

## Інфраструктура фінансового ринку України: стан та перспективи розвитку

Вплив фінансових технологій, який особливо відчутний саме в функціонуванні інститутів інфраструктури, здатний докорінно змінити саму концепцію функціонування фінансового ринку. В зв'язку з цим метою статті є системний аналіз сучасного стану інфраструктури фінансового ринку України та обґрунтування перспектив її подальшого розвитку. Опіраючись на міжнародний досвід, систематизовано інститути, що в сукупності представляють собою інфраструктуру фінансового ринку України. Визначено, що в Україні наразі створені та функціонують всі базові елементи інфраструктури та за інституційною побудовою вони відповідають міжнародним вимогам, що закладені в «Принципах інфраструктури фінансового ринку» і забезпечують функціонування системи фінансових інститутів та створюють умови для проведення операцій з фінансовими інструментами. Платіжна система представлена як державними, так і приватними учасниками та має багаторівневу структуру участі. Депозитарна система має вертикальну будову в центрі якої знаходиться Національний депозитарій України, при цьому окремі функції залишаються за Національним банком України. Клірингова система представлена Розрахунковим центром з обслуговування договорів на фінансовому ринку. Наразі продовжується консолідація фондових бірж, основна частина операцій проводиться на двох фондових біржах, а отже є тенденція до подальшого укрупнення організаторів торгів. Функціонують торговці цінними паперами, важлива роль серед них належить потужним банкам; майже 300 учасників фондового ринку є компаніями з управління активами, створено і починає функціонувати авторизований провайдер інформаційних послуг на фондовому ринку. Виявлено, що не зважаючи на наявність такого переліку інститутів в Україні наразі відсутнє концептуальне бачення розвитку інфраструктури та не визначена модель, за якою вона повинна розвиватись, Обґрунтовано, що інфраструктура фінансового ринку України має значно більше аргументів на користь формування горизонтальної «депозитарної» моделі.

**Ключові слова:** платіжна система, депозитарна система, депозитарій, кліринг, банківські установи, фондова біржа, центральний контрагент.

DOI [https://doi.org/10.33146/2307-9878-2019-4\(86\)-63-69](https://doi.org/10.33146/2307-9878-2019-4(86)-63-69)

## Infrastructure of the Ukraine's Financial Market: State and Development Prospects

The influence of financial technologies that is especially perceptible in the functioning of institutes of infrastructure can change the conception of functioning of the financial market radically. In this connection, the purpose of the article is a system analysis of the current state of the infrastructure of the Ukraine's financial market and substantiation of prospects for its further development. Based on international experience, institutions that represent the financial market infrastructure of Ukraine have been systematized. It was found that all basic infrastructure elements have been created and are in operation in Ukraine according to Principles for financial market infrastructures (PFMI), issued by the Committee on Payments and Market Infrastructures and the International Organization of Securities Commissions. The PFMI are part of a set of 12 key standards that the international community considers essential to strengthening and preserving financial stability. In Ukraine the payment system is presented as state and private participants and has a multilevel structure of participation. The depositary system has a vertical structure, in the center of which is located the National depositary of Ukraine, but the separate functions

---

\* **Благу́н Іван Іванович**, доцент кафедри менеджменту і маркетингу Прикарпатського національного університету імені Василя Стефаника (м. Івано-Франківськ), кандидат економічних наук.

remain for National Bank of Ukraine and others depository establishments. The clearing system is presented by a Settlement Center for Servicing Agreements on Financial Markets. The basic part of operations is conducted on two stock exchanges, and there is a tendency to further consolidation of stock exchanges. The largest securities traders are banks. Almost 300 participants of the stock market are companies on the management of assets. The authorized provider of informative services has been created and began to function at the stock market. It was determined that in spite of the existing institutes of infrastructure of Ukraine's financial market the conceptual vision of its development isn't clear. It was proved, that in Ukraine the financial market infrastructure has more arguments to use the horizontal "depository" model.

**Keywords:** payment system, depository system, depository, clearing, banks, stock exchange, central counterparties.

**Постановка проблеми.** Сучасний стан розвитку фінансового ринку знаходиться під впливом цілого ряду чинників, серед яких найбільш вагомими є розвиток фінансових технологій, які здатні докорінно змінити саму концепцію його функціонування. Найбільші зміни в межах фінансового ринку на сучасному етапі відбуваються саме в блоці інфраструктури, особливо її технологічної складової. Стосовно інфраструктури фінансового ринку, то вона має виключно важливе значення для його функціонування, а також для забезпечення фінансової стабільності. В Україні інфраструктура фінансового ринку, як і сам фінансовий ринок знаходиться в стадії розбудови, з одного боку створені та функціонують базові елементи інфраструктури, а з іншого на сьогодні відсутнє розуміння власне концепції її розвитку.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблемами функціонування та розвитку інфраструктури фінансового ринку займаються як вітчизняні, так і зарубіжні науковці. Серед вітчизняних науковців відмітимо праці В.В. Галушака [1], Р.С. Квасницької [2], Т.О. Кізіми, О.О. Луцишина [3], О.С. Корсакової [4], І.І. Рекуненка [10], К.А. Стрижиченка [11], І.І. Чуницької [12]. Загалом перелічені публікації стосуються теоретичних аспектів функціонування інфраструктури фінансового ринку, але практично не приділяється уваги концепції розвитку, не зважаючи на те, що світова практика підтверджує необхідність такого розуміння та відповідних досліджень.

Для зарубіжних дослідників більш характерним є вивчення ролі інститутів інфраструктури у забезпеченні фінансової стійкості економічних процесів. Зокрема після кризи 2008 року дослідження значною мірою зосереджені на формуванні системного ризику, що відображено в працях Дж. Ферраріні та П. Саджето [13], Дж. Моліна-Борбоа, Б. Браво-Бенітец [14].

Внаслідок змін на фінансовому ринку інститути інфраструктури наразі також суттєво змінюються, з'являються нові технології, які дозволяють спрощувати процедури клірингу, операції з цінними паперами. Відтак дослідження змін інфраструктури має важливе не лише теоретичне, але й практичне значення.

**Метою статті** є системний аналіз сучасного стану інфраструктури фінансового ринку України та обґрунтування перспектив її подальшого розвитку.

**Методика дослідження.** В процесі дослідження було використано загальнонаукові методи, зокрема

компаративний аналіз, системний підхід, встановлення функціональних зв'язків.

**Виклад основного матеріалу.** На сьогодні в теоретичних дослідженнях інфраструктури фінансового ринку існують певні розбіжності щодо сутності цього поняття та її основних учасників. На нашу думку, такі розбіжності обумовлені підходами до розуміння самого фінансового ринку та його місця в економічній системі. У вітчизняній науковій літературі фінансовий ринок розглядається як забезпечувальна сфера фінансової системи, в цьому випадку такі фінансові посередники як банки, страхові компанії, недержавні пенсійні фонди, кредитні спілки, інвестиційні фонди, лізингові компанії вважаються інфраструктурою фінансового ринку. Таку позицію підтримують Р.С. Квасницька [2], Т.О. Кізіма та О.О. Луцишин [3], І.І. Чуницька [12]. Вважаємо, що для чіткого розмежування поняття «фінансовий ринок» та «інфраструктура фінансового ринку» необхідно виходити з базових функцій, які виконують суб'єкти фінансового ринку та його інфраструктури. Суб'єктами фінансового ринку є власне фінансові посередники, основним завданням яких є акумулювання коштів для їх подальшого трансферту, а суб'єктами інфраструктури є ті інститути, які створюють умови для максимально швидкого здійснення фінансовими посередниками операцій з фінансовими інструментами.

Зарубіжні дослідження сутності та ролі інфраструктури фінансового ринку характеризуються чітким розмежуванням суб'єктів та віднесенням до інфраструктурних суб'єктів платіжних систем, депозитаріїв, реєстраторів, торговців цінних паперів та інших. При цьому останні післякризові дослідження інфраструктури фінансового ринку спрямовані на з'ясування її ролі у формуванні системного ризику. Так в роботі Дж. Ферраріні та П. Саджето [13] зазначено, що з точки зору «публічного інтересу» реформування інфраструктури фінансового ринку повинно відбуватись в двох напрямках: на мікрорівні регулювання трансакційних витрат та діяльності посередників, на макрорівні – фокусування на структурі ринку та подоланні системного ризику. В роботі С. Мартінеса-Джараміло та інших [14] досліджується роль інфраструктури фінансового ринку в забезпеченні фінансової стабільності та зазначається, що неналежне функціонування інститутів інфраструктури впливає на стан платоспроможності економічних агентів через платіжні системи, та може спровокувати нестабільність всієї фінансової системи.

## Фінанси та оподаткування

Роль інфраструктури фінансового ринку на сучасному етапі проявляється в тих принципах на яких вона побудована. Такі принципи на міжнародному рівні розроблені Комітетом по платіжних і розрахункових системах спільно з Технічним комітетом Міжнародної організації комісій по цінних паперах та представлені в документі з аналогічною назвою «Принципи інфраструктури фінансового ринку» [15]. Згідно із зазначеним документом визначено 24 головних принципи, які згруповано в декілька груп. Таким чином, інститути інфраструктури фінансового ринку повинні забезпечити управління фінансовими ризиками, в тому числі кредитним, комерційним, інвестиційним, депозитарним та ризиком ліквідності; створювати умови для проведення розрахунків та забезпечувати зберігання та обіг цінних паперів; здійснювати управління у випадку невиконання зобов'язань та/або сегрегації; забезпечувати ефективність та результативність; виконувати вимоги щодо доступу та участі, дотримуватись вимог щодо прозорості. Крім того важливою є група принципів, дотримання яких спрямовано на забезпечення регуляторних та наглядових функцій фінансовими регуляторами, в тому числі і щодо дотримання вище зазначених принципів.

В даному документі надано визначення інфраструктури фінансового ринку, під якою розглядають «багатосторонню систему, створену організаціями-учасниками, включно з оператором системи, яка використовується для кліринга, розрахунків та обліку платежів, цінних паперів, деривативів та інших фінансових операцій». Основними елементами інфраструктури є системно важливі платіжні системи, депозитарії цінних паперів, системи розрахунків по цінних паперах, центральні контрагенти, торгові репозиторії, при цьому в вище зазначеному документі уточняється, що на національному рівні «інфраструктура фінансового ринку може суттєво відрізнятися за організацією, функціями та структурою» [15].

В результаті аналізу існуючих та діючих в Україні інститутів інфраструктури фінансового ринку, можна стверджувати, що інфраструктура фінансового ринку України за інституційною побудовою відповідає основним вимогам, викладеним в документі «Принципи інфраструктури фінансового ринку», основними її елементами є платіжні системи, депозитарна система, системи розрахунків за цінними паперами, торговці цінними паперами, депозитарії, центральні контрагенти.

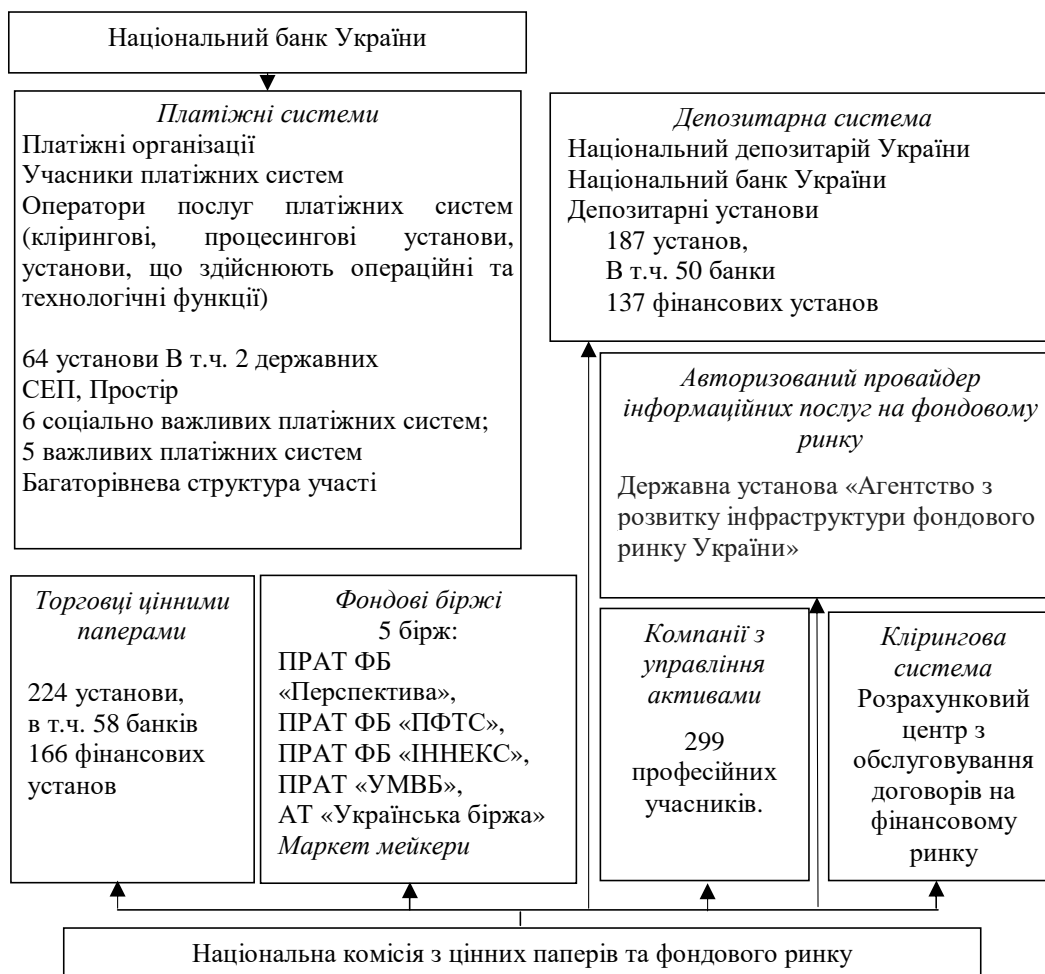


Рис. 1. Інфраструктура фінансового ринку України

Джерело: складено автором на основі даних НБУ та НКЦПФР.

Структуру інфраструктури фінансового ринку України подано на рисунку 1. Кожен елемент інфраструктури та професійні учасники функціонують у відповідності до покладених на них повноважень. Платіжна система забезпечує розрахунки банків, їх клієнтів як в межах країни, так і міждержавні платежі. Депозитарна система разом з кліринговою забезпечує захист прав власників цінних паперів, в тому числі держави по державних цінних паперах, супроводжує операції, пов'язані з розрахунками за ними. Фондові біржі створюють умови для проведення операцій з цінними паперами та ефективного функціонування професійних учасників фондового ринку. Торговці цінними паперами надають послуги з брокерства, дилерської діяльності, андеррайтингу. Компанії з управління активами виконують одну з основних функцій ринку – акумулювання довгострокового капіталу та ефективного його використання.

Стосовно платіжних систем, то на сьогодні в Україні створено ринок платіжних систем на якому працюють як державні, так і приватні платіжні системи. Станом на 2019 рік на офіційному сайті Національного банку України оприлюднено інформацію про 65 учасників, які діють на ринку платіжних систем в Україні. Суб'єктами ринку платіжних систем є платіжні організації платіжних систем, власне учасники платіжних систем, оператори послуг платіжної інфраструктури.

Крім того, наразі передбачено, що після внесення змін у цілий ряд законодавчих та нормативних документів учасниками ринку платіжних систем можуть стати Центральний депозитарій, функції якого виконує Національний депозитарій України та центральний контрагент – функції якого частково виконує банк «Розрахунковий центр».

Окрім платіжних систем та систем розрахунків в інфраструктурі фінансового ринку України функціонує депозитарна система, яка відповідно до Закону України «Про депозитарну систему України» [7] включає Національний депозитарій України, депозитарні установи, а також Національний банк України. Депозитарна діяльність разом із кліринговою виконують в межах інфраструктури функцію дотримання прав власності на цінні папери. На сьогодні в Україні законодавчо визначено п'ять видів депозитарної діяльності, а саме депозитарна діяльність Національного депозитарію, Національного банку України, депозитарних установ, діяльність пов'язана із зберіганням активів інститутів спільного інвестування та активів пенсійних фондів.

Національний депозитарій України має статус центрального депозитарію та веде депозитарний облік емісійних цінних паперів, за виключенням тих, облік за якими веде Національний банк України, а саме державних облігацій та облігацій місцевої позики. Зазначимо, що протягом тривалого періоду не здійснювалось оцінювання діяльності Національного депозитарію України на відповідність міжнародним стандартам Принципів побудови інфраструктури ринку, яке було здійснено лише у 2019 році.

Станом на початок 2019 року у Національному депозитарії відкрито 233 рахунки в цінних паперах, при цьому працюючих з них 193, а 40 – знаходяться в статусі анульованих. Серед депозитарних установ – 74 % є небанківськими установами. На фоні стискання активів фінансового ринку відбувається і скорочення кількості рахунків. Так за останні три роки кількість відкритих рахунків скоротилась на 17 %, при цьому відбувається скорочення як по банках – на 7 менше (12 %) порівняно з 2016 роком, так і по небанківських установах – на 32 установи (18 %). Це пов'язано із скороченням кількості самих банків та очищенням фінансового ринку від спекулятивних операцій й неліквідних цінних паперів. З періодом активних дій НКЦПФР щодо очищення ринку співпадає і кількість анульованих ліцензій, яка зросла на 38 %.

Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках функціонує як банк «Розрахунковий центр», що обслуговує процес торгівлі на фондовому ринку через надання відповідних клірингових послуг та банківських послуг. Саме розрахунковий центр виконує роль Центрального контрагента, тобто «юридичної особи, яка провадить клірингову діяльність, набуває взаємні права та обов'язки сторін правочинів щодо цінних паперів, зобов'язання за якими допущені до клірингу, та стає покупцем для кожного продавця і продавцем для кожного покупця» [9]. За результатами 2018 року Розрахунковий центр продемонстрував значно кращі показники, ніж у 2017 році, зокрема дохід від надання клірингових операцій було збільшено на 72 % (13065 тис грн.), за послугами з обслуговування банківських рахунків приріст у 2018 році склав лише 10 %. Завдяки прийнятим зваженим управлінським рішенням щодо виплати відсотків залежно від залишку грошових коштів на рахунках центру, в 2018 році чистий процентний дохід банку збільшився, порівняно з 2017 роком, в 2,3 рази. Це суттєво покращило показники його діяльності в частині управління ризиковістю його діяльності, а відтак нормативи визначені для Розрахункового центру в рази перевищують мінімальні значення.

Розрахунковий центр в своїй діяльності активно взаємодіє із організаторами торгівлі – фондовими біржами, яких наразі в Україні функціонує 5, а саме: АТ «Українська біржа», АТ «Фондова біржа «ПФТС», ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива», ПрАТ «Українська міжбанківська валютна біржа», ПрАТ «Фондова біржа «ІННЕКС». В діяльності фондових бірж відбувається поступова консолідація, особливо помітно це стало після прийняття змін в законодавство щодо регулювання діяльності на фондовому ринку та очищенні його від спекулятивних цінних паперів. Найбільша кількість операцій сконцентрована на двох біржах ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива», АТ «Фондова біржа «ПФТС» на які припадає більше 90 %. Протягом зазначеного періоду лідерство по кількості операцій утримувала ПрАТ «Фондова біржа «Перспектива», але її частка поступово знижувалась

## Фінанси та оподаткування

на користь АТ «Фондова біржа «ПФТС» і в 2018 році ці дві фондові біржі майже по рівну розподілили між собою основну частку ринку. Водночас вибуття інших бірж призвело до зростання частки третьої фондової біржі – АТ «Українська біржа», з 2,35 % у 2013 році до більше 8 % у 2018 році. Частка інших бірж протягом тривалого періоду не перевищувала 4 %.

На сучасному етапі розвитку фондового ринку України вагоме значення мають маркет-мейкери, завданням яких є підтримка ліквідності цінних паперів, які допущені до торгів на фондовому ринку. Фондові біржі надають учасникам біржових торгів статус маркет-мейкера через укладання відповідного договору. Так за правилами фондової біржі «ПФТС» маркет-мейкер «приймає на себе зобов'язання щодо підтримання ліквідності ринку цінних паперів та інших фінансових інструментів, ... , приймає на себе зобов'язання щодо виставлення та підтримання протягом торговельної сесії біржі котирувань, заявок, укладення біржових контрактів стосовно певного обсягу цінних паперів (фінансових інструментів) в порядку, визначеному відповідним договором» [6]. Мінімальні вимоги щодо зобов'язань також визначаються Положенням про функціонування фондових бірж, зокрема встановлюється граничний спред двостороннього котирування, мінімальний час підтримання двостороннього котирування, мінімально-допустимий обсяг підтримання односторонніх котирувань. Маркет-мейкери, як брокери або дилери є професійними учасниками не лише фондового, але і валютного ринку, при цьому на валютному ринку маркет-мейкерами виступають як потужні банки. Водночас не лише банки, але й потужні компанії реального сектору економіки можуть мати статус маркет-мейкера.

Важлива роль у виконанні функцій інфраструктури фондового ринку відводиться діяльності компаній з управління активами, оскільки саме вони здійснюють акумуляцію розрізаних фінансових потоків від різних інвесторів та формують з них ті сконцентровані фонди фінансових ресурсів, які передусім необхідні для здійснення довгострокового інвестування. Протягом 2016-2018 років їх кількість практично не змінювалась та становила 299 компаній, але порівняно з 2015 роком їх кількість скоротилась на 7 %, що становило 21 компанію.

Стосовно торговців цінними паперами, то станом на кінець 2018 року 58 банків мають відповідну ліцензію. Для банків характерною є участь у торгах, пов'язаних не з пайовими цінними паперами, зокрема з акціями, а з борговими цінними паперами, в першу чергу державними облігаціями. Найбільшими банками, що виступають торговцями державних облігацій, у 2018 році були АТ «Перший український міжнародний банк», ПАТ «АТ «Укргазбанк», АТ «Сітібанк», АТ «Альфа-Банк», АТ «ОТП банк», їх сумарна частка становить більше 68 % від загального обсягу виконаних договорів, при цьому частка банків за участю іноземного капіталу становила 37 % операцій. Зацікавленість банків в проведенні операцій

з державними облігаціями є історичною, та повторюється тривалий час, вона є цілком виправданою з точки зору формування портфеля цінних паперів та отримання відповідного доходу від цінних паперів, гарантованих державою з досить високою дохідністю.

Сьогодні інфраструктура фінансового ринку України активно розвивається в напрямі формування умов, які б максимально наближали її до європейських та світових стандартів. В 2019 році, після вступу в силу окремих положень Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо спрощення ведення бізнесу та залучення інвестицій емітентами цінних паперів», запроваджено діяльність авторизованого провайдера інформаційних послуг на фондовому ринку. Наразі такий статус має державна установа «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України», яке забезпечує доступ до фінансової інформації зацікавлених осіб та оприлюднення фінансової звітності.

Враховуючи існуючу інституціональну структуру, в інфраструктурі фінансового ринку можна умовно виділити два блоки, блок, який контролюється та регулюється Національним банком України і пов'язаний із здійсненням розрахунків – платіжні системи та блок, який пов'язаний із супроводженням операцій з цінними паперами та пов'язаний із функціонуванням фондового ринку як елементу фінансового ринку. При цьому вважати їх відокремленими не можна, оскільки кожен із елементів інфраструктури може генерувати певні фінансові ризики, які зазначено в переліку принципів інфраструктури. Практично всі учасники цього блоку підпадають під регулювання Національної комісії по цінним паперам та фондовому ринку. Крім того, враховуючи значну роль банків, як учасників інфраструктури в якості засновників та учасників платіжних систем, професійних учасників фондового ринку, в тому числі як торговців цінними паперами, маркет-мейкерами, тощо в процесі діяльності, ризики, що формуються за такими видами діяльності можуть суттєво впливати на загальний ризик установи і через такі операції може формуватися ефект зараження, та/або ефект перетікання, що суттєво впливає на стійкість не лише банківської системи а і фінансового ринку в цілому.

Не зважаючи на сформовану інституційну структуру інфраструктури фінансового ринку на сьогодні відсутня концепція її розвитку по суті мова йде про консолідацію інфраструктури і при цьому основним питанням є визначення «ключової» установи. В світовій практиці виділяють два інститути навколо яких відбувається консолідація – фондова біржа, яка виступає власником депозитарію та депозитарій, а точніше депозитарно-клірингова система, яка контролює та забезпечує ефективне проведення операцій на фондовому ринку. Модель, що базується на основі централізму фондової біржі називається німецькою або вертикальною – функціонує в Німеччині, Італії, тощо. Німецька

модель найбільш повно розкривається на прикладі Німеччини, де Франкфуртська біржа володіє центральним депозитарієм та центральним контрагентом, які є її дочірніми компаніями. В цьому випадку більшість ризиків інфраструктури (операційних, ліквідності, комерційних, технологічних, комплаєнс ризиків) концентрується в межах фондової біржі. Британська модель передбачає, що центральним елементом інфраструктури фінансового ринку є центральний депозитарій, при цьому саме він не лише забезпечує систему розрахунків та зберігання прав власників цінних паперів, а і забезпечує формування системи ризик менеджменту. Відповідно інші професійні учасники та організатори торгів (фондові біржі) формуються навколо депозитарію.

З точки зору стратегії подальшого розвитку інфраструктури фінансового ринку України, то на наш погляд найбільш доречним був би рух по горизонтальній схемі, коли центром інфраструктури буде виступати депозитарно-клірингова система. По-перше це пов'язано з наявністю на даний момент як мінімум двох рівнозначних за обсягом фондових бірж. І вибрати з них базову немає можливості, плюс до цього структура їх власників не є прозорою, що є важливою умовою. По-друге, на відміну від організаторів торгів центральний депозитарій (Національний депозитарій України) та центральний контрагент (Розрахунковий центр) мають прозору структуру власності, яка представлена як державними так і приватними власниками, в т.ч. фінансовими регуляторами, банками, та іншими учасниками ринку. Така структура власності повністю убезпечує функціонування Національного депозитарію від впливу тих чи інших груп впливу з приватними інтересами та здатна забезпечити якісне виконання депозитарних функцій. По-третє, враховуючи сформовану на сьогодні структуру фондового ринку за фінансовими інструментами з тотальним переважанням державних цінних паперів, депозитарні операції з якими згідно зі своїми повноваженнями виконує НБУ, роль депозитарно-клірингової системи є більш значимою, ніж фондових бірж. По-четверте, значна чисельність депозитарних установ, в тому числі банків.

**Висновки.** Отже, на сучасному етапі в Україні створені та функціонують всі основні її елементи у відповідності до вимог як світових, так і європейських фінансових регуляторів, а саме: платіжна система, представлена як державними, так і приватними учасниками, має багаторівневу структуру участі; депозитарна система, яка має вертикальну будову, в центрі якої знаходиться Національний депозитарій України, при цьому окремі функції, в частині операцій із державними цінними паперами, все ж виконує Національний банк України; клірингова система представлена Розрахунковим центром з обслуговування договорів на фінансовому ринку; продовжується консолідація фондових бірж, їх чисельність скоротилась з 10 по 5 фондових бірж, водночас основна частка операцій проводиться на

двох фондових біржах, отже, є тенденція до подальшого укрупнення організаторів торгів; функціонують торговці цінними паперами, важлива роль серед них належить великим банкам; майже 300 учасників фондового ринку є компаніями з управління активами, наразі створено і починає функціонувати авторизований провайдер інформаційних послуг на фондовому ринку, роль якого виконує державна установа «Агентство з розвитку інфраструктури фондового ринку України».

При цьому, не зважаючи на таку ситуацію наразі відсутнє розуміння за якою саме моделлю повинна розвиватись інфраструктура фінансового ринку України далі, в зв'язку з чим нами обгрунтовано доцільність руху за горизонтальною моделлю в центрі якої знаходиться депозитарно-клірингова система.

#### 4 Список використаних джерел

1. Галушак В. В. Особливості формування оптимальної інфраструктури фондового ринку України. *Глобальні та національні проблеми економіки*. 2017. № 17. С. 618-622.
2. Квасницька Р. С. Формування та використання інвестиційного потенціалу інститутів фінансового ринку України. дис. ... д-ра екон. наук : 08.00.08. Київ, 2016. 605 с.
3. Кізима Т. О., Луцишин О. О. Аналітичний огляд інфраструктури фінансового ринку України: інституційний аспект. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія». Серія «Економіка»*. 2016. № 2(30). С. 62-68.
4. Корсакова О. С. Особливості формування фінансової інфраструктури на сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки. *Ефективна економіка*. 2018. № 1. URL: [http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/1\\_2018/78.pdf](http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/1_2018/78.pdf)
5. Миловидов В. Д. Будущее финансового рынка. *Проблемы национальной стратегии*. 2017. № 5(44). С. 131-157.
6. Правила Публічного акціонерного товариства «Фондова біржа «ПФТС». К., 2016. 21 с.
7. Про депозитарну систему України: Закон України від 29.05.2012 р. № 5178-VI. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>
8. Про затвердження Положення про нагляд (оверсайт) платіжних систем та систем розрахунків в Україні: Постанова Правління Національного банку України від 22.11.2014 р. № 755. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0755500-14>
9. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23.02.2006 р. № 3480-IV. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>
10. Рекуненко І. Інфраструктура фінансового ринку України: сучасний стан та перспективи розвитку: монографія. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2013. 411 с.
11. Стрижиченко К. А. Державне регулювання фінансового ринку в умовах нової економіки: монографія. Бердянськ: ФОП Ткачук О. В., 2013. 352 с.

12. Чуницька І. І. Інфраструктурний потенціал розвитку фінансового ринку України: дис. ... д-ра екон. наук: 08.00.08. Київ, 2018. 471 с.

13. Ferrarini G., Saguato P. Regulating financial market infrastructures. *Social Science Research Network. Law Working Paper*. 2014. № 259/2014. 44 p.

14. Martinez-Jaramillo S., Molina-Borboa J.-L., Bravo-Benitez B. The role of financial market infrastructures in financial stability: An overview. *Analyzing the Economics of Financial Market Infrastructures*. 2016. P. 20-40.

15. Principles for financial market infrastructures. Committee on Payment and Settlement Systems. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Bank for International Settlements. OICU-IOSCO. 2012. URL: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>

#### 4 References

1. Chynitska, I. I. (2018). *Infrastrukturnyi potensial rozvytku finansovoho rynku Ukrainy. [Infrastructural Potential of Financial Market Development in Ukraine]* (Doctoral dissertation). Ipin: University of State Fiscal Service of Ukraine.

2. Committee on Payment and Settlement Systems. Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. Bank for International Settlements. (2012). *Principles for financial market infrastructures*. OICU-IOSCO. Retrieved from <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>

3. Ferrarini, G., Saguato, P. (2014). Regulating financial market infrastructures. *Social Science Research Network. Law Working Paper*. 259/2014.

4. Halushchak, V. V. (2017). Osoblyvosti formuvannia optimalnoi infrastruktury fondovoho rynku Ukrainy. [The features of the formation of the stock market optimal infrastructure of Ukraine]. *Hlobalni ta natsionalni problemy ekonomiky*, (17), 618-622.

5. Kizyma, T. O. Lutsyshyn, O. O. (2016). Analychnyi ohliad infrastruktury finansovoho rynku Ukrainy: instyutysiiny aspekt [Analytical review of financial market infrastructure in Ukraine: institutional aspect]. *Naukovi zapysky Natsionalnoho universytetu «Ostrozka akademiia»*. Serii «*Ekonomika*», 2(30), 62-68.

6. Korsakova, O. S. (2018). Osoblyvosti formuvannia finansovoi infrastruktury na suchasnomu etapi rozvytku vitchyznianoï ekonomiky [Peculiarities of formation of financial infrastructure at the present stage

of development of domestic economy] *Efektivna ekonomika*, (1). Retrieved from [http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/1\\_2018/78.pdf](http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/1_2018/78.pdf)

7. Kvasnytska, R. S. (2016). *Formuvannia ta vykorystannia investytsiinoho potentsialu instytutiv finansovoho rynku Ukrainy [Formation and use of the investment potential of the institutions financial market of Ukraine]* (Doctoral dissertation). Kiev: DVNZ Universytet bankivskoi spravy.

8. Martinez-Jaramillo, S., Molina-Borboa, J.-L., Bravo-Benitez, B. (2016). The role of financial market infrastructures in financial stability: An overview. *Analyzing the Economics of Financial Market Infrastructures*, 20-40.

9. Milovidov, V. D. (2017). Buduschee finansovogo rynku [The future of the financial market. National Strategy Challenges]. *Problemy natsionalnoy strategii*, 5(44), 131-157.

10. Natsionalnyi bank Ukrainy. (2014). *Pro zatverdzhennia Polozhennia pro nahliad (oversait) platizhnykh system ta system rozrakhunkiv v Ukraini [On approval of the Regulations on the supervision (oversight) of payment and payment systems in Ukraine]*. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0755500-14>

11. PFTS Stock Exchange. (2016). Pravyla Publichnoho aktsionernoho tovarystva «Fondova birzha «PFTS» [Rules of the Public Joint Stock Company PFTS Stock Exchange]. Kyiv. Retrieved from <http://pfts.ua/images/files/Rules.pdf>

12. Rekunenko, I. (2013). *Infrastruktura finansovoho rynku Ukrainy: suchasnyi stan ta perspektyvy rozvytku [Financial Market Infrastructure of Ukraine: Current State and Prospects for Development]*. Sumy: DVNZ «UABS NBU».

13. Stryzhychenko, K. A. (2013). Derzhavne rehuliuвання finansovoho rynku v umovakh novoi ekonomiky [State regulation of the financial market in a new economy]. Berdiansk: FOP Tkachuk O. V.

14. Verkhovna Rada of Ukraine. (2006). Pro tsinni papery ta fondovyi rynek [On securities and the stock market]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>

15. Verkhovna Rada of Ukraine. (2012). Pro depozytarnu systemu Ukrainy [On the depository system of Ukraine]. Retrieved from <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/5178-17>