

УДК 336.76

JEL Classification: O16; P51

## СУЧАСНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ ІНФРАСТРУКТУРИ ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ ТА ЄВРОПИ

**Васильєв О. В.  
Німкович А. І.**

*Досліджено поняття інфраструктури фондового ринку та його структурні елементи. Формування інфраструктури, яка забезпечує ефективну взаємодію основних учасників фондового ринку, зараз посідає одне з перших місць, особливо в умовах лібералізації економіки та глобалізаційних процесів у світі. Для побудови такої системи, слід переймати досвід, методи та принципи функціонування фондового ринку країн Європи. Тож показано основні сучасні тенденції розвитку ринку цінних паперів, позитивні моменти таких процесів та їхні особливості.*

*Так, зараз у Європі відбувається завершення процесу горизонтальної та вертикальної інтеграції різних елементів інфраструктури. Таке укрупнення дає більші можливості для самих торговців цінними паперами й обслуговуваних елементів, зручність та оперативність в обслуговуванні учасників фондового ринку. По всій Європі можна спостерігати чимало прикладів такої інтеграції.*

*Ще однією важливою особливістю є лібералізація законодавства у сфері фондового ринку та опосередкована роль держави у його регулюванні. Тобто на фондовому ринку Європейського Союзу домінують ринкові механізми регулювання, що стимулювало створення значної кількості саморегульованих організацій – об'єднань окремих учасників фондового ринку для захисту інтересів.*

*Щодо власне української економіки загалом і фондового ринку зокрема, то вони мають свою історію формування та особливий шлях розвитку, що унеможлиблює шаблонне копіювання європейського досвіду в українських реаліях.*

*Крім цього, світ щодня рухається вперед і застосування моделі фондового ринку не приведе до довгострокового розвитку.*

**Ключові слова:** інфраструктура, фондовий ринок, складові частини інфраструктури, цінні папери, Європейський Союз.

## СОВРЕМЕННЫЕ ТРАНСФОРМАЦИИ ИНФРАСТРУКТУРЫ ФОНДОВОГО РЫНКА УКРАИНЫ И ЕВРОПЫ

**Васильев А. В.  
Нимкович А. И.**

*Исследовано понятие инфраструктуры фондового рынка и его структурные элементы. Формирование системы инфраструктуры, обеспечивающей эффективное взаимодействие основных участников фондового рынка, сейчас занимает одно из первых мест, особенно в условиях либерализации экономики и глобализационных процессов в мире. Для построения такой системы, следует перенимать опыт, методы и принципы функционирования фондового рынка стран Европы. Поэтому показаны основные современные тенденции развития рынка ценных бумаг, положительные моменты таких процессов и их особенности.*

*Так, сейчас в Европе происходит завершение процесса горизонтальной и вертикальной интеграции различных элементов инфраструктуры. Такое укрупнение дает большие возможности для самих торговцев ценными бумагами и обслуживающих элементов, удобство и оперативность в обслуживании участников фондового рынка. По всей Европе можно наблюдать множество примеров такой интеграции.*

*Еще одной важной особенностью является либерализация законодательства в сфере фондового рынка и опосредованная роль государства в его регулировании. То есть на фондовом рынке Европейского Союза доминируют рыночные механизмы регулирования, и это стимулирует создание значительного количества*

саморегулируемых организаций – объединений участников фондового рынка для защиты интересов.

Что касается собственно украинской экономики в целом и фондового рынка в частности, они имеют свою историю формирования и особый путь развития, что исключает возможность шаблонного копирования европейского опыта в украинских реалиях.

Кроме того, мир ежедневно движется вперед и применение стандартной и негибкой модели функционирования фондового рынка не приведет к долгосрочному развитию.

**Ключевые слова:** инфраструктура, фондовый рынок, составляющие инфраструктуры, ценные бумаги, Европейский Союз.

## MODERN TRANSFORMATION OF THE UKRAINIAN AND EUROPEAN STOCK MARKET INFRASTRUCTURE

O. Vasilyev  
A. Nimkovych

The concept of the stock market infrastructure and its structural elements have been studied. The formation of infrastructure that ensures effective interaction between the main stock market participants is now ranked one of the priorities, especially under economy liberalization and globalization processes. Thus, for building such a system, European countries' stock market experience, methods and operation principles should be borrowed. Therefore, the main current trends in the securities market development, the positive aspects of these processes and their features have been described.

So, horizontal and vertical integration of the various elements of the infrastructure is now proceeding to completion in Europe. This consolidation provides greater opportunities for both securities traders and service elements, convenience and efficiency in servicing the stock market participants. Across Europe, many examples of such integration can be seen.

Another important feature is the liberalization of legislation on the stock market and an indirect role of the state in the market regulation. So, the stock market of the European Union is dominated by the market regulation mechanisms, which stimulates the creation of a significant number of self-regulatory organizations – associations in the stock market for advocacy.

As for actual Ukrainian economy in general and the stock market in particular, they have their own history and the formation of a special development path that rejects the possibility of copying European experience in the Ukrainian reality.

In addition, the world is continuously moving forward and the use of a standard and rigid stock market model will not lead to long-term development.

**Keywords:** infrastructure, stock market, infrastructure components, securities, European Union.

У сучасному світі все більшу роль відіграють процеси та елементи, які забезпечують безперебійну та ефективну діяльність загалом системи, тобто інфраструктури. Саме інфраструктура, як показує досвід багатьох компаній і навіть цілих економік країн, спроможні вивести цілу систему та основні елементи на якісно новий рівень. У цьому контексті фондовий ринок не є винятком і також потребує потужної та всебічної інфраструктури. До того ж український фондовий ринок та його інфраструктура ще не достатньо розвинуті й для визначення вектора стрімкого розвитку слід проаналізувати зарубіжний досвід, зокрема європейський.

Дослідженню поняття інфраструктури, її ролі та значення для економіки загалом присвячено праці відомих українських та зарубіжних економістів-теоретиків. Вітчизняні дослідники зосереджуються, перш за все, на реформації фондового ринку та його інфраструктури, його лібералізації та адаптації до сучасних світових фінансових ринків. Так, можна виділити Ю. Кравченка, І. Кривов'язюка, Н. Кузнецову, В. Павлова, А. Пересаду та О. Цвеня. Серед зарубіжних дослідників можна назвати таких, як: Л. Піатті, А. Хен-

рік, К. Хользаусен, М. Рубінштейн та Х. Шмідель, які досліджують інфраструктуру та ринок цінних паперів з інституційного боку та в аспекті Європейського Союзу.

Мета статті – здійснення аналізу інфраструктури фондового ринку України та Європи та її сучасних трансформацій в умовах глобалізаційних процесів.

Зі здобуттям незалежності та з моменту відмови України від планової й централізованої моделі управління економікою до процесу регулювання було залучено ринкові важелі розвитку держави. Відмова від планової системи призвела до того, що функції управління ринком було розподілено за допомогою різних механізмів, у тому числі й саморегуляції.

У цьому аспекті не став винятком і фондовий ринок, який розширює можливості будь-якої економіки та допомагає залучити необхідні інвестиції.

Водночас, фондовий ринок – це і ризик, і відповідальність, і не всі готові до роботи в цьому сегменті. В основі, звичайно, фондовий ринок покликано акумулювати тимчасово вільні фінансові кошти та спрямовувати їх на розвиток підприємств.

Для вільного доступу на фондовий ринок будь-якого учасника: чи то інвестора, чи емітента цінних паперів – необхідна відповідна система, яка буде це забезпечувати й регулювати. І таку систему з обслуговування ринку цінних паперів називають його інфраструктурою. Отже, у нашій країні дещо ускладнено доступ на ринок будь-якого бажаного, що, безперечно, може бути пов'язано з недостатнім розвитком саме інфраструктури фондового ринку, а саме наявністю всіх необхідних інституцій та ефективній взаємодії між ними в межах ринку цінних паперів.

Щоб більш детально розібратися з особливостями, проблемами та перспективами інфраструктури українського ринку цінних паперів, слід проаналізувати власне його структуру. Автори багатьох наукових праць пропонують різні підходи до визначення основних елементів інфраструктури фондового ринку. Разом із тим, на основі різних точок зору на це питання, запропоновано розроблену автором структуру інфраструктури ринку цінних паперів, зображену на рисунку.

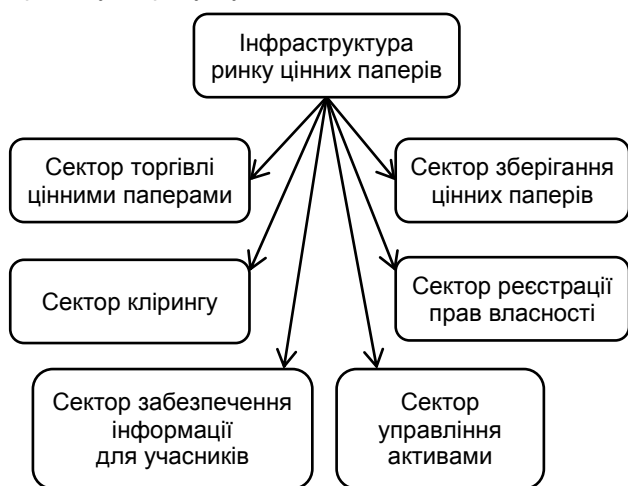


Рис. Елементи інфраструктури ринку цінних паперів  
[The components of the securities market infrastructure]

Саме така система інфраструктури може забезпечувати всебічну підтримку ринку цінних паперів та ефективну взаємодію між його основними учасниками. Разом із тим представники сектору торгівлі цінними паперами та сектору управління активами є як учасниками інфраструктури ринку цінних паперів, так і активними учасниками ринку, що потребують власну інфраструктуру. Цей дуалізм інфраструктурних елементів фондового ринку потребує додаткового аналізу в межах подальших досліджень.

До сектору торгівлі належать посередники в торгівлі цінними паперами – брокери, а також загалом біржа. У разі біржової торгівлі для прискорення та здешевлення угод широко застосовують їхню стандартизацію. Тому на них і допускають не всіх бажаних, а лише тих, хто пов'язав себе досить

жорсткими зобов'язаннями й довів свою спроможність виконувати їх.

Щодо сектору реєстрації прав власності, то в цей час у світі значного поширення набули випуски так званих бездокументарних цінних паперів. Вони дозволяють значно знизити витрати на трансферт (передачу) паперів, але, водночас, породжують нові проблеми. Головна з них – це підтвердження прав тієї чи іншої особи на цінні папери [1]. Цей сектор містить такі органи з обслуговування учасників ринку, як реєстратори. На сьогодні ця функція поступово перейшла до депозитаріїв, об'єднавши два сектори. Саме їм учасники торгівлі передають на зберігання свої цінні папери. Цим характеризується сектор зберігання цінних паперів. Депозитарій же, зібравши в себе папери багатьох клієнтів, ураховує їх на відкритих для них рахунках.

Під час здійснення операцій на фондовому ринку постає питання взаємозаліків, які досить поширені в банківській справі. Це забезпечено сектором клірингу в інфраструктурі ринку. Також одним із завдань сектору клірингу є контроль за тим, щоб усі угоди, укладені на біржі, правильно адресували та вивіряли, установлювали й підтверджували параметри всіх пов'язаних у цій системі угод.

Сектор забезпечення інформації для учасників ринку набуває особливого значення в еру інформаційних технологій. Це пов'язано з тим, що якість і споживчі властивості цінних паперів дуже важливо перевірити до моменту купівлі (і переконатися в тому, що ціна товару відповідає його цінності для споживача). Інформаційний сектор інфраструктури забезпечує учасників операцій із цінними паперами інформацією про емітентів, випуски, котирування паперів і містить інформаційні та рейтингові агентства.

Сектор управління активами на основі формування значного фонду фінансових ресурсів із сукупності дрібних вкладів учасників, використовуючи повною мірою результати інформаційних та рейтингових агентств, створює попит та здійснює купівлю цінних паперів емітентів на фондовому ринку.

Операції із цінними паперами можна розглядати як ланцюжок, кожен етап якого обслуговує відповідний сектор інфраструктури ринку. Спочатку відбувається збирання даних в інформаційній базі щодо цінних паперів та стану ринку, далі торгівля цінними паперами, а потім кліринг та реєстрація прав і, нарешті, зберігання цінних паперів. Разом ці всі процеси належать до інфраструктури ринку цінних паперів.

Інфраструктура ринків цінних паперів у Європі та й загалом у світі зазнала істотних змін, і це безпосередньо рано чи пізно дійде й до України. Адже безперервне функціонування й довіра на ринку цінних паперів залежить від ефективності та надійності його інфраструктури. Зокрема, украй важливо, щоб передача власності від продавця до покупця здійснювалася безпечним та ефективним способом. У такому разі слід вивчати та впроваджувати євро-

пейський досвід, адаптуючи до українських умов та особливостей.

Так, у більшості європейських країн депозитарні центри займаються також наданням інших супутніх послуг, у тому числі виплатами доходу, погашенням, регулюванням додаткової емісії акцій, збільшенням капіталу, голосуванням за дорученням, поверненням податку та звітністю.

У багатьох країнах банки є посередниками між локальним депозитарними центрами та брокерами, дилерами, кінцевими інвесторами. У країнах Північної Європи, Великої Британії та Греції роздрібні й кінцеві інвестори можуть також мати рахунки безпосередньо в центральних депозитаріях [2].

Цікавим є те, що у ЄС сектори клірингу та розрахунків (сектор торгівлі та реєстрації прав власності) формують вартість послуг і продуктів для інвестора, залежно від кількості інвесторів такої ж послуги та продукту.

Таким чином, збільшення кількості учасників, які приєдналися до цих секторів, дає користь членам Європейського Союзу, які можуть вести бізнес із великою кількістю контрагентів. Зокрема, учасники зможуть очистити та врегулювати свої угоди в межах єдиної системи безфінансових посередників або спираючись на інші системи.

Ще однією особливістю інфраструктури фондового ринку Заходу є наявність сильних вертикальних взаємозв'язків між різними компонентами, які доповнюють один одного. Вертикальна інтеграція ланцюжка процесів із цінними паперами створює ефект масштабу, тобто приріст ефективності від спільної роботи додаткових компонентів інфраструктури. Так, один контрагент надає пакет послуг за нижчою ціною, ніж якби це робили різні контрагенти щодо окремих послуг. Крім того, зникає ризик різних неправильних трактувань і створюється уніфікація різних компонентів інфраструктури.

Указані особливості інтеграції між секторами історично вважають яскраво вираженою рисою для природної монополії, якщо одна фірма може задовольнити весь ринковий попит на загальну вартість, нижчу ніж у кількох фірм. Через це більшість європейських країн юридично дозволили формувати монополістичний стан в інфраструктурі ринку цінних паперів і, здебільшого, із переходом її від державної до приватної власності. Тому в межах еволюціонування громадської думки щодо дерегулювання фінансових ринків, далеко не всі сектори та їхні об'єднання на ринку цінних паперів у після-торговельній діяльності розглядають як природну монополію. Адже, водночас, вплив економії від масштабу може бути відносно низьким для глобальної системи через порівняно високі витрати, пов'язані зі складністю такої системи [2].

Відповідальне зберігання й операції з корпоративними правами може бути забезпечено не лише депозитарієм, але й депозитарним банком. Ця точка зору протягом 1990-х років призвела до радикального зрушення в парадигмі регулювання клірингових

цінних паперів і розрахункових інфраструктур. Саме ці системи першими зазнали процесу "корпоратизації" за рахунок зменшення частки власності держави та злиття з місцевими приватними системами фондового ринку. Таким чином, інфраструктуру ринку цінних паперів у Європі протягом 1990-х років було перетворено з державних монополій на приватні монополії з максимізацією прибутків [3].

Останніми роками фондові ринки зазнали щораз більшої глобалізації та подальшої інтеграції, особливо у Європі. Такому розвитку подій сприяла лібералізація національних ринків капіталу, швидкий технологічний прогрес і, головне, прогрес у сфері телекомунікацій. Отже, усі зацікавлені сторони: інституційні інвестори, фінансові посередники, представники секторів клірингу цінних паперів і розрахунків – мають оперативну та, водночас, ефективну систему швидкого реагування та адаптації до нової ситуації у Європі та світі.

Крім того, єдина валюта в багатьох країнах – євро – сприяла усуненню сегментації валюти та однорідності європейських ринків цінних паперів. Це прогресивно змінило поведінку таких великих професійних інвесторів, як керуючі фондами та брокери/дилери, від національного інвестиційного підходу до структури на основі загальноєвропейських галузей економіки.

Для того щоб зменшити їхні витрати, зокрема, вартість розроблення, обслуговування та модернізації опрацювання цінних паперів керівники фондів з управління активами, а також брокери/дилери передають на аутсорсинг значну частину їхніх операцій іншим фінансовим посередникам, таким, як регіональні й національні зберігачі. Таким чином, фонди з управління активами, брокери/дилери можуть замінити фіксовані витрати на опрацювання цінних паперів гнучкими витратами, залежно від рівня їхньої діяльності. Це також дозволить їм більше зосередитися на наданні послуг із доданою вартістю для кінцевих інвесторів.

Тоді як існує консенсус, що інтеграція призведе до більш ефективної й менш ризикованої діяльності із цінними паперами, немає єдиного розуміння серед учасників ринку щодо моделі інтеграції, яку врешті-решт буде створено у Європі. Зокрема, депозитарні банки хотіли б бачити інтеграцію у Європі результатом однієї єдиної інфраструктури, що забезпечує лише традиційні операції без додаткових послуг. З іншого боку, постачальники послуг (інші сектори інфраструктури) будуть задоволені, якщо інтеграція у Європі буде результатом погодження процесів і процедур без зменшення кількості секторів та елементів інфраструктури фондового ринку у Європі. Це останнє відношення знаходить своє відображення в основному на невеликих фінансових ринках у Європі [3].

Тож, можна виділити дві моделі інтеграції інфраструктури: модульну модель національної інфраструктури в різних країнах і модель консолідації інфраструктури за рахунок злиттів та альянсів.

Модульну модель національної інфраструктури в різних країнах складено з технічно пов'язаних національних систем ринку цінних паперів між країнами. Цей механізм дозволяє здійснювати транскордонні операції із цінними паперами та коштами від однієї національної системи до іншої системи країни. За цією моделлю національна система буде діяти як представник від імені своїх учасників, якщо здійснюють операції із цінними паперами в іноземній національній системі.

На додаток до технічних зв'язків, як мінімум гармонізації ділової практики й технічних процедур, інтеграцію може бути досягнуто за рахунок поєднання функціональних можливостей, механізмів і процесів без зменшення кількості постачальників послуг для того, щоб забезпечити ефективну й захищену роботу із цінними паперами. Адаптація більшість систем, які оперують цінними паперами у Європі, пов'язані один з одним безпосередньо або опосередковано і в результаті цього сформовано сотні взаємозв'язків ("модель Spaghetti") [3].

Ця модель інтеграції зазнала значної критики з боку учасників ринку і, зокрема, депозитарних банків, оскільки вона ще не дала очікуваного скорочення витрат і врегулювання ефективності транскордонних угод. Європейські та світові посередники використовували вартість трансакції, яка є вищою, ніж у США. Зараз, наприклад, вартість клірингу цінних паперів і розрахунків за прикордонними угодами у Європі втричі вища, ніж у США. Крім того, така модель потребує здійснення значної кількості процедур для того, щоб забезпечити передачу додаткових послуг між двома розрахунковими системами. До того ж системи зберігачів мають протилежні інтереси, із точки зору використання транскордонних зв'язків для недопущення роботи й переведення операцій клієнта від системи однієї країни до іншої.

Другою моделлю транскордонної інтеграції є консолідація наявної інфраструктури фондового ринку за рахунок злиттів і альянсів, у результаті чого залишається менша кількість систем у 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 містить злиття систем і організацій, які надають додаткові послуги, і продуктів по всьому ланцюжку діяльності з цінними паперами. Так, консолідації на ринку цінних паперів проходять чотири різних етапи консолідації:

Етап 1. Горизонтальна консолідація в межах внутрішніх ринків. Перший етап консолідації інфраструктури відбувся у Європі на внутрішньому ринку.

Першою тенденцією стало злиття фондових бірж із біржами похідних фінансових інструментів у всіх країнах Північної Європи та деяких континентальні європейські країнах протягом середини 1990-х років. Іншим прикладом горизонтальної консолідації було злиття розрахункових систем з операцій щодо державного боргу, керованими центральними

банками, із системами інструментів для акцій і корпоративних цінних паперів.

Етап 2. Вертикальна консолідація на національному рівні. Другий етап вертикальної консолідації на національному рівні відбувається після горизонтального укрупнення, у результаті чого утворюється єдине ціле для конкретної трансакції із цінними паперами. Деякі країни пішли далі й досягли злиття між фондовою біржею, розрахунковою палатою та системою розрахунків за цінними паперами, тобто створення уніфікованої інфраструктури фондового ринку для акцій, боргових інструментів і похідних паперів. Deutsche Börse стала першою групою, яка об'єднала всі функції операцій із цінними паперами у єдину компанію.

Етап 3. Транскордонна горизонтальна консолідація. Третій етап характеризується прикордонною горизонтальною консолідацією. Найбільш яскравим прикладом є створення Euronext у 2000 році, що було результатом злиття фондових бірж Парижа, Брюсселя, Амстердама та пізніше Лісабона.

Найбільш значним зміцненням транскордонної консолідації у напрямі до розрахункових систем стало злиття EuroclearBank, міжнародного центрального депозитарію цінних паперів (МКУР), із Sicovam (Франція), Necigef (Нідерланди), CRESTCo (Велика Британія) і CIK (Бельгія). Іншим важливим об'єднанням стало злиття Deutsche Börse Clearing (Німеччина) із Cedel (Люксембург) і створення Clearstream International.

Етап 4. Створення "торговельних майданчиків" за національними кордонами. Четвертим етапом консолідації стало створення "торговельних майданчиків" за національними кордонами, що охоплюють весь ланцюжок операцій із цінними паперами. Найбільш очевидним прикладом є злиття Стокгольмської (OMX) і Гельсінської (Хікс) фондових бірж, які також включили фондові біржі Вільнюса і Таллінна й розрахункові палати у Швеції та Фінляндії, а також системи розрахунків за цінними паперами у Фінляндії, Естонії та Латвії [1].

Немає ніяких сумнівів у тому, що інтегративні процеси європейської інфраструктури ринку цінних паперів мають бути результатом відкритої й чесної конкуренції та управлятися бізнесом. Це не повинно визначатися політичними рішеннями. До того ж основна роль фондового ринку полягає в забезпеченні економіки необхідними їй фінансовими ресурсами. Слід зауважити, що ефективна інфраструктура, яку треба створити, буде здатна вирішувати більш складні завдання, зокрема компенсувати значну частину інфляційного тиску на економіку.

Інфраструктура фондового ринку та й загалом фінансових ринків постійно змінюється, оскільки змінюються самі ринки. Зафіксувати на тривалий час певну конфігурацію інфраструктури як "зразкову" означає, що рано чи пізно учасники ринку перестануть нею користуватися в разі суттєвої зміни кон'юнктури або внаслідок процесу адаптації національних

ринків до глобальних мереж. Тож, вочевидь, "зразкової" моделі не існує й існувати не може.

pidruchnyk / A. A. Peresada, M. Yu. Kovalenko, S. V. Onikiienko. – Kyiv : KNEU, 2003. – 485 p.

#### Інформація про авторів

**Васильєв Олексій Вікторович** – д-р екон. наук, професор, завідувач кафедри економіки та оцінки майна підприємств Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця (просп. Науки, 9-А, м. Харків, Україна, 61166, e-mail: oleksy777@ukr.net).

**Німкович Андрій Ігорович** – аспірант кафедри економіки та оцінки майна підприємств Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця (просп. Науки, 9-А, м. Харків, Україна, 61166, e-mail: 2909andriy18@gmail.com).

#### Інформація об авторах

**Васильєв Алексей Викторович** – д-р екон. наук, професор, завідувач кафедри економіки та оцінки майна підприємств Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця (просп. Науки, 9-А, г. Харків, Україна, 61166, e-mail: oleksy777@ukr.net).

**Німкович Андрей Игоревич** – аспірант кафедри економіки та оцінки майна підприємств Харківського національного економічного університету імені Семена Кузнеця (просп. Науки, 9-А, г. Харків, Україна, 61166, e-mail: 2909andriy18@gmail.com).

#### Information about the authors

**O. Vasilyev** – Doctor of Sciences in Economics, Professor, Head of the Department of Economics and Enterprise Property Evaluation of Simon Kuznets Kharkiv National University of Economics (9-A Nauky Ave., Kharkiv, Ukraine, 61166, e-mail: oleksy777@ukr.net).

**A. Nimkovych** – postgraduate student of the Department of Economics and Enterprise Property Evaluation of Simon Kuznets Kharkiv National University of Economics (9-A Nauky Ave., Kharkiv, Ukraine, 61166, e-mail: 2909andriy18@gmail.com).

*Стаття надійшла до ред.  
07.09.2016 р.*

**Література:** 1. Baker W. E. The Social Structure of a National Securities Market / W. E. Baker // American Journal of Sociology. – 1984. – Vol. 89, No. 4. – P. 775–811. 2. Kazarian E. Monetary and Capital Markets Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues [Electronic resource] / E. Kazarian // IMF Working Paper. – 2006. – October. – Access mode : <https://goo.gl/V6mvhq>. 3. Arnt H. Securities Market Infrastructures, Payment Systems [Electronic resources] / H. Arnt, A. R. Pedersen. – Access mode : [http://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2003/10/2003\\_MON3\\_sec37.pdf](http://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2003/10/2003_MON3_sec37.pdf). 4. Di Giorgio G. Financial market regulation: The case of Italy and a proposal for the Euro area [Electronic resource] / G. Di Giorgio, C. Di Noia, L. Piatti ; The Wharton School, University of Pennsylvania, 2000. – Access mode : <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-24.html>. 5. Holthausen C. Raising rival's costs in the securities settlement industry / C. Holthausen, J. Tapking // ECB Working Paper Series, July 2004. – 31 p. 6. Rubinstein M. An aggregation theorem for securities markets / M. Rubinstein // Journal of Financial Economics. – 1974. – Vol. 1, issue 3. – P. 225–244. 7. Schmiedel H. Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systems / H. Schmiedel, M. Malkamäki, J. Tarkka // Bank of Finland Discussion Papers. – 2002. – No. 26. – 38 p. 8. Objectives and Principles of Securities Regulation // The official site of The International Organization of Securities Commissions, 2010. – Access mode : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. 9. Томлянович С. А. Управление инвестиционными рисками и развитие инфраструктуры фондового рынка [Электронный ресурс] / С. А. Томлянович. – Режим доступа : [http://www.piterned.ru/articles/invest\\_ajldr/ upravlenie\\_investitcio.html](http://www.piterned.ru/articles/invest_ajldr/ upravlenie_investitcio.html). 10. Пересада А. А. Инвестиционный анализ : підручник / А. А. Пересада, Ю. М. Коваленко, С. В. Онікієнко. – Київ : КНЕУ, 2003. – 485 с.

**References:** 1. Baker W. E. The Social Structure of a National Securities Market / W. E. Baker // American Journal of Sociology. – 1984. – Vol. 89, No. 4. – P. 775–811. 2. Kazarian E. Monetary and Capital Markets Integration of the Securities Market Infrastructure in the European Union: Policy and Regulatory Issues [Electronic resource] / E. Kazarian // IMF Working Paper. – 2006. – October. – Access mode : <https://goo.gl/V6mvhq>. 3. Arnt H. Securities Market Infrastructures, Payment Systems [Electronic resources] / H. Arnt, A. R. Pedersen. – Access mode : [http://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2003/10/2003\\_MON3\\_sec37.pdf](http://www.nationalbanken.dk/en/publications/Documents/2003/10/2003_MON3_sec37.pdf). 4. Di Giorgio G. Financial market regulation: The case of Italy and a proposal for the Euro area [Electronic resource] / G. Di Giorgio, C. Di Noia, L. Piatti ; The Wharton School, University of Pennsylvania, 2000. – Access mode : <http://ideas.repec.org/p/wop/pennin/00-24.html>. 5. Holthausen C. Raising rival's costs in the securities settlement industry / C. Holthausen, J. Tapking // ECB Working Paper Series, July 2004. – 31 p. 6. Rubinstein M. An aggregation theorem for securities markets / M. Rubinstein // Journal of Financial Economics. – 1974. – Vol. 1, issue 3. – P. 225–244. 7. Schmiedel H. Economies of scale and technological development in securities depository and settlement systems / H. Schmiedel, M. Malkamäki, J. Tarkka // Bank of Finland Discussion Papers. – 2002. – No. 26. – 38 p. 8. Objectives and Principles of Securities Regulation // The official site of The International Organization of Securities Commissions, 2010. – Access mode : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>. 9. Tomlyanovich S. A. Upravlenie investitsionnymi riskami i razvitiye infrastruktury fondovogo rynka [Electronic resource] / S. A. Tomlyanovich. – Access mode : [http://www.piterned.ru/articles/invest\\_ajldr/ upravlenie\\_investitcio.html](http://www.piterned.ru/articles/invest_ajldr/ upravlenie_investitcio.html). 10. Peresada A. A. Investytsiyniy analiz :

