

Р. Р. ШТОЙКО

аспірант,
кафедра міжнародних фінансів,
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана

АНАЛІТИЧНЕ ДОСЛІДЖЕННЯ ЄВРОПЕЙСЬКОЇ МОДЕЛІ ФОНДОВОГО РИНКУ

Штойко, Р. Р Аналітичне дослідження європейської моделі фондового ринку [Текст] / Р. Р. Штойко // Український журнал прикладної економіки. – 2016. – Том 1. – № 3. – С. 116-128. – ISSN 2415-8453.

Анотація

В статті уточнено сутнісні характеристики сучасної європейської моделі фондових ринків, динаміку показників результативності функціонування фондових ринків. Проведено порівняльний аналіз фрагментації національних фондових ринків Європи. Виявлено залежність між масштабами ринку (загальними обсягами обороту емісійних цінних паперів) і ступенем його фрагментації

Ключові слова: фондовий ринок; регульовані ринки; торговельний майданчик.

R. R. SHTOYKO

PhD Student,
Department of International Finance,
Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman

ANALYTICAL STUDY OF EUROPEAN MODEL OF STOCK MARKET

Abstract

The essential characteristics of a modern European model of the stock markets are specified in the article. The dynamics of indicators of the stock market functioning is analysed. A comparative analysis of the fragmentation of national stock markets in Europe is carried out. The dependence between the scale of the market (total sales of equity securities) and the degree of fragmentation is shown.

Keywords: stock market; regulated markets; marketplace.

JEL classification: O16

Вступ

Країни, що досягли високого рівня розвитку фінансових інститутів, зокрема забезпечили конкурентоспроможність власних фондових ринків у боротьбі між альтернативними сферами використання глобальної маси ліквідності, отримали потужне джерело фінансування розвитку, компенсації негативних коливань макроекономічної кон'юнктури, зміцнення фінансової бази вирішення і попередження виникнення соціальних проблем. Що більшою мірою національні заощадження мають монопольне значення як джерело фінансування інвестицій, то менше у національній економіки шансів утримувати провідне становище на глобальних ринках, практично до нуля зводяться такі шанси на ринках високотехнологічної продукції. Як у цьому

секторі, так і в секторі фінансування енергетичної, транспортної, комунікаційної інфраструктури випуск цінних паперів стає провідною формою залучення капіталу, а операції з похідними цінними паперами – необхідною умовою страхування від притаманних цим видам бізнесу ризиків (див., наприклад, [1]).

Відповідно, для країн, які прагнуть розширити коло доступних джерел фінансування розвитку, особливої актуальності набуває дослідження логіки формування і сутнісних рис фондових ринків розвинутих країн. Досвід становлення сучасної європейської моделі фондових ринків особливо цінний, бо саме для європейських країн протягом останніх 20-ти років властиве помітне зростання вагомості фінансування, залученого через фондові ринки в складі джерел інвестицій, а поліпшення якості інституціональної структури фондових ринків – у складі чинників соціально-економічного розвитку і подолання фінансових проблем.

Дослідження закономірностей функціонування фондових ринків та їх ролі у вирішенні соціально-економічних завдань суспільства налічують тривалу історію. Зокрема, дослідженню національних моделей фондових ринків у нерозривному зв'язку із роллю обігу цінних паперів у подоланні фінансових обмежень зростання національної економіки та забезпечення стійкості останнього в періоди несприятливої макроекономічної кон'юнктури присвячений величезний масив наукової літератури. Зарубіжні (зокрема В. Гаспар, Я. Міркін, Е. Перрі, А. Піс, Б. Рубцов, Ф. Хартман,) і вітчизняні (Ж. Сапір, С. Сіденко, Я. Столярчук ті інші) дослідники присвятили багато уваги суспільним передумовам і наслідкам певних характеристик національних фондових ринків. Проте процеси трансформації таких національних фондових ринків у відповідь на технологічні й суспільні зміни постійно випереджають наукове осмислення цих процесів: емпірична база оновлюється швидше, ніж реагує наукова література. Зокрема, саме період 2015 – 2016 рр. вважається багатьма дослідниками унікальним для європейської моделі фондових ринків, бо саме на цей час очікувалось виявлення достатньо виразних для фіксації через статистичні показники результатів масштабного реформування регулятивної бази, що було запроваджено з прийняттям MiFID I MiFID II та MiFIR [2].

Мета статті

Відповідно, мета цієї статті – уточнити сутнісні характеристики сучасної європейської моделі фондових ринків динамікою показників результативності функціонування фондових ринків.

Виклад основних результатів дослідження

Європейська модель фондових ринків як багатогранне явище, з урахуванням всієї надскладної сукупності рис, що впливають на суспільні результати її функціонування, в переважній більшості сучасних досліджень систематизується та розкривається через поняття «структура ринку», або «ринковий ландшафт» [7, 2; 6].

Поняття «структура ринку» західна література з проблематики функціонування ринків фінансових інструментів трактує дещо ширше, ніж більшість вітчизняних джерел. Так, наприклад: «По суті, структура ринків визначає процес, за допомогою якого ціни і обсяги продажів виявляються (тобто визначаються й доводяться до відома учасників торгівлі) та через які задовольняються потреби інвесторів. Власне за MiFID розглядаються такі структури ринків, як «регульовані ринки», «багатосторонні торговельні системи», «посередники» та «інші форми торгівлі цінними паперами» [3,

7].

Надалі MiFID II вдосконалила цю класифікацію, запропонувавши виокремлення таких видів «торговельних майданчиків» (trading venues) як регульовані ринки (власне класичні фондові біржі – RM); багатосторонні торгівельні системи (MTF) та організовані торгівельні системи (OTF). Основи такої класифікації відображено на рис. 1.

Базові відмінності між видами торговельних майданчиків можна узагальнити у вигляді таблиці (табл. 1).

Нарешті якщо додати до багатосторонніх систем торгівлі (multilateral trading's) двосторонні системи (bilateral systems), репрезентовані переважно систематичними інтерналізаторами, та врахувати, що в складі OTF окремою підгрупою визначено брокерсько-дилерські мережі, то ми отримаємо повну структуру всіх сегментів європейського фондового ринку.

Регульовані ринки (RM) – виконують роль базового стрижня європейського фондового ринку, залишаючись провідним торговельним майданчиком для емісійних (первинних) цінних паперів, особливо – стосовно цінних паперів найбільших та найвідоміших компаній. Забезпечують переваги для клієнтів (здебільшого – великого і меншою мірою – середнього бізнесу) завдяки найвищій транспарентності торгівлі, масовості та регулярності торгів, що забезпечують «атомізацію» структури ринку, навіть за умови участі найбільших у світі суб'єктів попиту і пропозиції (транснаціональні фінансові й нефінансові корпорації) та мінімізуючи можливість впливу окремих гравців на ринкову кон'юнктуру.



Рис. 1. Основні класи торговельних майданчиків за MIFD II / MIFIR*

* За даними [2, р. 5]

Таблиця. 1. Суттєві відмінності між видами торговельних майданчиків у європейській моделі фондових ринків*

	Регульовані ринки (фондові біржі)	Багатосторонні торговельні системи (MTF's)	Організовані торговельні системи (OTF's)
Класи активів	Як емісійні (первинні) так і неемісійні (деривативи) цінні папери	Як емісійні (первинні) так і неемісійні (деривативи) цінні папери	Лише неемісійні (деривативи, опціони, ф'ючерси) цінні папери
Система взаємодії попиту і пропозиції	Як режим «ринку, що рухається замовленнями» (order driver market), так і режими «ринку, що рухається котируваннями» (quoted driven market) та комбінований. Варіюються переважно залежно від різних груп послуг і клієнтів	Як режим «ринку, що рухається замовленнями» (order driver market), так і режими «ринку, що рухається котируваннями» (quoted driven market) та комбінований. Варіюються переважно залежно від різних груп послуг і клієнтів	Режим «ринку, що рухається котируваннями» (quoted driven market)
Виконання угод	Недискреційне (вимога надання роздрібним та інституціональним клієнтам «кращих умов виконання угоди» була введена ще MiFID I щодо емісійних цінних паперів, а надалі поширена на всі класи активів)	Недискреційне (вимога надання роздрібним та інституціональним клієнтам «кращих умов виконання угоди» була введена ще MiFID I щодо емісійних цінних паперів, а надалі поширена на всі класи активів)	Дискреційне (вимога «кращих умов виконання угод» застосовується з винятками)
Додаткові обмеження	Використання власного капіталу та здійснення посередницьких функцій за попередньо визначену плату (principal trading matching) оператором ринку заборонено	Використання власного капіталу та здійснення посередницьких функцій за попередньо визначену плату (principal trading matching) оператором ринку заборонено	Використання власного капіталу оператором ринку заборонено з винятками, а здійснення функцій за попередньо визначену плату (principal trading matching) дозволено за умови поінформованості й згоди клієнта
Учасники торгів	Лише професійні члени регульованого ринку	Лише професійні члени регульованого ринку	Крім професійних операторів, можуть мати прямий доступ до торгів інвестиційні компанії чи інші фінансові установи
Захист інвесторів	Завдяки дотриманню принципів розкриття інформації та застосуванню вимоги «кращих умов виконання доручень» для всіх клієнтів (крім централізованого контрагента угоди)	Завдяки дотриманню принципів розкриття інформації та застосуванню вимоги «кращих умов виконання доручень» для всіх клієнтів (крім централізованого контрагента угоди)	Завдяки застосуванню вимоги «кращих умов виконання доручень» до переважної більшості клієнтів та інструментів
Транспарентність підготовки трансакції	Повна транспарентність завдяки загальнодоступному виявленню всіх складових ринкових попиту й пропозиції	Повна транспарентність з винятками (застосовуються переважно залежно від розмірів угоди)	Неповна транспарентність (виявляються лише ціни попиту й пропозиції операторів ринку)
Транспарентність результатів трансакції	Повна транспарентність	Повна транспарентність з винятками (застосовуються, переважно, залежно від розмірів угоди)	Неповна транспарентність

*Розроблено автором за узагальненням [2; 3; 4]

Багатосторонні торговельні системи (MTF) виконують схожу з RM функцію в економіці, виступаючи як потужний конкурент, що завдяки спрощенню процедур і послабленню вимог доступу до ринку розширює коло учасників торгівлі й здійснює конкурентний тиск на регульовані ринки, які протидіють необґрунтованому підвищенню комісійної плати та інших елементів трансакційних витрат для інвесторів та емітентів.

Організовані торговельні системи (OTF) виконують функцію середовища для «нестандартних» за масштабами чи умовами підготовки й виконання угод, забезпечуючи реалізацію інтересів клієнтів, чиїм потребам не відповідають стандартні норми й правила торгівлі на регульованих ринках і MTF та реалізують потенціал інформаційних технологій для забезпечення взаємодії між роздрібними інвесторами (первинними власниками заощаджень) та фінансовими інституціями.

Отже, в сучасній Європі сформувалась досить стійка та органічна система інститутів взаємодії покупців і продавців ліквідності, джерел доходів та ризиків, опосередковувана цінними паперами. Кожний різновид торговельних майданчиків є певним поєднанням принципів організації та регулювання обігу цінних паперів, принципи якого адаптовані до специфічних потреб певної групи клієнтів та певних видів угод, що на них укладаються та виконуються. Відповідно провідним виявом процесу адаптації європейського ринку цінних паперів до запитів глобального економічного середовища виступають певні пропорції розподілу загальної торговельної активності між такими торговельними майданчиками, що в численних роботах західних дослідників визначаються як «ландшафт європейського фондового ринку».

Для виявлення провідних рис цього «ландшафту» ми проаналізуємо пропорції розподілу загальної торговельної активності на трьох рівнях.

Перший рівень – найзагальніший, що дає уявлення про розподіл торговельного обороту між головними різновидами торговельних площадок: регульованими ринками (біржами), їх найближчим конкурентом, що належить до того самого класу, але повніше використовують можливості мережевої торгівлі та інформаційних технологій (багатосторонні торговельні системи – MFTS) та всі інші торговельні системи, що через менший ступінь транспарентності ринкової взаємодії, постторговельної звітності та можливість дискреційного виконання угод об'єднані в групу «темні пули» («dark pools»).

Розподіл загальних масштабів торгівлі емісійними (первинними) цінними паперами між цими видами торговельних структур може бути проілюстровано такими даними (рис. 2).

Аналіз наведених даних свідчить, що протягом ретроспективного періоду питома вага альтернативних торговельних систем (MTF's та різні форми dark pool's) послідовно зростала, проте із тенденцією до спадання темпів зростання. Наприклад, з 2010 р. темпи зростання питомої ваги MFTS скоротились з 123,79 % до 103,40 % у 2014 р., а темпи зростання темних пулів – з 204,55 % до 101,06 %. Наведене свідчить про тенденцію до стабілізації розподілу торговельної активності між основними типами торговельних майданчиків – за збереження основних пропорцій розподілу загальної суми обороту між видами цінних паперів, очікувані пропорції розподілу між типами торговельних майданчиків не матимуть суттєвих відхилень від зафіксованих в останні роки ретроспективного періоду.

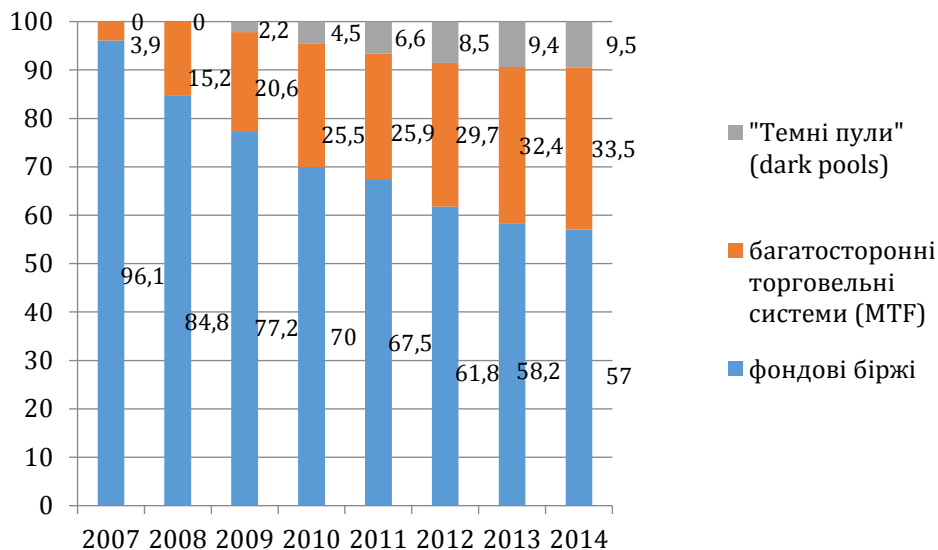


Рис. 2. Розподіл загальної торговельної активності щодо емісійних (первинних) цінних паперів між трьома основними класами торговельних майданчиків, [4, 52; та щодо 2014 р. – 7, 25]

На другому рівні аналізу підлягають пропорції розподілу загальних обсягів торгівлі емісійними (первинними) цінними паперами між конкретними торговельними майданчиками в масштабах усього європейського фондового ринку.

За усередненими даними 2014 р. загальні масштаби торговельної активності щодо емісійних цінних паперів розподілялись між головними торговельними майданчиками Європи наступним чином (рис. 3).

Наведені дані дозволяють кількісно оцінити ступінь фрагментації європейського фондового ринку. Поширеним у науковій літературі інструментом кількісної оцінки фрагментації є обернений індекс Херфіндаля-Хіршмана [8; 9].

Формулу для розрахунку можна подати як:

$$ІНН = \sum_{i=1}^n u_i,$$

де: u_i – питома вага i -ої групи в складі сукупної характеристики ринку (обороту, реалізованої продукції тощо), %;

n – кількість груп.

Значення індексу Херфіндаля-Хіршмана обмежені значеннями від 10000 (свідчення повної монополії – весь ринок сконцентровано однією фірмою) до $10000 / n$ (абсолютно неконцентрований ринок з рівним розподілом ринкових часток між n учасниками ринку). Відповідно, обернений індекс коливатиметься від $1/10000$ (свідчення повної відсутності фрагментації – ринок складається з єдиного сегменту) до $n / 10000$ (ринок максимально фрагментований з рівними масштабами n сегментів).

Якщо виражати частки окремого торговельного майданчика не у відсотках, а в частках одиниці (це спрощує розрахунки, щоб не оперувати значеннями близькими до $1/10000$), то нижня межа значення індексу дорівнюватиме 0,1 (випадок максимальної фрагментації) до N (випадок повної єдності монолітності ринку з N учасниками).

Щоб забезпечити прямий зв'язок між розмірами індексу і ступенем фрагментації ринку (згідно з назвою індексу й економічного змісту розрахунків – щоб розраховувати прямий, а не обернений показник) використаємо обернений індекс Херфіндаля-

Хіршмана. Тоді мінімальне значення $(1/N)$ відповідатиме повній єдності ринка, а максимальне N – його максимальній фрагментації.

Частки найбільших торговельних майданчиків у загальному обороті торгівлі емісійними цінними паперами на європейських фондових ринках

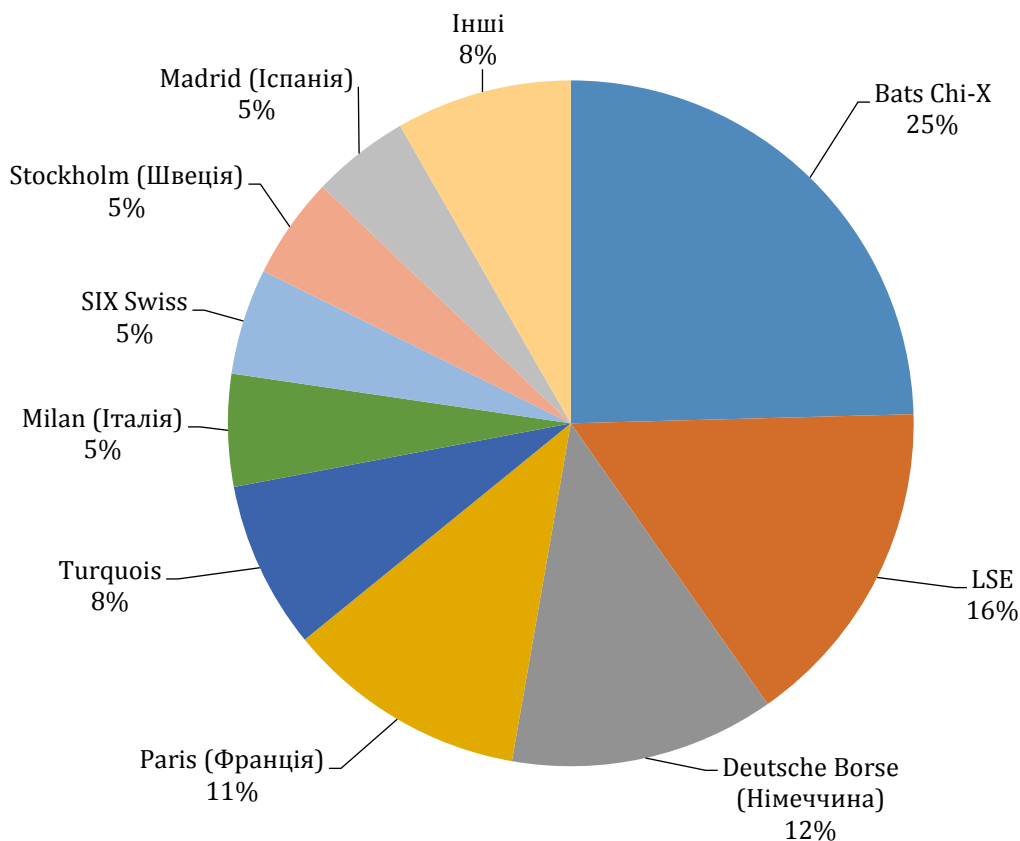


Рис. 3. Фрагментація європейського фондового ринку за 2014 р., [7, 28]

Для даних, наведених на рис. 3, індекс фрагментації дорівнює 7,318, тобто 73,2 % максимального значення для 10-ти учасників ринку, що свідчить про високу фрагментацію європейського фондового ринку та високий потенціал арбітражу між ринками в разі відсутності механізмів вирівнювання ціноутворення між такими сегментами.

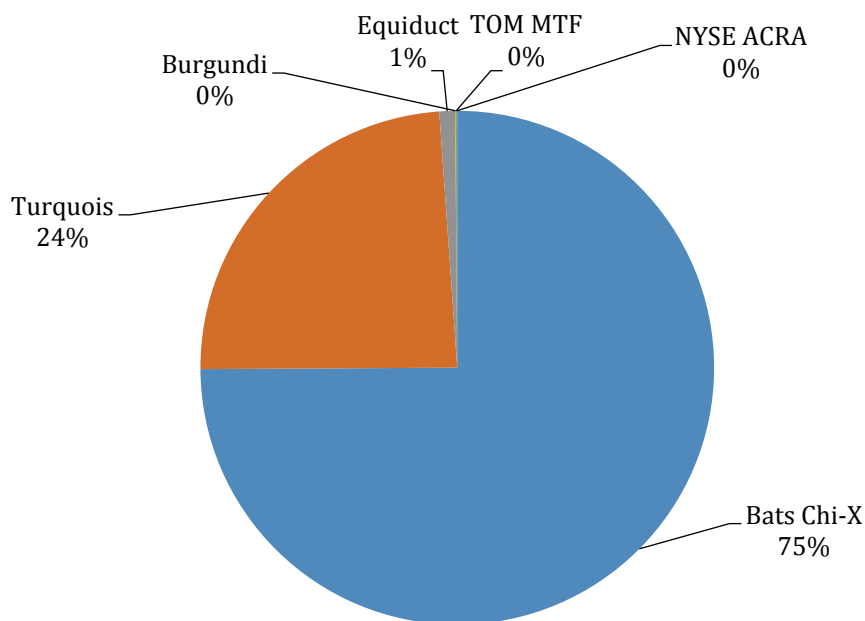
Отже, достатньо фрагментована структура європейського фондового ринку зумовлює велике навантаження на механізми протидії арбітражу між торговельними майданчиками та вимагає високої ефективності інститутів, що забезпечують оптимальність умов доступу до можливостей, які надаються наявними на ринку попитом і пропозицією цінних паперів усіх учасників торгівлі на недискреційній основі незалежно від вибору ними торговельного майданчика для формування і виконання замовлення.

Особливо важливими є інститути досягнення рівних умов для реалізації інтересів учасників торгівлі на всіх торговельних майданчиках для тих багатосторонніх торговельних систем (MTF's), що використовують режим «ринку, що рухається котируваннями» (quoted driven market) замість «ринку, що рухається замовленнями» (order driver market). Оскільки за першого режиму на ринку виявляються не безпосередньо ціни й обсяги попиту та пропозиції, а лише ціни, що пропонуються

операторами ринку, які, отримуючи замовлення від клієнтів, формують «ринкову ціну», яка власне є ціною попиту і пропозиції такого оператора ринку. Унаслідок використання такого режиму виникає ризик «неоптимальності» ціни, що виявляється операторами ринку та використання останніми кращого доступу до інформації про попит і пропозиції для отримання додаткового прибутку, через погіршення умов реалізації інтересів клієнтів платформи.

Охоплюючи близько третини загальних обсягів обороту з торгівлі емісійними цінними паперами в Європі, MTF самі (за розгляду лише цього типу торговельних майданчиків) є досить сконцентрованим ринком (рис. 4).

Зокрема, практично обсяги торгівлі поділили між собою два найбільших торговельних майданчики (Bats Chi-X та Turquoise).



Розподіл загальних обсягів торгівлі емісійними цінними паперами між європейськими MTF

Рис. 4. Фрагментація європейського ринку емісійних цінних паперів, що оперується MTF за результатами 2014 р., [7, 30].

Обернений індекс Херфіндаля-Хіршмана для даних, наведених на рис. 7, дорівнює 1,616, що значно ближче до «1», ніж до «6», що є максимальним значенням у випадку розподілу між шістьма майданчиками. Відповідно, ринок MTF сам по собі є значно менш сегментованим, ніж європейський ринок емісійних цінних паперів загалом, проте ризик арбітражу для ринків MTF виникає навіть у межах одного торговельного майданчика (через дискреційний характер виконання угод). Тому актуальність потужних інститутів, які забезпечуватимуть усім клієнтам однакові умови доступу до можливостей ринку, зумовлюється не лише можливістю арбітражу між MTF і RM, або між різними MTF, але й можливістю неідентичних умов виконання угод у межах тих MTF, що використовують режим.

Також важливим аспектом фрагментації європейського ринку цінних паперів залишається національна належність емітентів. У наукових дослідженнях її вплив на обіг цінних паперів поширено пов'язується з торговельним майданчиком, на якій відбувся первинний лістинг та із залученням до національних агрегованих фондових

індексів. Це пов'язано з тим, що активне залучення іноземних капіталів, як у процесі формування уставних фондів корпорацій, так і в процесі публічного розміщення акцій та транснаціональних злиттів і поглинань розмиває національну належність емітентів. Водночас факт первинного розміщення цінних паперів на певній біржі, навіть за використання компанією «кросс-лістинга» дозволяє пов'язувати подальший рух цінних паперів саме з функціонуванням певних інститутів фондового ринку, які формують національний (здебільшого, регіональний, внаслідок укрупнення інфраструктури фондових ринків) сегмент загальноєвропейського ринку.

Так само, належність цінних паперів емітента до певного фондового індексу також створює прийнятно високу вірогідність того, що переважна більшість торгів з такими цінними паперами відбувається за участю саме певних елементів інфраструктури фондових ринків (торговельних майданчиків, клінінгових, розрахункових, депозитарних, контрагентських установ).

Зокрема, британський сегмент європейського фондового ринку ототожнюють із торгівлею цінними паперами, внесеними до індексу FTSE 100 (стосовно найбільш відомих на ринку та масштабних за обсягами капіталізації компаній – «блакитних фішок») і FTSE 250 – стосовно середніх та менш відомих компаній, цінні папери яких торгуються менш інтенсивно (із 101 по 350-ту компанії за розмірами ринкової капіталізації, що перебувають в лістингу LSE). Динаміка курсів порівняно менших компаній узагальнюється індексом FTSE SmallCap Index.

Британський сегмент фондового ринку, виражений цінними паперами, внесеними до FTSE 100, характеризується явним домінуванням двох торговельних майданчиків (рис. 5).

Розподіл загальних обсягів торгів цінними паперами, внесеними до FTSE 100 між європейськими торговельними майданчиками

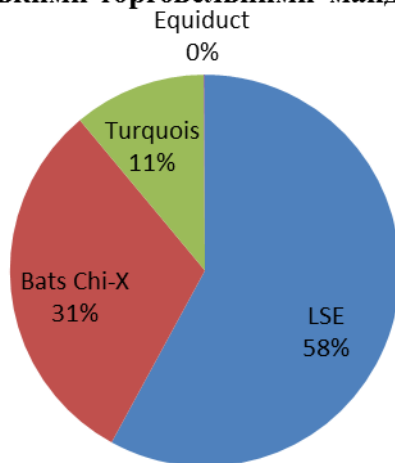


Рис. 5. Фрагментація британського сегменту європейського фондового ринку за результатами торгів 2014 р., [4]

Значення оберненого індексу Херфіндаля-Хіршмана для британського сегменту європейського фондового ринку становить 2,25, що близько до середини між мінімально можливим (1 – за умови повної єдності ринку) і максимальним (4 – за умови максимальної фрагментації) значеннями. Це свідчить, що цей національний

сегмент європейського фондового ринку меншою мірою фрагментований, ніж європейський ринок загалом. Якщо врахувати також, що й третій за розмірами оператор ринку в цьому сегменті (Turquois) є власністю LSE, то бачимо, що єдиний найбільший оператор обслуговує до 69 % торговельної активності в сегменті.

Для сегменту Німеччини також властиве виражене домінування незначної кількості великих операторів ринку (рис. 6).

Третій за розмірами національний сегмент європейського фондового ринку формується французьким ринком та цінними паперами, внесеними до індексу CAC40.

Незважаючи на те, що загальна кількість торговельних майданчиків, де торгуються цінні папери, внесені до фондового індексу CAC40, порівняно велика (7), лише три з них обслуговують переважну більшість угод, що укладаються (рис. 7).

Розподіл загальних обсягів торгівлі цінними паперами, внесеними до індексу DAX між торговельними майданчиками

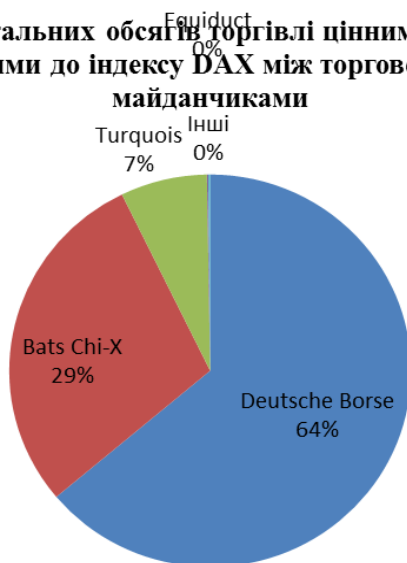
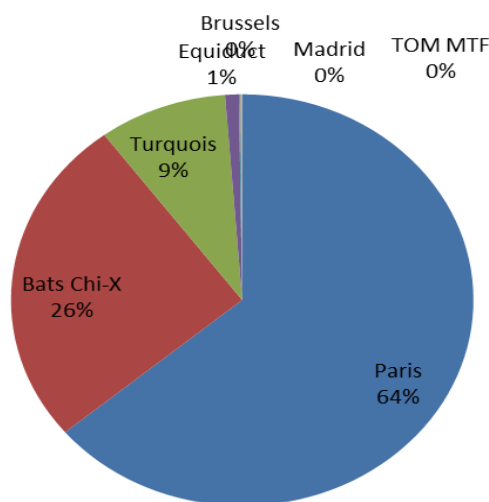


Рис. 6. Фрагментація німецького сегменту європейського фондового ринку за результатами 2014 р., [4]



Розподіл загальних обсягів торгівлі цінними паперами, внесеними до індексу CAC40 між європейськими торговельними майданчиками

Рис. 7. Фрагментація французького сегменту європейського фондового ринку, [4].

Значення оберненого індексу Херфіндаля-Хіршмана для цього сегменту європейського фондового ринку – 2,068, що значно ближче до мінімального можливого значення (1, що свідчить про відсутність фрагментації), ніж до максимального (7, що фіксується за максимальної фрагментації ринку – у випадку рівномірного розподілу торгів між сьома площадками).

Відповідно, домінування Паризької фондової біржі як провідного торговельного майданчика для здійснення операцій з цінними паперами, внесеними до фондового індексу CAC40, забезпечує досить велику монолітність ринку.

Комплексно аналізувати фрагментацію національних сегментів європейського фондового ринку дозволяє таблиця 2. Наведені в ній дані характеризують розподіл загальних обсягів торгів емісійними цінними паперами між торговельними майданчиками по провідних національних фондових ринках Європи.

Таблиця 2. Розподіл загальних обсягів обороту з торгівлі емісійними цінними паперами по найбільших національних фондових ринках Європи за 2014р., %*

	FTSE100	DAX	CAC40	FTSE MIB	IBEX
LSE	57,95	0	0	0	0
Bats Chi-X	30,97	28,92	25,95	24,95	17
Turquoise	10,98	6,92	8,96	4	3
Equiduct	0,1	0,0665	1	1	0
Douche Bourse	0	63,97	0	0	0
Інші	0	0,1235	0	0	0
Paris	0	0	63,98	0	0
Madrid	0	0	0,0275	0	74
Brussels	0	0	0,0495	0	0
TOM MTF	0	0	0,033	0	0
Milan	0	0	0	69,97	0
MTAH	0	0	0	0,08	0
NYSE Arca	0	0	0	0	0
Amsterdam	0	0	0	0	6
Обернений індекс Херфіндаля-Хіршмана	2,253311	2,009471	2,062651	1,806584	1,72117
Обернений індекс Херфіндаля-Хіршмана як % максимально можливого за такої кількості учасників торгівлі значення	56,33278	40,18943	29,46645	36,13167	43,02926

*За даними [7] (значення індексів у двох останніх рядках розраховані автором)

Висновки та перспективи подальших розвідок

Порівняльний аналіз фрагментації національних фондових ринків Європи свідчить, що, по-перше, залежність між масштабами ринку (загальними обсягами обороту емісійних цінних паперів) і ступенем його фрагментації має «U»-подібну

ISSN 2415-8453. Український журнал прикладної економіки. 2016 рік. Том 1. № 3.

форму. Найвищий рівень фрагментації властивий ринкам з найбільшим (Великобританія, Німеччина) і найменшим обсягом обігу (Іспанія), а мінімальний рівень фрагментації спостерігається щодо ринків із середніми обсягами обігу торгівлі емісійними цінними паперами.

По-друге, всі національні фондові ринки ЄС мають схожу структуру: домінуюче положення займає національний регульований ринок, а конкуренцію йому утворюють один-два альтернативних торговельних майданчики. Найбільшим конкурентом національних регульованих ринків виступає MTF-платформа Bats Chi-X (її питома вага серед провідних національних фондових ринків в обсягах обігу коливається від 17 % в Іспанії до майже 31 % у Великобританії), а другим розповсюдженим конкурентом національних регульованих ринків виступає Turquoise (від 3 до 11 % на найбільших національних фондових ринках).

При цьому сукупна потужність конкурентів національних регульованих ринків явно вища на ринках з більшими обсягами обігу емісійних цінних паперів і менша – на ринках з меншими обсягами.

Наведені результати аналізу свідчать, що альтернативні торговельні майданчики, використовуючи ефект масштабу, виступають провідним елементом об'єднання національних фондових ринків у єдину організаційну структуру. Водночас організовані національні фондові ринки меншою мірою схильні до організаційного об'єднання (тобто до створення спільної інфраструктури торгів та виконання доручень), проте завдяки вищій транспарентності торгівлі та стандартизації умов ціноутворення й виконання угод вони знижують можливості арбітражу між організаційно відокремленими національними торговельними майданчиками.

Такий розподіл ролей формує два потоки інтеграції європейських фондових ринків. Організаційна інтеграція (формування спільної інфраструктури торгів й виконання доручень) забезпечується більшою мірою альтернативними торговельними майданчиками (в першу чергу – великими MTF), а єдність процедур і результатів ціноутворення (тобто інтеграцію на рівні ринкових чинників попиту, пропозиції та умов їх узгодження) забезпечують організовані національні (точніше регіональні – після етапу укрупнення біржової інфраструктури) фондові ринки.

Список літератури

1. David Easthope and Arin Ray DARK POOLS IN THE EYE OF THE STORM April 2014.
2. Bernard C. MiFID II: The new market structure paradigm. Linklaters LLP. All Rights reserved 2014.
3. Preece, R. The Structure, Regulation, and Transparency of European Equity Markets under MiFID / 2011 CFA Institute. 52p.
4. Sang Lee, Danielle Tierney, Market Fragmentation and Its Impact: a Historical Analysis of Market Structure Evolution in the United States, Europe, Australia, and Canada / 2013 BM&F Bovespa, Aite Group.
5. Bomans, B. Multi Market Trading And Fragmentation Effects On A Sample Of European Equities / University of Amsterdam, 2010.
6. Herbst J., Mokijewski T. MiFID II / MiFIR: Your Survival Guide Market Structures – Tying it All Together Norton Rose Fulbright LLP. 15 October 2014.
7. Weild, D., E. Kim and L. Newport (2015), "Making Stock Markets Work to Support Economic Growth: Implications for Governments, Regulators, Stock Exchanges, Corporate Issuers and their Investors", OECD Corporate Governance Working Papers, No. 10, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k43m4p6ccs3-en>.

-
8. Bomans, B. *Multi Market Trading And Fragmentation Effects On A Sample Of European Equities* / University of Amsterdam, 2010.
 9. European Securities and Markets Authority, *Economic Report. High-frequency trading activity in EUequity markets Number 1*, Paris, 2014.

References

1. Easthope, D. and Ray, A. (2014). *Dark pools in the eye of the storm*.
2. Bernard, C. (2014). *MiFID II: The new market structure paradigm*. Linklaters LLP. All Rights reserved.
3. Preece, R. (2011). *The Structure, Regulation, and Transparency of European Equity Markets under MiFID*. CFA Institute.
4. Sang, L., Tierney, D. (2013). *Market Fragmentation and Its Impact: a Historical Analysis of Market Structure Evolution in the United States, Europe, Australia, and Canada*. BM&F Bovespa, Aite Group.
5. Bomans, B. (2010). *Multi Market Trading And Fragmentation Effects On A Sample Of European Equities*. University of Amsterdam.
6. Herbst J., Mokijewski T. (2014). *MiFID II / MiFIR: Your Survival Guide Market Structures – Tying it All Together* Norton Rose Fulbright LLP. 15 October 2014.
7. Weild, D., E. Kim and L. Newport. (2015). *Making Stock Markets Work to Support Economic Growth: Implications for Governments, Regulators, Stock Exchanges, Corporate Issuers and their Investors*. *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 10, OECD Publishing. <http://dx.doi.org/10.1787/5k43m4p6ccs3-en>.
8. Bomans, B. (2010). *Multi Market Trading And Fragmentation Effects On A Sample Of European Equities*. University of Amsterdam, 2010.
9. *European Securities and Markets Authority, Economic Report*. (2014). *High-frequency trading activity in EUequity markets Number 1*, Paris.

Стаття надійшла до редакції 18.08.2016 р.