паперів вітчизняних емітентів на фондових майданчиках Франкфурта, Лондона, Варшави, Відня та інших міст, а також з урахуванням того, що власником ММВБ є сусідня держава, це матиме наслідком повну втрату українським фондовим ринком ознак самостійності. Окремі ж його сегменти, як-от ринки інвестиційних сертифікатів та похідних цінних паперів, можуть так і залишитись на первинній стадії розвитку (табл. 4).

Таблиця 4. Структура біржових контрактів в Україні за фінансовими інструментами, %

Фінансові інструменти	2007	2008	2009	2010
Акції	38,72	31,3	37,6	40,15
Облігації внутрішньої державної позики	7,88	22,64	22,72	46,36
Облігації підприємств	49,39	43,99	19,63	5,11
Облігації місцевих позик	2,25	1,22	0,08	0,11
Інвестиційні сертифікати	1,22	0,53	19,83	5,44
Похідні цінні папери	0,14	0,32	0,14	2,84
Інші	0,37	—	—	—

Примітка: внаслідок заокруглень сума часток усіх фінансових інструментів може відхилитися від 100 %.

Джерело: розраховано на основі: Динамічний розвиток. Ефективне регулювання: Річний звіт Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2010 рік: [Електр. ресурс]. — <http://www.ssmc.gov.ua/activities/annual>.

Отже, за останні десятиліття глобальне конкурентне середовище організованої торгівлі фінансовими активами зазнало таких глибоких змін, що кожен наступний крок у напрямі консолідації національних ринків лише примножує ризики для слабких у міжнародному вимірі фондових бірж.

Разом із тим можна стверджувати про збереження, у т. ч. для українського організованого ринку, деяких шансів відновити чи сформувати стратегічні конкурентні переваги. Ці шанси впливають передусім із того, що сучасний етап розгортання консолідаційних процесів характеризується не завжди виправданим ухилом у бік творення транснаціональних біржових мегаоператорів. Яскравим прикладом у цьому разі є проекти злиття Лондонської фондової біржі з канадською TMX Group та NYSE Euronext із Deutsche Börse²². Наскільки успішними

²¹ Див.: “Продажа биржи ПФТС российской бирже создаст угрозу национальным интересам Украины”, — считает Вадим Гриб, председатель наблюдательного совета ГК “ТЕКТ” // Инвестгазета. — 2009. — № 45. — С. 35; Петр Переверзев: “Ценные бумаги в Украине не являются инструментом оценки стоимости активов” // Топ-100. Рейтинг. Лидеры бизнеса Украины. — 2010. — № 1. — С. 92, 93.

²² Мироненко В. Знач. праця. — С. 32, 34, 35.

виявляться такі об'єднання, чи зможуть розв'язати їхні учасники свої проблеми завдяки ефекту синергії, а чи лише поглиблять їх, зіткнувшись із синергетичним “маревом”, сьогодні судити складно. Для дрібних суб'єктів організованого глобального ринку важливішим є те, що надвеликі біржі природно упускатимуть з уваги чимало проєктів емісії цінних паперів, які передбачають залучення інвестиційних ресурсів у значно вужчих межах. Інакше кажучи, додаткові можливості полягають у освоєнні сегмента “фондового розриву” — попит на фінансування перевищує кредитні можливості банків, але недостатній, аби ним зацікавився великий біржовий оператор. Зразком такої стратегії можна вважати проєкт відновлення бірмінгемської регіональної біржі Investbx, орієнтований на фірми, котрі вважаються замалими навіть для виходу на альтернативний ринок АІМ²³.

Водночас є очевидним, що українським фондовим біржам, які не входять у зону контролю російських інвесторів, для реалізації розглянутої стратегії доведеться вдатися до низки рішучих, а деколи й болісних кроків. Передусім йдеться про повну відмову від так званих неринкових чи технічних угод, єдиною метою яких залишається штучне нарощування номінального біржового обігу, та реальне впровадження ринку заявок. У перспективі це могло б також посприяти участі в процесах запровадження подвійного лістингу для українських компаній, цінні папери яких розміщувалися на зарубіжних майданчиках, після ухвалення необхідних дозвоільних норм ДКЦПФР²⁴. При цьому слід бути свідомим того, що скерування торгівлі фінансовими активами в реальне русло відразу ж виявить неспроможність більшості біржових операторів України, тому потребуватиметься їх ліквідація чи об'єднання. Бажаною, особливо на першому етапі реорганізації, залишається співпраця із зарубіжними організаторами торгівлі цінними паперами, причому участь останніх у власності є не обов'язковою. Формат відносин міг би нагадувати стратегічну взаємодію біржі Осло з групою OMX у межах альянсу NOREX²⁵, котрий, не гарантуючи лідерство у глобальному вимірі, усе ж забезпечує норвезькій біржі достатній рівень самостійності й можливість збереження конкурентних позицій (див. табл. 1, 2). Зазначені кроки потенційно спроможні сформувати достойну протизавагу Українській біржі та ПФТС (чи їхньому правонаступнику), а за певних умов — дати поштовх до еволюції української системи біржової торгівлі в самодостатню й ефективну моноцентричну.

²³ Кокшаров А. Региональные биржи возвращаются // Эксперт Украина. — 2009. — № 14: [Електр. ресурс]. — <http://www.expert.ua>.

²⁴ Кириченко А. Возвращение домой // Инвестгазета. — 2011. — № 26. — С. 37, 38.

²⁵ Strukturelle Veränderungen am Aktienmarkt und Börsenkonsolidierung: Auswirkungen auf Effizienz des Finanzsystems und die Geldpolitik // Monatsbericht der EZB. — 2009. — № 10. — S. 71.