

Зарубіжний досвід

УДК 336.761

К.С. Калинець

Аналіз світового досвіду організації фондової біржі в контексті можливостей його використання в Україні

Визначено світові моделі організації фінансового ринку, подано їх коротку характеристику. На основі цих моделей проаналізовано досвід організації фондових бірж у США, Німеччині, Франції та Польщі. З'ясовано основні характерні особливості розвитку біржової торгівлі в цих країнах, а саме: структуру органів державного регулювання, діяльність саморегулювальних організацій, депозитарно-клірингову систему, систему зарахування взаємних вимог та зобов'язань, значення та структуру професійних учасників фондової біржі. Водночас проаналізовано динаміку абсолютної капіталізації фондових бірж у досліджуваних країнах, визначено її тенденції та проблеми.

Ключові слова: фондова біржа, капіталізація, динаміка розвитку, ефективність.

Фінансовий ринок посідає важливе місце в розвитку національної економіки, оскільки за його допомогою відбуваються процеси акумулювання та трансформації тимчасово вільних коштів від одних економічних суб'єктів до інших, активізується розподіл фінансових ресурсів між різними сферами економіки, в результаті чого забезпечується макроекономічна стабілізація. Важливе значення на цьому ринку займає фондова біржа, діяльність якої передбачає організацію укладання угод із купівлі-продажу цінних паперів та їх похідних. У порівнянні із країнами з розвинутою ринковою економікою, діяльність фондових бірж України є недостатньо ефективною. Так, капіталізація фондових бірж України у 2008 р. становила лише 24,5 млрд. дол. США, у той час як у США – 13 896 млрд. дол. США, в Німеччині – 1 153 млрд. дол. США, в Франції – 1 109 млрд. дол. США, в Польщі – 98,74 млрд. дол. США [1; 2]. Такий низький рівень розвитку фондових бірж України зумовлений особливостями становлення ринку цінних паперів у країні, його роздробленістю та неупорядкованістю. Від часу заснування на фондових біржах не відбувалося якісних зрушень, і через це вони не виконують властивих їм функцій щодо залучення, перерозподілу капіталу та його спрямування у реальний сектор. У цих умовах особливо актуальними є питання щодо визначення напрямків розвитку фондових бірж у зарубіжних країнах та можливостей застосування світового досвіду для побудови ефективної біржової системи в Україні.

Дослідження світового досвіду організації фондової біржі є темою досліджень значного кола зарубіжних і вітчизняних науковців. Зарубіжні вчені-економісти (Роберт Л. Сміт, Р. Глен Хаббард, П. Хартман, І. Хісан та інші) у своїх працях досліджували міжнародні тенденції розвитку фондових бірж, основні чинники законодавчого та регулятивного впливу на ефективність біржової торгівлі в різних країнах світу. Дослідженню закордонного досвіду щодо побудови ефективної фондової біржі в сучасних умовах економічного розвитку та можливостей його застосування в Україні присвячені праці українських науковців – І. Вороніна, Б. Рубцова, А. Грищенко, В. Корнева, О. Мозкового, М. Козоріз та інших.

© К.С. Калинець, 2009.

Однак світовий досвід організації фондової біржі досліджено недостатньо. Детальнішого аналізу потребують питання щодо визначення основних моделей організації біржової торгівлі, їх адаптації до особливостей економічного розвитку в Україні.

Метою статті є аналіз світового досвіду функціонування фондової біржі для визначення основних моделей її організації, обґрунтування основних чинників впливу на тенденції розвитку біржової торгівлі, оцінка можливостей використання зарубіжного досвіду біржової торгівлі в Україні.

Нині існує дві основні моделі фінансового ринку: 1) банкоцентрична – орієнтована на банки і притаманна країнам континентальної Європи та Японії; 2) фондова – орієнтована на фондові біржі і притаманна Сполученим Штатам Америки, Англії та Австралії [3, с. 7].

Банкоцентрична модель фінансового ринку передбачає необхідність існування фондової біржі, але основним фінансовим посередником інвестиційної діяльності є банки, які можуть поєднувати звичайні банківські операції з операціями на фондовій біржі. Фондова модель фінансового ринку передбачає необхідність існування фондової біржі як основного фінансового посередника між кредиторами та позичальниками. Традиційним банкам забороняється проведення інвестиційної діяльності, цю діяльність проводять спеціалізовані інвестиційні банки.

Отже, за фондової моделі фінансового ринку визначне місце належить фондовій біржі. В той же час, банкоцентрична модель також передбачає необхідність існування фондової біржі як важливого елемента банківської взаємодії, але в значно меншій мірі.

Зазначимо, що на початку 80-х рр. ХХ ст. спостерігалася тенденція до об'єднання обох моделей фінансового ринку, що зумовлено глобалізацією світових економічних процесів та зростанням конкуренції між ринками капіталу різних країн. Так, у країнах континентальної Європи значення і обсяги фондового ринку безперервно зростають. США, навпаки, вживають заходи щодо розширення банківського сектора [3, с. 9]. В результаті цього виникла нова змішана модель організації фінансового ринку.

Зважаючи на проголошення Україною курсу на європейську інтеграцію [4], вітчизняний фінансовий ринок та його інфраструктура не можуть розвиватися ізольовано від європейського досвіду і світових тенденції трансформації ринків капіталу. Однак фондовий ринок Європейського Союзу (ЄС) розвивався у кожній окремій країні за власними законами та правилами, які відрізнялися між собою. Це перешкоджало формуванню економічного простору для створення єдиного фондового ринку ЄС. Тому, згідно з правилами Європейського Союзу щодо забезпечення фінансового ринку, у його країнах прийнятним є принцип превалювання національного законодавства. Виходячи з цього, розвиток фондового ринку України повинен орієнтуватися на досвід європейських країн із врахуванням національних особливостей та власного законодавства.

Водночас досвід організації фондової біржі в США також є надзвичайно важливим. Це пояснюється тим, що фондовий ринок Америки – наймасштабніший у світі, його частка у світовій капіталізації коливається від третини до половини сукупної курсової вартості цінних паперів [5]. Для України досвід США щодо організації біржової торгівлі є можливим для запозичення, оскільки він визначає значення жорсткого державного регулювання у створенні ліквідного та прозо-

рого фондового ринку. Біржова торгівля США є яскравим прикладом фондової моделі організації фінансового ринку. Вона створювалася упродовж тривалого періоду. Теперішній стан її розвитку ґрунтується на складній системі державного регулювання та контролю, яка є наслідком складних перетворень та реформ економіки країни.

Після економічної кризи 30-тих рр. ХХ ст. у США було сформовано дворівневу систему регулювання фондового ринку. Перший рівень – це органи державного регулювання (Комісія з цінних паперів і бірж та спеціальні органи регулювання у штатах). Другий рівень – саморегульовані організації професійних учасників ринку цінних паперів, тобто фондові біржі. Така система регулювання фондового ринку стала прикладом для усіх країн світу.

Створення спеціального органу контролю державного регулювання діяльності фондової біржі в США на першому рівні системи регулювання – Комісії з цінних паперів та бірж (Securities and Exchange Commission (SEC)) – узаконювало діяльність учасників біржової торгівлі. Керівництву SEC підпорядковувався весь фондовий ринок США.

Водночас із метою врегулювання угод, що укладаються на фондових біржах, а також забезпечення прозорості розрахунків між учасниками цих угод законодавство США утворило розмежовану депозитарно-клірингову систему обліку прав власності, яка передбачає існування значної кількості реєстраторів та депозитаріїв.

Загалом, організація фондової біржі США до 1999 р. характеризувалася тим, що на ній функціонували професійні учасники, які мали обмеження на суміщення діяльності. Це означає, що нове законодавство в сфері регулювання фондового ринку надавало право банкам здійснювати лише діяльність на ринку державних цінних паперів, гарантувати розміщення муніципальних облігацій, забезпечених безумовною гарантією місцевої влади, та укладати угоди з ними. Натомість на фондовому ринку активно функціонували спеціалізовані інвестиційні банки.

Нинішній етап економічного розвитку фондових бірж США характеризується тенденцією до пом'якшення державного регулювання ринку цінних паперів. На зміну фондовій моделі приходить змішана. Ця трансформація найяскравіше виражена у зміні банківського законодавства. Так, у 1999 р. було прийнято ряд поправок до Закону «Про банки», що пом'якшувало обмеження щодо здійснення операцій комерційних банків на фондовому ринку. Зокрема, банкам дозволялося вкладати кошти в ЦП фінансових компаній, а також здійснювати андеррайтинг та гарантувати випуск ЦП. Тобто американські банки реформувалися в універсальні фінансові установи. Одночасно спостерігається централізація депозитарно-клірингової діяльності, що також свідчить про зміну моделі організації фінансового ринку. Так, дані про угоди, укладені на трьох найбільших фондових біржах США, надходять в єдину клірингову палату – National Securities Clearing Corporation (NSCC).

Другий рівень регулювання фондового ринку США здійснюють фондові біржі. Нині в США діє сім фондових бірж (на початку ХХ ст. їх було близько 200, а в 1931 р. – 38). Основні з них – це Нью-Йоркська фондова біржа (New York Stock Exchange – NYSE) та Американська фондова біржа (American Stock Exchange – American Exchange). Решта п'ять бірж є регіональними: Бостонська, Філадельфійська, Чиказька, Національна і NASDAQ (Автоматизована система

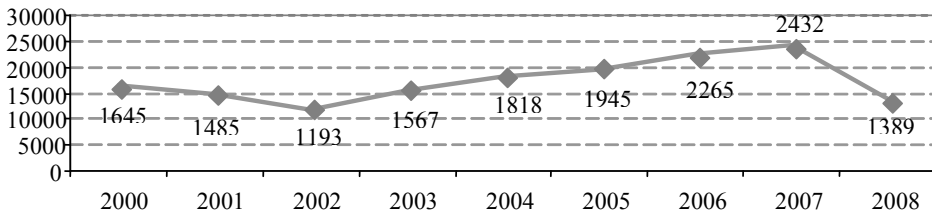


Рис. 1. Абсолютна капіталізація фондових бірж США, млрд. дол. США

котирування Національної системи фондових ринків – National Association of Securities Deals Automated Quotation). Для ефективної та налагодженої біржової торгівлі на фондових біржах встановлюються спеціальні внутрішньбіржові постанови, які мають загальнообов'язковий характер виконання.

Нині фондовий ринок США є найбільшим у світі. Його абсолютна капіталізація на кінець 2007 р. становила 524320 млрд. дол. США (рис. 1). Це становить приблизно 55% від сукупної капіталізації фондового ринку [6]. У 2000–2002 рр. спостерігалось зниження абсолютної капіталізації фондових бірж США на 27,5% (із 16450 млрд. дол. США до 11931 млрд. дол. США відповідно). Із 2002 до 2007 р. абсолютна капіталізація фондових бірж США зростає удвічі (із 11931 млрд. дол. США у 2002 р. до 24320 млрд. дол. США у 2007 р.). За цей період щорічні темпи зростання капіталізації становили приблизно 20% (рис. 1).

Аналіз рисунка 1 засвідчує, що у 2008 р. спостерігається тенденція до зниження усіх показників ефективності функціонування фондових бірж США. Причиною такого спаду є економічна криза, яка розпочалася у лютому 2007 р. Більшість експертів причинами цієї кризи називає проблеми в американській економіці, що виникли внаслідок різкого скорочення заощаджень, зростання дешевих кредитів, неадекватного споживання та формування так званої бульбашки на ринку ризикових іпотечних цінних паперів [9].

На наш погляд, передумовою виникнення такого передкризового стану послужила глобалізація світового фінансового ринку, на якому США отримала статус так званого міжнародного банку. В результаті цього в країні відбувалося акумулювання світових заощаджень, що спричинило перевищення споживання виробничих благ над їх виробництвом. Тому у 2006 р. дефіцит поточного бюджету США досягнув 6,2% ВВП [9]. Фінансові ринки заохочували споживачів брати позики на пільгових умовах та пропонували прибуткові фінансові інструменти. Державні органи регулювання цьому лише сприяли. В результаті, починаючи вже із 1980 р., регулятивні механізми втрачали свою компетентність аж до її фактичного зникнення. Основною причиною втрати державного контролю за фінансовою системою було те, що влада через незначеність оцінки ризику на кредитному ринку країни повністю покладалася на методи ризик-менеджменту, використовувані банківськими установами. Таким чином, відбулася поступова втрата основної функції контролю органів державної влади США за фінансовою системою. За оцінками експерта Вашингтонського Інституту Катона, директора Інституту економічного аналізу у Москві Андрія Іларіонова, стан фінансової системи США був настільки критичним, що основне питання полягало не в тому, чи виникне криза, а коли саме вона виникне. Міжнародні інтеграційні процеси надавали кризі фінансового ринку США глобального характеру.

Внаслідок фінансової кризи в США спостерігається зниження ефективності біржової торгівлі. Так, абсолютна капіталізація фондових бірж у 2008 р. знизилася на 43%, порівняно із 2007 р. (з 24 320 млрд. дол. США до 13 896 млрд. дол. США). За даним показником, діяльність фондових бірж США майже сягнула рівня 2002 р. Відповідно до загальної тенденції, знизилася відносна капіталізація американських фондових бірж на 33,56% (з 146% у 2007 р. до 97% у 2008 р.). Тобто за цим показником діяльність фондових бірж США у 2008 р. оцінюється як не-ефективна. Три відсотки залученого капіталу було вилучено із біржової торгівлі. Середнє значення біржових індексів фондових бірж США у 2008 р. знизилося на 41% порівняно із 2007 р. [2].

Як бачимо, аналіз організації фондових бірж США відображає домінуючу роль органів державного моніторингу у створенні ліквідного та ефективного фондового ринку. Втрата такого контролю супроводжується значним зниженням динаміки біржової торгівлі та виникненням світових фінансових криз. Це невіправно впливає на фінансову систему не лише США, а й інших країн світу. Тому для подолання теперішнього спаду світового економічного розвитку необхідно, в першу чергу, відновити домінуючу роль держави в контролі за діяльністю усіх сфер життєдіяльності суспільства.

Використовуючи досвід США в Україні, варто врахувати важливість державного регулювання, оскільки нині вітчизняний ринок є малорегульованим. Надзвичайно велика кількість законодавчих норм, що регламентують роботу фондових бірж (близько 100 законодавчих актів), не вирішує проблем щодо прозорості та ефективності біржових операцій. Головна проблема вітчизняного ринку цінних паперів полягає у відсутності єдиного органу його регулювання. Так, регулятивні функції розподілені між різними міністерствами і відомствами. Тому, подібно до організації Комісії з цінних паперів і бірж у США, українським законодавством потрібно передбачити створення єдиного органу державного регулювання фондового ринку.

Банкоцентрична модель організації фінансового ринку найбільш чітко виражена у побудові фондового ринку Федеральної Республіки Німеччина (ФРН), оскільки особливістю її фінансової системи є абсолютне домінування банків в активах країни. Так, у 2007 р. частка банківських установ, як посередників біржової торгівлі Німеччини, становила 72%, страхові компанії займали 17%, і лише 11% припадало на інших фінансових посередників (в основному це інвестиційні фонди) [2]. В той же час у країні налічувалося 2400 банків. Щільність банківської інфраструктури ФРН є найвищою в Європі, адже на одне банківське відділення нараховується 1720 осіб із загальної чисельності населення країни. Понад 55% всіх банків Німеччини є кредитними кооперативами. Переважна їх частина – це дрібні фінансові установи з балансом, нижчим від 250 млн. євро [8].

Масштаби фондового ринку Німеччини порівняно із США є незначними. Це пояснюється пріоритетним значенням банків в економіці країни, адже вони задовольняють основну частину потреби великих компаній в позиковому довгостроковому капіталі. Тому з метою розвитку фінансового ринку країни у 1990-тих рр. було визначено загальнонаціональну стратегію «Фінансовий майданчик країни», внаслідок якої Німеччина помітно підвищила показники розвитку фондового ринку порівняно з іншими європейськими країнами. Для України досвід ФРН є надзвичайно важливим, оскільки в нас склалася подібна ситуація домінування

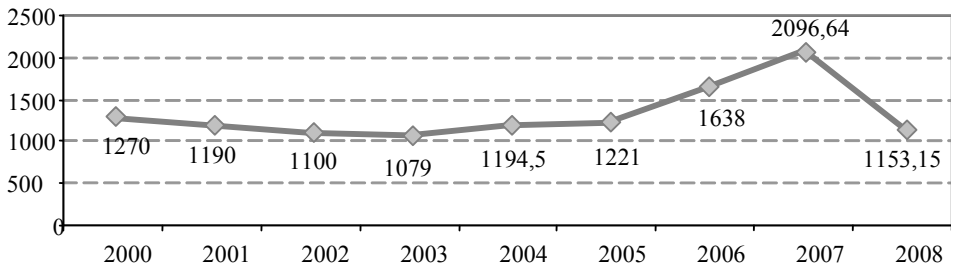


Рис. 2. Абсолютна капіталізація фондових бірж ФРН, млрд. дол. США

банківських установ у фінансовій системі. Аналіз досвіду німецького фондового ринку дозволить врахувати позитивні сторони для активізації біржової торгівлі в Україні. Отже, регулювання фондового ринку ФРН децентралізоване. У квітні 2002 р. в Німеччині був створений єдиний орган регулювання діяльності банків, страхових компаній та ринків ЦП – Федеральна служба з регулювання фінансових ринків (BaFin). Створення такого наглядового органу обумовлювалося стрімким розвитком фондового ринку та розширенням діяльності фінансових інститутів на ньому. BaFin була наділена значними повноваженнями з моніторингу ринку

У ФРН нині існує вісім фондових бірж: у Франкфурті, Дюссельдорфі, Мюнхені, Гамбурзі, Берліні, Штутгарті, Ганновері та Бремені. Найбільшою фондовою біржею ФРН є біржа в Франкфурті (Німецька фондова біржа), яка обслуговує 86% всього німецького біржового обігу ЦП.

В сучасному вигляді Німецька фондова біржа існує з 1 січня 1993 р. Її організаційна структура є особливою та не подібною ні на одну біржу світу. Це пояснюється тим, що за формою організації вона створена як суспільна установа. Біржа є акціонерним товариством, 81% акцій якого (до 2001 р.) належало банківським установам, 10% – регіональним біржам і 9% – маклерам. В 2001 р. акціонери Німецької фондової біржі прийняли рішення про її перетворення в акціонерне товариство з публічним продажем акцій. Нині за капіталізацією (майже 5 млрд. євро в 2005 р.) вона належить до двадцяти найбільших німецьких компаній.

У ФРН всі угоди з ЦП реалізуються через депозитарно-клірингову систему – Clearstream Banking, єдиним власником якого є Німецька фондова біржа. Система виконання усіх угод на німецьких біржах повністю комп'ютеризована. Усі ЦП, з якими укладаються угоди (за винятком іменних акцій, акцій неофіційного ринку та окремих облігацій), зберігаються у центральному депозитарії. Значна частина усіх випусків оформлена глобальним сертифікатом, тобто нині значна частка німецьких акцій є безготівковими. Поставка ЦП здійснюється шляхом записів на рахунках депо.

Діяльність фондових бірж Німеччини є помірно динамічною. Так, показник абсолютної капіталізації фондових бірж країни відповідає доволі високому рівневі (рис. 2). Впродовж 2000–2005 рр. спостерігалася стабільна ситуація на фондовому ринку ФРН, адже сума залучених біржами коштів була майже незмінна. Однак, починаючи із 2005 до 2007 рр., спостерігається значне підвищення ефективності біржової торгівлі. Сума залучених біржею коштів підвищилася на 71,7% (із 1221 млрд. дол. США у 2005 р. до 2096,64 млрд. дол. США у 2007 р.). Однак світова економічна криза спричинила спад біржової торгівлі у 2008 р. на 45%, що повернуло фондовий ринок Німеччини на п'ять років назад [2; 6–8].

В цілому, організація фондової біржі Німеччини ґрунтується на помірному державному контролі, в основу якого закладено принцип регулювання. Важливу роль на фондовій біржі виконують банки, як посередники біржової торгівлі.

Нині існує значна кількість фінансових систем, в основі організації яких закладено змішану модель фінансового ринку. Так, прикладом змішаної моделі організації фінансового ринку є біржова система Франції. За капіталізацією акцій Франція займає четверте місце в світі, а за облігаційною заборгованістю – п'яте. Нині показник відносної капіталізації країни становить 105%, хоча на початку 1990-х рр. він був у чотири рази нижчим і становив 26% [10]. Тобто впродовж 15 років французький фондовий ринок розвивався надзвичайно швидкими темпами. Це дозволило країні зайняти важливе місце в процесах світового обігу капіталу. Через це досвід Франції щодо побудови ефективної системи організації фондової біржі є особливо важливим для країн, ринки яких формуються. На основі французької моделі організації фінансового ринку було побудовано біржову систему Польщі, Угорщини, Чехії та ін. Тому аналіз біржової торгівлі Франції має особливе значення для України в контексті можливостей його використання для побудови ефективної біржової торгівлі.

Провідні позиції на ринку капіталів займає Париж. Тут сконцентрована вся торговельна інфраструктура французького ринку цінних паперів та органи його регулювання.

Система організації біржової торгівлі Франції ґрунтується на значній кількості нормативно-правових актів, які впроваджувалися на різних етапах розвитку фондових бірж країни. Тому, на відміну від законодавчої системи США та ФРН, у Франції важко виокремити окремі елементи законодавчого регулювання. Основними законами, які регулюють сучасний фондовий ринок Франції є Закон про реформу біржового ринку та Закон про модернізацію на ринку фінансових послуг, які були прийняті у 1980-х рр. Ці закони дозволили реформувати фондовий ринок країни згідно з директивами Європейського Союзу. З цього часу банки отримали право прямого допуску до операцій з ЦП на фондовій біржі. Відповідно до нового законодавства була сформована сучасна система зарахування взаємних вимог і зобов'язань. У 1983 р. всі ЦП країни було переведено у бездокументарну форму через записи на рахунках в електронних депозитаріях уповноважених фінансових установ, які мають відкриті рахунки в Центральному депозитарії Франції, власником якого є банки та компанії з цінних паперів. Кінцеве врегулювання операцій з ЦП здійснюється шляхом записів у Центральному депозитарії та перерахунком коштів на рахунках у Банку Франції.

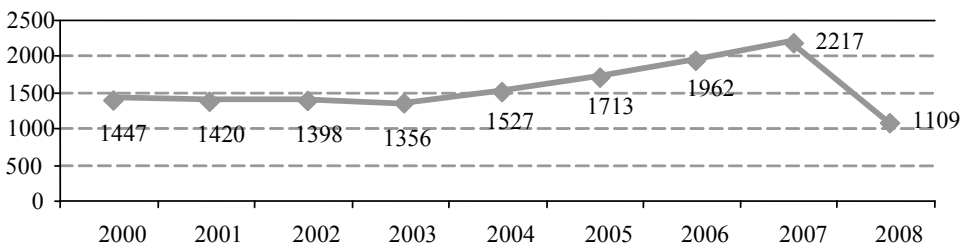


Рис. 3. Абсолютна капіталізація Паризької фондової біржі, млрд. дол. США

Французька національна біржова система є централізованою. Головним організатором торгівлі в країні є Паризька фондова біржа. На ній здійснюється електронна торгівля ЦП. Інші шість фондових бірж – у Ліоні, Бордо, Марселі, Ліллі, Нанті та Нанці – регіональні. Регіональні біржі працюють з емітентами (отримання проспектів емісії, перевірка відповідності вимог лістингу, корпоративні дії: спліти, виплата дивідендів тощо). Загалом, французькі фондові біржі є публічними компаніями. Їх акції належать банкам, страховим компаніям та іншим вітчизняним та іноземними фінансовим установам.

Динаміка біржової торгівлі Франції свідчить про значний потенціал економічного зростання фондового ринку в країні (рис. 3). Так, у період із 2003 по 2007 р. сума залучених на ринку коштів зросла на 63% (із 1 356 млрд. дол. США до 2 217 млрд. дол. США). Однак у 2008 р. під впливом світової економічної кризи абсолютна капіталізація фондових бірж Франції знизилася на 50% і досягла найнижчого значення за останні десять років [2; 6–8].

Отже, фондовий ринок Франції ґрунтується на загальних положеннях, властивих для Європейського співтовариства. Відповідно до цих положень створено перспективну та добре розвинену біржову торгівлю. Головною перешкодою розвитку фондових бірж у Франції стала масштабна економічна криза 2008 р., яка спричинила скорочення фінансових активів на біржі майже наполовину. Проте французький фондовий ринок має значний потенціал розвитку у майбутньому, про що говорить докризове зростання біржового індексу.

Серед країн – членів ЄС розвиток біржової торгівлі Франції є не менш важливим для України. Однак досвід Польщі – це першочерговий приклад, оскільки спільною умовою виникнення фондових бірж як у Польщі, так і в Україні послужив розпад соціалістичної системи (90-ті рр.). За відносно короткий час, на відміну від розвинених країн, тут потрібно було приватизувати тисячі підприємств, провести радикальне реформування економіки та її ринкову трансформацію. В усьому іншому – масштаби, режими функціонування та темпи розвитку фондових бірж у Польщі та Україні мали розбіжності.

Розвиток фондового ринку в Польщі започатковано ще з 1817 р. Однак, після Другої світової війни та запровадження соціалістичної системи господарювання діяльність фондових бірж припинилася. Єдиним джерелом фінансування промислового сектора став банківський кредит, який надавався на підставі рішень, прийнятих центральними плановими органами. Однак у 1991 р. діяльність біржової торгівлі в Польщі було відновлено. Зокрема, приватизація підприємств окремих галузей супроводжувалася публічним первинним розміщенням акцій на фондовій біржі. Водночас було створено спеціальний наглядовий орган – Комісію з цінних паперів і бірж [3, с. 43].

Характерною особливістю розвитку фондових бірж Польщі є використання налагодженої системи розвитку фондових бірж, заснованої на англосаксонській моделі (зокрема на основі біржі цінних паперів у Франції). Ця модель передбачає функціонування фондових бірж в умовах помірного державного регулювання та залучення банків до організації біржової торгівлі.

Важливим чинником успішної роботи фондового ринку Польщі є належне його нормативно-правове забезпечення, прийняте у відповідності до нормативів ЄС. Завдяки цьому біржовий ринок Польщі динамічно розвивається. Його основним показником є Біржа цінних паперів у Варшаві (БЦПВ), яка була заснована 16 квітня 1991 р. [11, с. 15].

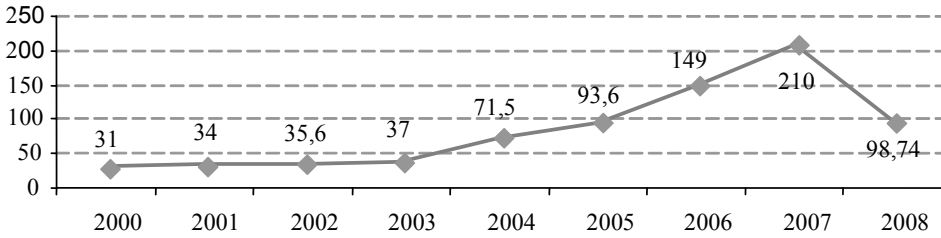


Рис. 4. Абсолютна капіталізація фондової біржі Польщі, млрд. дол. США

Внаслідок правильної організації біржової торгівлі Польщі фондовий ринок країни динамічно розвивається. Хоча впродовж 2000–2003 рр. спостерігалось незначна активність інвесторів на фондовій біржі, адже сума залучених коштів, за цей період зросла лише на 19% (з 31 млрд. дол. США у 2000 р. до 37 млрд. дол. у 2003 р.). Однак у 2003-2007 роках абсолютна капіталізація БЦПВ зросла у 5,6 разу (з 37 млрд. дол. США у 2003 до 210 млрд. дол. США у 2007 р.). Це свідчить про зростання довіри інвесторів до біржової торгівлі в країні. Світова економічна криза 2008 р. негативно вплинула на динаміку абсолютної капіталізації БЦПВ, обсяги залучених біржею коштів знизилися на 55% (з 210 млрд. дол. США у 2007 р. до 98,74 млрд. дол. США у 2008 р.) (рис. 4) [2; 6–8]. Таке значне зниження ефективності фондової біржі характерне для ринків, що формуються. Адже незначний рівень довіри інвесторів до операцій з ЦП має здатність швидко змінюватися недовірою, навіть за відсутності для цього об'єктивних причин.

Отже, завдяки налагодженій та змістовній державній політиці, вдалому вибору моделі формування фондового ринку і чіткому її дотриманню, фондові біржі Польщі розвиваються систематизовано та динамічно.

Аналіз світового досвіду організації фондової біржі на прикладі США, Німеччини, Франції та Польщі дозволяє стверджувати, що кожна країна має власний шлях розвитку фондового ринку. Спільним для усіх країн є те, що в основі підвищення ефективності діяльності їх фондових бірж закладено принцип превалювання національного законодавства, яке враховує національні особливості населення країни. Спільним невід'ємним елементом для успішної біржової торгівлі усіх країн є правильний вибір стратегії економічного зростання і чітке дотримання цієї стратегії. Саме тому нинішній стан розвитку фондових бірж України потребує у першу чергу єдиної національної програми економічного зростання. Ця програма повинна враховувати досвід інших країн, однак пріоритетним у ній має залишатися національний інтерес.

Список використаних джерел

1. Річний звіт ПФТС за 2008 рік. – [Електрон. ресурс]. – Режим доступу : www.pfts.com.
2. 2008 Market Highlights. – [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: www.world.exchange.org.
3. Питання функціонування та вдосконалення інфраструктури фондового ринку України: Інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. М. М. Шаповалової та Н. І. Гребенюк. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 132 с.

4. Указ президента України «Про затвердження Стратегії інтеграції України до Європейського Союзу» від 11.06.1998 р. №615/98. – [Електрон. ресурс]. – Режим доступу : [http// www.zakon.rada.gov.ua](http://www.zakon.rada.gov.ua).
5. Exchange Traded Funds: Listing & Distribution as of Feb. 2008. [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: www.world.exchange.org.
6. 2007 Market Highlights. – [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: www.world.exchange.org
7. 2006 Market Highlights. – [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: www.world.exchange.org
8. 2005 Market Highlights. – [Електрон. ресурс]. – Режим доступу: www.world.exchange.org
9. Кушнірук Б. Глобальна фінансова криза: світ стає іншим. Інформаційне агентство «Уніан» [Електрон. ресурс] / Б. Кушнірук. – Режим доступу: <http://unian.net>.
10. Рубцов Б. Современные фондовые рынки : [учебное пособие для вузов] / Б. Рубцов. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.;
11. Еволюція банківської системи Польщі / за ред. М. Жуковського. – Люблін : Ун-т Марії Кюрі-Скłodовської, 2006. – 335 с.

Кальнець Е.С. Аналіз мирового опыта организации фондовой биржи в контексте возможностей его использования в Украине.

Определены мировые модели организации финансового рынка, подана их краткая характеристика. На основе этих моделей проанализирован опыт организации фондовых бирж в США, Германии, Франции и Польше. Выявлены основные характерные особенности развития биржевой торговли в этих странах, а именно: структура органов государственной регуляции, деятельность саморегулируемых организаций, депозитарно-клиринговая система, система зачисления взаимных требований и обязательств, значение и структура профессиональных участников фондовой биржи. В то же время проанализирована динамика абсолютной капитализации фондовых бирж в исследуемых странах, определены ее тенденции и проблемы.

Ключевые слова: фондовая биржа, капитализация, динамика развития, эффективность.

Kalynets K.S. Analysis of World Experience of Organization of Stock Exchange in the Context of Possibilities of its Use in Ukraine.

World models of organization of financial market and their short characteristics have been presented. On the basis of these models the experience of stock exchanges organization in the USA, Germany, France and Poland has been analyzed. The basic characteristic features of development of exchange trade in these countries, namely: structure of organs of government control, activity of stocks exchanges, depositary-clearing system, system of implementation of mutual requirements and obligations, value and structure of professional participants of stock exchange have been elucidated. The dynamics of absolute capitalization of stock exchange has been at the same time analysed in the probed countries, its tendencies and problems have been determined.

Key words: stock exchange, capitalization, dynamics of development, efficiency.

Надійшло 17.09.2009 р.