

Радислав Романович ШТОЙКО

аспірант кафедри міжнародних фінансів,
Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана
E-mail: kmf@kneu.edu.ua

СУЧАСНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ АМЕРИКАНСЬКОЇ МОДЕЛІ ФОНДОВИХ РИНКІВ

Штойко, Р. Р. Сучасні трансформації американської моделі фондових ринків [Текст] / Радислав Романович Штойко // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол. : В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету “Економічна думка”, 2015. – Том 21. – № 1. – С. 284-291. – ISSN 1993-0259.

Анотація

У статті досліджуються мотиви проведення та економічні наслідки реформування інститутів фондового ринку в США протягом 1997-2005 рр.

Метою статті є уточнення переліку можливих наслідків реформування інституціональної структури фондових ринків, на ґрунті встановлення зв'язків між рисами реформ фондових ринків США й їхніми результатами щодо стимулів діяльності професійних учасників ринку і доступу підприємців до капіталу.

Аналізується література, присвячена обґрунтуванню негативного впливу змін на фондовому ринку на доступ малих компаній (з капіталізацією до 50 млн доларів) до капіталу. Зокрема, обґрунтовано, що суттєве скорочення кількості лістингових компаній, що спостерігається на американських фондових ринках вже 15 років, зменшення кількості та сукупної вартості IPO, що проводяться національними емітентами з порівняно невеликою вартістю капіталу, може вважатись наслідком саме процесів децималізації, а не результатом циклічних коливань ділової активності. Власне механізмом обмеження доступу до джерел ліквідності для компаній з малою вартістю капіталу стало руйнування дилерських стимулів, завдяки зниженню комісії з 25 центів на акцію до 3,125 цента на акцію, тобто на 87,5 %.

Конкретизуються інституціональні умови збереження економічних стимулів до торговельної діяльності з цінними паперами нових та малих компаній. Зокрема, обґрунтовується важливість використання виваженої системи пріоритетів (цільових показників) функціонування фондових ринків у процесі формування інституціональної структури ринку цінних паперів в Україні. Всупереч цьому, підпорядкування розвитку інституціональної структури фондових ринків єдиному критерію зниження трансакційних витрат створює загрози щодо обмеження доступу до джерел поповнення запасів капіталу для певних груп компаній. До таких груп належать насамперед нові та інноваційні компанії та фірми, що розпочинають лістинг з мінімальною сукупною вартістю свого капіталу, що має враховуватись у процесі вдосконалення політики державного регулювання розвитку фондових ринків України.

Результати статті будуть корисними при формулюванні цілей і пріоритетів державного регулювання інституціональної структури фондового ринку України та для визначення цільових показників діяльності організацій, що здійснюють саморегулювання фондових ринків України.

У майбутньому особливу значущість набуватимуть дослідження, присвячені проблемам моніторингу розміру комісійних та інших джерел доходів професійних учасників ринку цінних паперів, з метою обґрунтування актуальних для певного етапу розвитку національних фондових ринків розмірів таких комісійних та норм дохідності використання власного капіталу як індикативних показників для оцінки відповідності параметрів функціонування ринків завданням суспільного розвитку.

Ключові слова: фондові ринки; реформа інститутів; доступ до капіталу; інфраструктура фондових ринків; децималізація; стимули дилерів.

MODERN TRANSFORMATIONS OF AMERICAN MODEL OF STOCK MARKET

Abstract

The article investigates the motives and economic consequences of the reforms, which have been committed with stock markets in the US during the period of 1997- 2005.

The article's goal isto specify possible consequences of reforming the stock markets' institutional structure, through establishing links between features of the US stock market reforms and their results, concerning the incentives of market professionals and entrepreneurs access to capital.

The analysis of the literature which has grounded the negative impact of changes in the stock market on the access of small companies (with capitalization of 50 million dollars) to capital has been carried out. In particular, it has been proved that a significant reduction in the number of listed companies which has been observed in US stock markets for 15 years, reduction in number and aggregate value of IPOs, which are conducted by national issuers with relatively low cost of capital, can be considered a consequence of decimalization but not the result of cyclical fluctuations of business activity. Actually the destruction of dealer incentives by reducing the commission from 25 cents per share to 3,125 cents per share, ie 87,5% has become the mechanism of limiting access to liquidity for companies with a low cost of capital.

Institutional maintaining for saving economic incentives to trade with securities of new and small companies are specified. In particular, it is substantiated the importance of a balanced priorities system (targets) of the stock market in the process development of institutional structure of the securities market in Ukraine. Contrary to this, the subordination of the institutional structure of stock markets to the single criterion of reduction of transaction costs becomes a threat as for the restriction of an access to sources of capital replenishment for certain groups of companies. These groups primarily include new and innovative companies and firms that start listing with a minimum aggregate value of its capital. This fact should be taken into account in the process of improving the policy of state regulation of stock markets in Ukraine.

The results of the article may be useful for formulating objectives and priorities of state regulation of the Ukrainian stock market's institutional structure and to determine the targets of organizations, engaged in self-regulation of Ukrainian stock markets.

In the future, special importance will acquire the research on the problems of monitoring the size of the fees and other sources of income of professional securities market participants. The study of size of fees and rate of return relevant to the particular stage of developing the national stock markets will be of great necessity.

Keywords: *stock markets; access to capital; infrastructure of stock markets; reforming of institutions; decimalization; dealer incentives.*

JEL classification: *D02, D47, G18*

Вступ

Одним з вагомих чинників уповільнення темпів економічного зростання в Україні та зниження його суспільної якості (звуження кола бенефіціантів процесів розширення виробничих можливостей) традиційно вважається нестача інвестиційних ресурсів. Якщо для західних конкурентів вітчизняних підприємців залучення фінансових ресурсів для розвитку підприємства коштує не більше 10-12 % річних, то вітчизняний ринок капіталу практично позбавляє доступу до тимчасово вільної ліквідності підприємців, які не готові сплачувати за кредити 30-40 % річних. Зрозуміло, що така вартість кредитних ресурсів виводить за межі можливого будь-які довгострокові інвестиції у інноваційний, науково ємнісний розвиток виробництва.

Досвід США дає яскравий приклад подолання фінансових обмежень зростання завдяки високому рівню розвитку інститутів фондового ринку, перетворення первинної емісії цінних паперів на провідний спосіб фінансування інвестицій та інновацій у виробничій сфері. Завдяки забезпеченню ефективної конкуренції між фінансовими посередниками як ставки відсотка по кредитах, так і трансакційні витрати, пов'язані з рухом капіталу, в американській економіці традиційно (з останніх десятиліть XX ст.) були значно нижчі, ніж в інших розвинутих країнах, наприклад, у ЄС. Вагомість конкурентних переваг, що дає на сучасних глобалізованих ринках національному виробництву доступ до недорогих залучених фінансових ресурсів, важко переоцінити.

Дослідження американського досвіду становлення моделі фондових ринків, процесів їхньої адаптації

до вимог останніх років, принципів оптимізації суспільних наслідків взаємодії тисяч суб'єктів попиту і пропозиції фінансових ресурсів має високу актуальність для з'ясування перспективних шляхів поліпшення фінансового забезпечення економічного розвитку в Україні.

На думку дослідників, висока ефективність функціонування американської моделі фондових ринків, її переваги щодо забезпечення конкурентності доступу до фінансових ресурсів економіки, зниження транзакційних витрат, досягнення високої ліквідності фінансових активів обумовлює особливу корисність американського досвіду для раціоналізації інституціонального середовища становлення фондового ринку в Україні (див., наприклад, [1-2]). Але американська модель фондових ринків динамічно змінюється, адаптується до нових технологічних і суспільних умов, перспективи її подальшого розвитку стають об'єктом жвавих дискусій. Зокрема, у 2000-их роках вчені спостерігали суттєве погіршення суспільних результатів функціонування фондових ринків США, зниження показників, щодо яких традиційно визначальними в американській економіці вважаються характеристики функціонування національного фондового ринку. Зокрема, головними структурними змінами, які були зафіксовані в період з другої половини 90-х по другу половину 2000-х, стали, по-перше, вагоме скорочення загальних масштабів IPO; по-друге, ще більш динамічне зниження активності невеликих компаній (із капіталізацією до 50 млн доларів) щодо первинного розміщення своїх акцій та скорочення масштабів вторинної торгівлі цінними паперами таких компаній; по-третє, усунення економічної мотивації для професійних учасників ринку залучати до торгівлі цінні папери компаній із невеликою капіталізацією через занижкі розміри комісійних та мінімальну можливість отримання доходу від курсової різниці [3].

Суспільні результати такого довготривалого і масштабного скорочення масштабів нового лістингу на американських фондових біржах деякими дослідниками пов'язувалось з циклічними коливаннями, що обґрунтовувалось спільністю тенденції до скорочення абсолютних і відносних (кількість IPO на тисячу доларів ВВП та на тисячу доларів основного капіталу в економіці) показників масштабів первинного розміщення акцій у Європі та багатьох інших розвинутих країнах (Канаді, Австралії, Японії та багатьох азійських ринках). Наприклад, західні дослідники зауважують: «У той час, як зниження IPO було найбільшим у США, світові масштаби первинних розміщень акцій також зазнали істотного зниження з поширенням електронних ринків. Робота ОЕСР показує, що глобальна кількість первинних розміщень знизилась з більш ніж 2000 на рік на початку 1990-х років до менш ніж 750-ти у 2012 р. При цьому до двох третин цього зниження зумовлюється набуттям хедж-фондами США та іншими гіпермасштабними торговими установами домінуючої ролі на ринку. Зокрема, цьому суттєво сприяло введення розміру «кроку ціни» в один цент, оскільки це ускладнило ситуацію для довгострокових фундаментальних інвесторів і постачальників ліквідності (посередників) у їхній конкуренції з агентами ринків, що обрали стратегію коротких продажів і високої частоти операцій. Нові правила торгівлі знищили механізми реалізації інтересів основних інвесторів, що неспроможні тепер конкурувати з швидкоплинними операціями спекулянтів, налаштованих на короткотермінові і «високочастотні» угоди, які в сучасних умовах забезпечують значно вищу дохідність портфелю інвестицій. У результаті відбуваються цінові спотворення, маркетинг окремих акцій витісняється продажем похідних (у тому числі біржових індексних) інструментів, а накопичення капіталу і розподіл стають менш ефективними. У свою чергу, економічні цикли стають більш екстремальними і довгострокове економічне зростання може бути розхитане» [4, с. 4].

Проте в роботах інших зауважується, що саме в США масштаби скорочення IPO були найвищими, тенденція скорочення – неперервною, а суспільні наслідки щодо інвестиційної активності, зростання ВВП та розширення зайнятості – найбільш відчутними. Так ринки IPO в США були «глибоко і системно вражені проблемами», і, на думку в середині 90-х ще нечисленних економістів, «зниження частоти американських IPO, не було, як багато хто на Уолл-стріт передбачав, зумовлено "ринковими циклами", а стало наслідками регулювання та структурних змін, які датуються 1990-ми роками» [5].

Аналогічна думка щодо причин зменшення активності компаній із невеликою капіталізацією на ринку IPO та щодо зниження активності професійних учасників ринку щодо вторинної торгівлі цінними паперами таких компаній міститься в роботі «Чому IPO у відділенні інтенсивної терапії?». У дослідженні для обґрунтування вирішальної ролі інституціональних трансформацій у структурних змінах на американських фондових ринках використовуються два факти. По-перше, явне випередження темпів скорочення річної кількості IPO компаній з невеликою капіталізацією (до 50 мільйонів доларів США) порівняно з компаніями з відносно високою капіталізацією. Так кількість IPO невеликих компаній на фондових ринках у Сполучених Штатах почала різко скорочуватись в 1998 році і до часу виходу цієї роботи так і не повернулось до позитивної тенденції. По-друге, темпи цього зниження явно корелюють з поширенням норм, передбачених процесами "decimalization" (переводу системи відображення коливань ринкових цін на десяткову систему) в діяльності фондових ринків, а також з поширеністю торгів акціями з ціновим кроком в один цент (відбувся обвал дилерських стимулів, завдяки зниженню комісії з 25 центів на акцію до 3,125 цента на акцію, тобто на 87,5 %) [6].

Проводились також і порівняльні дослідження структурних змін на фондових ринках різних країн, зокрема, було здійснено зіставлення відносної зміни кількості компаній, акції яких котируються на семи

основних фондових ринках (Гонконг, Китай, Австралія, Канада; Японія; Італія, Великобританія і США). Воно показало, що Сполучені Штати серед усіх перерахованих фондових ринків (за умов неврахування торгівлі на неорганізованих ринках – ОТС) втрачає щонайбільше компаній і особливо – малих. Відповідно фондовий ринок США 15 років поспіль залишається лідером за темпами зниження кількості IPO та лістингових компаній з малою капіталізацією (з 1997 по 2012 рр). Загальні обсяги такого скорочення досягли 44 % для NYSE, NASDAQ і AMEX (придбана NYSE) [7].

Отже, саме процеси реформування інститутів фондового ринку останнього десятиріччя в США дають наочний приклад, що дозволяє відстежити вплив інституціональних трансформацій на суспільні наслідки функціонування фондових ринків, а вивчення можливостей урахування цього досвіду в процесі формування інституціональної структури фондового ринку в Україні визначає мету та завдання цієї статті.

Виклад основного матеріалу дослідження

Визначальна група чинників формування сучасної американської моделі фондових ринків у період з другої половини 90-х років XX ст. і по другу половину 2000-х років пов'язана, на нашу думку, із змінами в державному регулюванні стосовно інструментів та механізмів торгівлі. Пік цих змін припав на 1997 – 1998рр. та 2001р. (процеси так званої «децималізації»). Зокрема, прийняття актів про «Order Handling Rules», що змінили правила виконання розпоряджень принципалів їх ринковими агентами на фондових біржах та про регулювання «альтернативних торговельних систем» (АТС) [8]. Останній був прийнятий у 1998р. і дозволив використовувати електронні мережі зв'язку суб'єктів торгівлі цінними паперами для здійснення та реєстрації обмінних операцій і змусив традиційні торговельні центри (такі, як NASDAQ) конкурувати з альтернативними торговельними системами, шукаючи шляхів зниження трансакційних витрат.

Досить поширене (на нашу думку, домінуюче) у сучасній літературі бачення регулятивних змін, що спричинили вагомий вплив на склад інструментів й процедур, що застосовуються в американській моделі фондових ринків для забезпечення взаємодії попиту й пропозиції, наведено нижче:

«Decimalization» – серія реалізованих SEC правил, уведених у дію, починаючи з 1997 року, які знищили економічну інфраструктуру, необхідну для підтримки дрібних і менш ліквідних компаній. Зокрема:

- Новий порядок роботи професійних учасників ринку (Order Handling Rules 1997) вимагає від дилерів виконувати вимоги інвесторів за найбільш конкурентоспроможними котирування, закладаючи основу для більшої конкуренції між дилерами і звуження розмірів торговельних спредів й розмірів «зрушення ціни», на яке реагує ринкова ліквідність.
- Нові акти з регулювання Альтернативних торговельних систем (АТС) у 1998 році дозволили застосування електронних мереж зв'язку (ECN), щоб узгоджувати пропозицію й попит на цінні папери (визначати обсяги продажу й ринкову ціну). Це змусило традиційні торговельні центри, такі, як NASDAQ, запекло конкурувати з АТС, знижуючи мінімальний обсяг замовлень і розміри «кроку ціни» до 3,125 цента, а обсяги комісійних – до менше ніж 1 % від ціни мінімального замовлення.
- Власне «Decimalization». У 2001р. шкала вимірювання цінових змін була реформована й переведена у форму десяткових знаків замість 16-кратної форми, що застосовувалась історично. Десятковим відображенням цінових коливань уможливлено мінімальний розмір «ticksize», тобто мінімальна зміна ціни в розмірі одного цента. Це призвело до зниження ліквідності слабколіквідних запасів цінних паперів, звуження ринкових спредів і значно збільшило масштаби і вигоди від комп'ютерної і високочастотної торгівлі вже високоліквідними акціями.
- Положенням «Про Національну систему ринків» (НМС) у 2005р. реалізовано низку правил, призначених для збільшення конкуренції та підвищення продуктивності операторів і професійних учасників американських ринків цінних паперів та захисту інтересів інвесторів. Хоча ці правила забороняли «субпенні котирування», тобто котирування з кроком ціни менше цента, вони дозволяли деякі винятки для укладання й відображення виконання угод щодо великих пакетів цінних паперів, зокрема, для угод у «темних пулах», для алгоритмічної (високочастотної) торгівлі або брокерів-дилерів, що забезпечують поліпшення ціни на замовлення клієнта. Виняток, на жаль, став правилом, і багато інших видів торгів стали виконуватись з «кроком у субпенні», продовжуючи ерозію торгових спредів та зменшуючи розміри цінових коливань» [4, р. 66-67].

У результаті початковий імпульс до становлення сучасної американської моделі фондових ринків значною мірою було надано переважанням негативних суспільних наслідків інституціональних трансформацій, що відбувались з 1997 по 2007 рр. і виявились у кількох взаємопов'язаних тенденціях.

Зокрема, до таких негативних змін насамперед відносять суттєве скорочення кількості IPO, що відбуваються на фондових ринках США. А механізм такого скорочення вбачають у руйнуванні економічних стимулів для професійних учасників фондових ринків надавати необхідні послуги для отримання публічного статусу новими компаніями з невисокою капіталізацією: «Структурні та регуляторні зміни, які розпочалися з новими правилами обробки замовлення (new Order Handling Rules) в 1997 р. і новими нормами регулювання альтернативних торговельних систем (АТС) у 1998 р., були

ключовими ударами, що спричинили найбільш руйнівний вплив на масштаби проведення IPO на оновлених ринках США, зокрема, стосовно малих компаній. Ці зміни спричинили різке звуження торгових спредів і зростання мінімально необхідних для дохідної торгівлі розмірів капіталізації компаній. Здавалось, що згадані зміни є хорошою новиною для інвесторів, оскільки були покликані знизити трансакційні витрати. Але кінцевими наслідками зменшення широти спредів та розмірів «кроку ціни» стало різке зниження кількості компаній, що набувають громадського статусу. Насамкінець ці зміни спрацювали парадоксально: політики мали намір економити гроші інвесторів шляхом зниження трансакційних витрат, але здійснені ними заходи принесли більше шкоди, ніж користі, підриваючи саму інфраструктуру і послуги, необхідні для підтримки економічного зростання. Масштаби проведення первинного розміщення акцій компаній, яке досягло піку в США в 1997 році в розмірі 8823 нових IPO за рік, скоротились майже навіпіл до лише 4916 компаній наприкінці 2012 року (зниження на 44,3 %). Порівняно з піковим роком, США перенесли 15 років поспіль скорочення приросту кількості лістингових компаній» [4, р. 69].

Описані інституціональні трансформації періоду другої половини 90-х років та початку 2000-х та зумовлені ними структурні зміни на американських фондових ринках (що фіксувались аж до 2012 р.) викликали реакцію регуляторних органів. Її цілями стало поліпшення суспільних наслідків функціонування американської моделі фондових ринків, зокрема щодо інвестиційної активності американських підприємств, і насамперед малих і середніх. Саме останні в умовах насиченості національного виробництва фізичним капіталом стають провідною сферою зайнятості; відповідно погіршення доступу таких підприємств до можливостей залучення капіталу через фондові ринки з початку 2000-х років стало визначальною причиною суттєвих змін, що відбуваються вже з 2012 р. (з прийняттям пакету законодавчих актів JOBS (Jumpstart Our Business Startups). Відповідно формування власне сучасної американської моделі фондового ринку значною мірою підпорядковано ідеям деконцентрації капіталу, збагачення системи критеріїв оцінки функціонування інфраструктури фондових ринків. Зокрема від такої інфраструктури вимагають не лише зниження трансакційних витрат (це стає важливим, але далеко не єдиним і не достатнім критерієм оцінки її функціонування), а й сприятливих умов доступу до фінансових ресурсів для цілої групи компаній, що відіграють важливу роль у забезпеченні зростання масштабів створення робочих місць, розширення зайнятості й платоспроможного попиту [3].

Отже, в основі становлення сучасної американської моделі фондового ринку – прагнення створити інституціональні передумови для досягнення таких структурних змін на фондових ринках та відповідних змін їх впливу на макроекономічні умови функціонування національного виробництва.

По-перше, поновлення провідної ролі довгострокових стратегій у їх конкурентній боротьбі із стратегіями «коротких продажів» і «високочастотної» торгівлі. Бо останні, як виявляється, роблять привабливими для професійних учасників ринку об'єктами торгівлі лише акції компаній із великою та дуже великою капіталізацією, що, зрозуміло, знижують ліквідність цінних паперів компаній малої капіталізації. Отже, перший напрям становлення сучасної американської моделі фондових ринків – інституційні зміни, що повернуть конкурентоспроможність агентам довгострокових інвестицій на фондових ринках.

По-друге, створення інституційних передумов для перетікання капіталу з ринку похідних фінансових інструментів (деривативів) до ринку первинних цінних паперів (акцій та облігацій корпорацій). Поважне видання визначає головну відмінність між первинними та вторинними (деривативами) цінними паперами на основі їх різної ролі для фінансування економічного розвитку: «Належне ціноутворення і попит на первинні цінні папери має важливе значення для фінансування корпорацій, яке, в свою чергу, призводить до економічного зростання та розширення сфери зайнятості. На відміну від цього, вторинні цінні папери або так звані "деривативи" містять усі види, що не емітовані корпораціями. Прикладами можуть бути ф'ючерси, опціони, біржові фонди (ETFs), закриті фонди, забезпечені боргові зобов'язання (CDO), забезпечені кредитні зобов'язання (CCH), іпотечні цінні папери та кредитні дефолтні свопи (CDS). Ринки похідних цінних паперів вимагають ретельного управління для врегулювання засобів й механізмів попередження і компенсації ризиків контрагентів, без чого неможливо уникнути ризику дефолту (як видно з досвіду кредитної кризи 2008-2009 рр, коли світ, можливо, ледве уник нової економічної депресії)» [4, р. 11]. Важливим висновком для політики регулювання інституціональних трансформацій фондових ринків США є необхідність створення свідомих противаг закономірному, з огляду на вищу дохідність операцій з похідними цінними паперами, руху капіталу з ринків первинних цінних паперів на ринки деривативів. При цьому «вища доходність» має розумітись, на думку багатьох західних дослідників (яку і ми повністю поділяємо), як «вища доходність за порівнянного ризику для інвестора». Проте слід розуміти, що аналогічні оцінки ризикованості операцій для інвестора не означають аналогічну оцінку ризику для ринку загалом. Саме торгівля деривативами створює ситуацію, коли сукупний (інтегральний) ризик для всіх учасників ринку значно переважає суму індивідуальних оцінок ризику. Саме таку ситуацію найкраще відбиває відомий вираз Д. Хаммаршельда «Саме тоді, коли всі ми уникаємо ризику, ми створюємо у світі гранично ризиковану ситуацію» [9, с. 3]. Отже, для торгівлі деривативами властиве суттєве переважання ризиків, що виникають для ринку загалом, над індивідуальними ризиками, що

враховують у своїх рішеннях індивідуальні інвестори. У результаті розширення частки торгівлі деривативами створює додаткові загрози і складнощі щодо узгодження оптимальних, з точки зору окремих інвесторів, рішень й пропорцій розподілу капіталу, необхідних для забезпечення достатньої стійкості ринку загалом. Тому другий провідний тренд формування сучасної американської моделі фондових ринків сформулюємо так, як вже було наведено нами вище: реформа інституціональної структури ринків має сприяти поверненню капіталу з торгівлі деривативами до операцій з первинними паперами.

Третій провідний напрям становлення сучасної американської моделі фондових ринків – відмова від принципу регулювання «один розмір «кроку ціни» підходить всім». Однаковий розмір цінового кроку, відповідно – однакові комісійні для професійних учасників ринку, виражені як відсоток від ціни акції, зміщують інтереси суб'єктів ринкової інфраструктури до торгівлі винятково пакетами цінних паперів компаній, що мають велику капіталізацію, а це позбавляє доступу до капіталу ті компанії, які відіграють дуже важливу роль у вирішенні таких суспільних завдань, як розширення зайнятості і пришвидшення економічного зростання. Так у відомій роботі, що суттєво сприяла поверненню уваги політиків до недоліків регуляторної бази функціонування фондових ринків США з другої половини 90-х, зазначається: «Торгівля цінними паперами компаній з великою капіталізацією структурно відрізняється від такої щодо компаній з малою капіталізацією, які до того ж є маловідомими. Цінні папери з великою капіталізацією за своєю природою є високоліквідними, а торговці ними отримують додатковий вигравш від так званого «мережевого ефекту» і так званого «симетричного» порядку виконання ринкових замовлень (у будь-який момент часу багато інвесторів хочуть купити акції і водночас багато інвесторів хочуть їх продати). Переважна більшість знань і стратегій інституційних інвесторів походить від торгівлі паперами компаній з великою і середньою капіталізацією. У результаті 2 мільярди доларів ринкової вартості представляють нині понад 93 % загальної вартості акцій лістингових компаній, але менше, ніж 20 % від їх кількості на фондових ринках. Навпаки, торгівля цінними паперами компаній невисокої капіталізації зумовлює так званий «асиметричний» порядок виконання ринкових замовлень, коли в будь-який момент часу, як правило, в наявності невеликий запас пропозиції, що взаємодіє з відчутно більшим обсягом попиту. Компанії, що мають великий запас ліквідності, зазвичай не стають бенефіціантами складних й динамічних досліджень закономірностей руху ринкової кон'юнктури та не так зацікавлені в поліпшенні якості функціонування ринкової інфраструктури, відповідно, мають менші стимули підтримувати наукові дослідження й аналітичну діяльність брокерсько-дилерської спільноти. Водночас для компаній з малою капіталізацією підтримання ліквідності своїх цінних паперів вимагає активізації аналітичних досліджень й залежить значною мірою від активності й якості функціонування ринкової інфраструктури. З цього випливає висновок для політики регулювання фондових ринків: враховуючи, що внутрішня природа ринків компаній з великим і малим запасом капіталізації радикально відрізняється, було б логічно, що ці ринки мають регулюватись дуже по-різному, зокрема стосовно кроку ціни, розмірів ринкових спредів та економічних стимулів для вторинної торгівлі. Фондові ринки, що регулюватимуться за принципом «один розмір підходить всім», зокрема щодо «кроку ціни» та стимулів для вторинної торгівлі, відставатимуть від тих ринків, які будуть оптимізовані окремо – для потреб компаній з великою і малою капіталізацією. Крім того, політики не повинні робити висновки за індексами, які відображають ситуацію, переважно щодо цінних паперів компаній з великими запасами ліквідності, наприклад, такі, як «S&P500», «FTSE100», «HangSeng», «Nikkei», «CAC40» або «DAX». Навіть так звані «Індекси компаній малої капіталізації», такі, як «Russell 2000» в Сполучених Штатах, часто спотворюють реальну ситуацію на ринку, враховуючи лише динаміку цінних паперів компаній, які мають капіталізацію, значно вищу медіанної, водночас абсолютно спотворюючи картину ринку цінних паперів компаній найменшої капіталізації. Але всі компанії починають з малого: з малих розмірів капіталізації та малої відомості на ринку, відповідно – низької ліквідності своїх цінних паперів» [4, р. 12].

Нарешті, четвертий провідний напрям інституціональних трансформацій процесу становлення сучасної американської моделі фондових ринків пов'язаний із інтеграцією інформаційного забезпечення функціонування як організованих ринків (бірж), так і альтернативних торговельних структур, зокрема так званих «темних пулів». Створення єдиного і прийнятного для всіх учасників ринку середовища взаємодії попиту і пропозиції надзвичайно ускладнюється суперечливістю потреб «традиційних» продавців й покупців, що функціонують на організованих ринках і учасників «темних пулів», зокрема компаній, що спеціалізуються на «високочастотній» торгівлі. «Замість забезпечення відкритої взаємодії розміщених на ринку замовлень різних інвесторів, оператори «темних пулів» спрямовують їх, в першу чергу, на взаємодію з внутрішніми замовленнями брокерських фірм, або належних таким брокерам HFT фірм (фірм високочастотної торгівлі). У результаті такого переспрямування замовлень інвесторів останні регулярно виявляються обіграними через виконання їх замовлення за штучно віддаленою ціною від оптимальної, на користь гравців, що представляють інтереси операторів «темних пулів». Зокрема, інтерналізація HFT-фірм до структур операторів торгівлі створила кошмарний сценарій для справжніх інвесторів. HFT-фірми можуть втрутитися до відображення на ринку умов замовлення, визначених лімітним ордером, хоча кожного разу – лише на частки цента, але достатньо багато разів, щоб позбавити

реальних інвесторів значної частини виграшу. Важливо не лише те, що інвестори втрачають торгові можливості, але й те, що цілісність публічних ринків і недоторканість справедливого ціноутворення руйнується. Стимулів для інвесторів показувати їх замовлення згідно з конкурентним рівнем ринкових котирувань насправді не існує. Швидше за все, ці замовлення використовуються проти самих інвесторів» [4, с. 20-21].

Оскільки поширення «темних пулів» позбавляє конкурентоспроможності та навіть мінімально необхідного рівня доходності операції з довгострокових інвестицій, серед актуальних напрямів подальшого реформування американської моделі фондових ринків – пошук альтернативних механізмів захисту учасників великих угод від несприятливих змін цін унаслідок впливу розкриття умов їх угоди на ринкову кон'юнктуру. Таку роль можуть виконувати механізми фіксації ціни угоди на рівні, що визначається до встановлення ринкової ціни з урахуванням реакції інших учасників на оприлюднення умов угоди, що укладається.

Висновки та перспективи подальших розвідок

1. Американська модель фондових ринків нині перебуває на етапі динамічних трансформацій, сутність яких може бути визначена як «компенсація негативних суспільних наслідків інституціональних трансформацій, що були спричинені прагненням подальшого зниження трансакційних витрат, захисту прав інвесторів шляхом стандартизації умов ціноутворення на різні фінансові активи, збільшення інтеграції торговельних структур, що обслуговують різні сегменти ринку капіталів».

2. Американська модель фінансування бізнесу, яка передбачає провідну роль фондового ринку в забезпеченні доступу підприємців до капіталу, забезпечує чудові результати, «коли ринки і фірми відносно більші, коли сильніші формальні інститути корпоративного управління, коли система правового захисту виконання контрактів сильніша і коли, як правило, інновації більш революційні» [10]. Американська модель фондового ринку, що заснована на домінуванні ринкових механізмів алокації капіталу, виявляє свої кращі аспекти через високу ефективність алокації ресурсів та надання учасникам торгівлі «оптимальної ціни» – тобто такої, що відображає не лише потреби та альтернативні можливості учасників угоди, а суспільну цінність тимчасово вільних грошових засобів та результати зіставлення суспільної ефективності їх використання в альтернативних сферах.

3. Прагнення мінімізації трансакційних витрат, стандартизації умов торгівлі (виявилось у поширенні сфери застосування принципу «один розмір цінового кроку» та комісійних, що підходять усім сегментам ринку), розширенні конкуренції (втїлилось у регулятивних актах, що змусили організовані (біржові) ринки конкурувати з електронними торговельними майданчиками, відповідно зробили їх сферою впливу «високочастотної торгівлі») спричинили негативні наслідки, зокрема витіснили із сфери первинної торгівлі невеликі компанії (з капіталізацією до 50 млн доларів) та зруйнували стимули професійних учасників ринку до вторинної торгівлі їх цінними паперами. У результаті суттєво погіршилась якість виконання вирішальної суспільної функції фондових ринків у США – надання компаніям (особливо – новим) доступу до капіталу шляхом набуття статусу публічності через процедуру IPO.

4. Урахування досвіду США в процесі формування інституціональної структури вітчизняного фондового ринку передбачає відмову від максимізації ролі будь-якого окремого критерію якості функціонування фондових ринків та їхньої інфраструктури. Так зниження трансакційних витрат часто суперечить специфічним потребам деяких груп компаній (зокрема нових та тих, що не мають високої капіталізації), позбавляючи їх доступу до капіталу і зумовлюючи негативні суспільні наслідки. Відповідно система показників для моніторингу суспільних результатів функціонування фондових ринків має будуватись з урахуванням широкого кола виважених пріоритетів, вага кожного з яких має встановлюватись відповідно до специфічних вимог сучасного періоду соціально-економічного розвитку та макроекономічної кон'юнктури.

Список літератури

1. Калина, А. В. Рынок ценных бумаг: теория и практика [Текст] : учебное пособие / А. В. Калина, В. В. Корнеев, А. А. Кошечев. – К. МАУП. 1999. – 286 с.
2. Клессенс, С. Фондові ринки у країнах з перехідною економікою [Текст] / С. Клессенс, С. Джанков, Д. Клінггелль // Матеріали міжнародної конференції «Україна. фінансовий сектор: нова стратегія реформ». – Київ. 2000. – 275 с.
3. The JOBS Act — next steps for success Public Policy Perspective [Electronic resource]. – Available at: www.GrantThornton.com
4. Weild, D. Making Stock Markets Work to Support Economic Growth: Implications for Governments, Regulators, Stock Exchanges, Corporate Issuers and their Investors / D. Weild, E. Kim, L. Newport // OECD Corporate Governance Working Papers, No. 10, 2013. OECD Publishing. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://dx.doi.org/10.1787/5k43m4p6ccs3-en>.
5. Weild, D. Market structure is causing the IPO crisis – and more [Text] / D. Weild, E. Kim // Capital Markets Series, Grant Thornton LLP, [Електронний ресурс]. – Режим доступу:

-
- www.gt.com/staticfiles/GTCom/Public%20companies%20and%20capital%20markets/Files/IPO%20crisis%20-%20June%202010%20-%20FINAL.pdf.
6. Weild, D. Why are IPOs in the ICU? [Electronic resource] / D. Weild, E. Kim // Grant Thornton LLP. – Available at: www.gt.com/staticfiles/GTCom/files/GT%20Thinking/IPO%20white%20paper/Why%20are%20IPOs%20in%20the%20ICU_11_19.pdf.
 7. Weild, D. A wake-up call for America [Electronic resource] / D. Weild, E. Kim // Capital Markets Series, Grant Thornton LLP, http://www.gt.com/staticfiles/GTCom/Public%20companies%20and%20capital%20markets/gt_wakeup_call.pdf.
 8. [Electronic resource]. – Available at: <http://www.sec.gov/rules/other/34-38156.txt>.
 9. Доклад о развитии человека 2013: Возвышение Юга: человеческий прогресс в многообразном мире / Пер. с англ.; ПРООН. – М., Издательство «Весь Мир», 2013. – 205 с.
 10. The Transformation of the European financial system [Text] / edited by Vítor Gaspar, Philipp Hartmann, Olaf Sleijpen. Second ECB Central Banking Conference. October 2002, Frankfurt, Germany. 334 p.

References

1. Kalina, A. V., Korneev, V. V., Koshcheev, A. A. (1999). Securities market: Theory and Practice: A Training Manual. Kyiv: AIDP.
2. Claessens, S., Dzhankoy, S., Klinhebel, D. (2000). Stock markets in emerging economies: Proceedings of the International Conference "Ukraine. Financial sector: a new reform strategy. Kyiv.
3. The JOBS Act — next steps for success Public Policy Perspective May 2012. www.GrantThornton.com.
4. Weild, D., E. Kim, Newport, L. (2013). 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, 2013. OECD Publishing. Retrieved from: <http://dx.doi.org/10.1787/5k43m4p6ccs3-en>.
5. Weild, D. and Kim, E. (2010). Market structure is causing the IPO crisis — and more. Capital Markets Series. Retrieved from: www.gt.com/staticfiles/GTCom/Public%20companies%20and%20capital%20markets/Files/IPO%20crisis%20-%20June%202010%20-%20FINAL.pdf.
6. Weild, D. & Kim, E. (2008). Why are IPOs in the ICU? Retrieved from: www.gt.com/staticfiles/GTCom/files/GT%20Thinking/IPO%20white%20paper/Why%20are%20IPOs%20in%20the%20ICU_11_19.pdf.
7. Weild, D. Kim, E. (2009). A wake-up call for America. Retrieved from: http://www.gt.com/staticfiles/GTCom/Public%20companies%20and%20capital%20markets/gt_wakeup_call.pdf.
8. (2015). Retrieved from: <http://www.sec.gov/rules/other/34-38156.txt>.
9. Human Development Report 2013: The Rise of the South: Human Progress in a Diverse World. (2014). Retrieved from: <http://hdr.undp.org/en/2013-report>.
10. Gaspar, V., Hartmann, P., Sleijpen O. (2002). The Transformation of the European financial system. Frankfurt.

Стаття надійшла до редакції 06.10.2015 р.