

УДК 634.0.5

В. Н. Степанов,
д. э. н., профессор, старший научный сотрудник
Институт проблем рынка и экономико-экологических исследований НАН Украины

КЛАССИФИКАЦИЯ ЛЕСНЫХ РЕСУРСОВ КАК ОБЪЕКТА ЭКОЛОГО-ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ОЦЕНКИ

V. Stepanov,
doctor of economic sciences, professor senior research worker
Institute of market problems and ekonomiko-ecological researches of NAN of Ukraine

CLASSIFICATION OF FOREST RESOURCES AS OBJECT OF EKOLOGO-EKONOMIC ESTIMATION

Теоретически обоснована экономическая сущность леса как объекта эколого-экономической оценки и его компонентов, что позволит определить направления эффективного использования лесных ресурсов, повысить их защитные функции и, как результат, приведет к экологическим, социальным и экономическим преимуществам.

The theoretical ground of economic essence of the forest is considered as an object of ecological and economical estimation. It will allow to ground the variants of the effective use of forest resources, promote their protective functions, that carries ecological, social and economic advantages.

Ключевые слова: лесные ресурсы, стоимостная оценка лесов, лесной биогеоценоз, природные ресурсы, эколого-экономическая оценка.

Key words: forest resources, cost estimation of the forests, forest geobiocenosis, natural resources, ekologo-ekonomichna estimation.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ

Эколого-экономическая оценка лесных ресурсов предусматривает, прежде всего, изучение экономического понятия о лесе и определение составных лесных ресурсов, которые выступают объектами оценки. Сформулированное учеными понятия о лесе как экономическом явлении и элементе экономической сферы основывается на включении леса в процессы общественного производства материальных благ и их распределения, материализации в нем общественных производственных отношений людей. Специалисты лесной сферы склоняются к тому, что хозяйственно неосвоенный лес, но с упорядоченной территорией, даже в виде

кварталов, уже является явлением экономическим, то есть включенным в сферу материального производства [1; 2; 3]. Лес становится фактором экономическим лишь тогда, когда возникают и функционируют экономические отношения людей и провозглашенное право собственности на лес начинает реально осуществляться. То есть, правовые отношения, основанные на экономических, возникают при условии хозяйственного использования леса. Тогда лес из фактора естественного превращается в фактор экономический.

Стоимостная оценка лесов имеет под собой реальные экономические основы. Лес, как предмет труда, владеет определенными харак-

теристиками качества и расположения, является потенциальным носителем дифференцированного дохода при реализации продукции или предоставлении услуг. Объектом оценки выступают не земля или лес как виды природных ресурсов, а их свойства удовлетворять человеческие потребности [3; 4].

Лесные ресурсы исполняют роль сырьевых запасов древесных лесоматериалов (запасы леса на корню), важного средства производства лесного хозяйства (лесоземельное угодье), элемента биосферы и охраны природы (лесная экосистема). В экономическом аспекте лесные ресурсы включают как лес на корню (древостан), так и лесные земли вместе взятые, которые выступают в роли главного средства производства в лесном хозяйстве. Особенностью лесных ресурсов является то, что любой участок леса одновременно исполняет роль сырьевого ресурса, средства производства и экосистемы [5]. Разница лишь в преимуществе той или другой функции на данном участке.

Естественная среда и вся совокупность природных ресурсов, которые входят в нее (земля-почва, лес, вода, животный мир), в сочетании с естественными условиями (атмосфера, свет, тепло и т.п.), есть объективной и необходимой предпосылкой процесса воссоздания лесных ресурсов. Роль естественных процессов в жизни леса настолько важна, что при наличии естественных источников обсеменения или поросли, лесовосстановление и последующий рост леса могут происходить без участия человека. Способность леса к самовосстановлению иногда рассматривается как специфическая особенность лесного хозяйства, что не совсем верно, так как лесохозяйственное производство нельзя отождествлять с естественными особенностями леса как воспроизводительного природного ресурса [5].

Воссоздание лесных ресурсов возможно лишь при наличии двух процессов: лесовыращивания — создание и сохранение определенного продуцирующего древесного запаса на корню и рубки леса — исключение из процесса выращивания лесонасаждений, уменьшивших свою производительность. Эти две стороны единственного процесса воссоздания лесных ресурсов противоречивые, поскольку увеличение лесопользования одновременно обусловлено уменьшением продуцируемого запаса, и наоборот.

АНАЛИЗ ПОСЛЕДНИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

Лесоводственное понятия о лесе достаточно обосновано, в первую очередь, в работах

Г.Ф. Морозова, В.М. Сукачева [7; 8], где предметом разработки учения о лесе были закономерности органического единства древостана, почвы и других компонентов леса (биогеоценоза). Под лесным биогеоценозом В.М. Сукачев понимает [8] любой участок леса, однородный за составом, структурой, свойствами составляющих его компонентов, взаимоотношениями между ними, то есть участок леса однородный за живыми (растительным, грунтово-гидрологическими условиями) компонентами природы, связанными между собой обменом веществ и энергии. Проведенный анализ научных подходов относительно определения сущности лесоводственно-экономического понятия о лесе как-то расширяет содержание этого понятия, что дает возможность более обоснованно подходить к выбору объекта оценки и определению экономической ценности лесных ресурсов.

ФОРМУЛИРОВКА ЦЕЛЕЙ СТАТЬИ

Расширить теоретическое понятие о лесе как экономическом явлении и разработать матрицу составных лесных ресурсов, которые выступают объектами их эколого-экономической оценки.

ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Суть учения о лесе (биогеоценоз) указанных выше ученых сводится к понятию о лесе как о форме растительности и заключается в раскрытии органического единства живых и неживых составных компонентов леса, в котором ведущим активным началом являются живые вещества, а лес является составным элементом биосферы и постоянно взаимодействует с окружающей средой. Каждый тип биогеоценоза имеет свой особенный баланс световой и тепловой энергии, органического и неорганического вещества. Из всех составных компонентов лесного биогеоценоза почва, почвообразующая и материнская горная порода, вода и атмосфера, являются первичным материалом, а растения, животные и микроорганизмы — трансформаторами обмена веществ и энергии, результатом взаимодействия разных компонентов биогеоценоза, а показателем интенсивности биогеоценозического процесса в каждом биогеоценозе является образование биомассы. Биологическая масса — это количество вещества, которое накапливается в биоценозе (совокупность растений и животных) или биосфере на любой момент времени и выражается в единицах сырой или сухой массы, иногда в единицах энер-

гетического эквивалента (в калориях) на единицу поверхности или объема (в биосфере растительная масса составляет 99% и только 1% приходится на животных) [9].

Следовательно, лес (лесной биогеоценоз) — один из основных типов растительного покрова, что объединяет растительные группы (фитоценоз), господствующий ярус, который образуют деревья на более или менее значительных территориях. Растения, которые образуют лес, находятся во взаимодействии между собой, с многоклеточными животными, микроорганизмами и с атмосферой.

Лесоводственный аспект учения о лесе имеет научное значение для экономики лесного хозяйства, поскольку лесоводственные и экономические представления о лесе должны быть однопредметными и раскрывать разные стороны одного и того же реально существующего в природе объекта — леса.

Способность лесных земель, других ресурсов леса удовлетворять потребности человека определило то обстоятельство, что они еще в начальный период развития человеческого общества стали сферой материального производства. Необходимость удовлетворения потребностей человека в древесине и других продуктах леса привела к выделению особенной сферы приложения человеческого труда, названного впоследствии лесным хозяйством.

Сущность эколого-экономической оценки лесных ресурсов следует рассматривать из трактовки понятия "оценка". Она является категорией проблемы ценности [3]. Ценность отображает реальные взаимоотношения человека с явлениями окружающей среды и не должна отождествляться с самим объектом, а должна отображать значение объекта через его свойства удовлетворять потребности общества. При этом потребности людей выступают как субъективный фактор ценности, а объективный фактор ценности определяют за реальными свойствами объекта оценки как носителя ценности.

Следовательно, при оценке объекта (предмета) согласно законам диалектики взаимодействуют объективная и субъективная стороны ценности. Поскольку сущность определяется двойной зависимостью, ее нельзя приписывать данному объекту (предмету), который выступает в качестве носителя ценности, ведь она не является естественным свойством объекта, хотя и связана с ним как носителем ценности. Только в акте практического взаимодействия субъекта, наделенного потребностью, и объек-

та, наделенного определенными свойствами, последний приобретает ценность для первого [10].

Исходя из вышеизложенного, оценка лесных ресурсов должна осуществляться через оценку их влияния на результаты общественного производства. Полезные свойства лесов делают их оцениваемыми экономическими ресурсами. Однако недоступные лесные ресурсы, очень отдаленные или такого низкого качества, что не имеют спроса и не используются с любой экономической целью, не являются экономическими, оставаясь природными ресурсами. Однако значительное большинство лесов могут быть использованы для получения одного или больше видов продукции и услуг. При этом объектом оценки будут выступать свойства лесных ресурсов удовлетворять потребности общества.

Лесные земли и лесовостаны являются экономическими ресурсами, если они используются при производстве других ресурсов, продуктов или в предоставлении услуг. Кроме этого, лесные ресурсы, которые используются с определенной экономической целью, являются составной частью общих производственных ресурсов. Понятие производственных ресурсов, относительно леса, является собой экономически оцениваемую часть общего физического запаса лесов [6]. Лесные ресурсы относятся к одной из двух категорий производственных ресурсов. К первой категории принадлежат лесные земли, которые дифференцируются за производительностью, которая допускает образование ренты на лучших участках в сравнении с худшими. При этом лесные земли характеризуются как средство производства, а леса на корню, которые растут на лесных землях, подпадают под категорию капитала и оцениваются, преимущественно, через стоимость конечных товаров и услуг, которые могут быть получены в результате лесопользования [6].

В создании основного ресурса леса — древесного запаса — принимает участие не только вложенный труд, но и природа. Материальным результатом естественных и производственных сил, которые действуют на лесной биогеоценоз, является текущий прирост органического вещества (древесины, органической массы объектов побочных пользования, фауны и др.), который остается составной частью биогеоценоза и потому не может принимать форму товарной продукции. Лес как биогеоценоз или комплекс "лесовостан-почва" в процессе лесохозяйственной дея-



Рис. 1. Составляющие леса и его полезные функции как объекты экономической оценки лесных ресурсов

тельности существенно не изменяется (включая и почву), а лишь хранится, и, преимущественно, улучшается. Лесной биогеоценоз также не изнашивается в процессе лесопользования и потому затраты на лесовыращивания должны относиться на древесину в процессе ее заготовки и реализации как на материальное воплощение труда и носителя стоимости [3].

При экономической оценке лесных ресурсов необходимо учитывать весь эффект от использования обществом разнообразной продукции и полезностей, которыми владеет лес. Такая оценка возможна, если рассматривать лес как совокупность ресурсов и свойств, использование которых обеспечивает получение такого эффекта. При этом целесообразно определить реальную и потенциальную ценность каждого из составных элементов лесных ресурсов.

Результаты экономической оценки лесных ресурсов необходимы для:

- ведение Государственного лесного кадастра;
- учета лесов в составе национального богатства страны;

- выбора оптимального варианта отчуждения лесных земель;

- обоснования целесообразности трансформации лесных угодий в сельскохозяйственные и наоборот;

- расчета размеров платежей за пользование лесными ресурсами и арендной платы;

- определения экономической эффективности мероприятий по совершенствованию лесопользования и воссозданию лесных ресурсов;

- расчета размеров вреда, причиненного лесному хозяйству стихийными бедствиями и антропогенными действиями;

- обобщенного анализа хозяйственной деятельности лесохозяйственных предприятий.

В зависимости от вышеприведенных целей, объектами оценки лесных ресурсов могут быть:

- лес как вид земельного угодья и объект многоцелевого пользования;

- земля как главное средство производства в лесохозяйственной деятельности;

- древостан, который являет собой предмет и продукт труда;

— ресурсы побочного и прижизненного пользования лесом.

Как видно из схемы (рис. 1), объектом оценки выступают отдельные элементы лесных ресурсов, которые в совокупности дают комплексную оценку, выражающую экономический эффект многоцелевого их использования. Следует отметить, что указанная системно-параметрическая классификация лесных ресурсов страны (региона) представлена в контексте системообразующей триады категорий "вещь", "свойства" и "отношения".

При оценке ресурсов побочного пользования в состав их относят: сенокосение; выпас скота; постоянное и временное сельскохозяйственное пользование; использование орехоплодных и плодово-ягодных дикорастущих насаждений; сбор грибов, плодов хмеля, мха, лесной подстилки, врачебного и технического сырья; заготовку камыша и другой травяной растительности. В лесу также заготавливают древесные соки, живицу, которые относятся к ресурсам подсочного промысла. Заготовка веточного корма, луба, лыка, бересты, дубильной коры, новогодних елок, корчевания пней и тому подобное составляет сырье древесного происхождения. Добыча торфа, песка, глины, сланцев, гранита, гальки, гравия, мела, минеральных вод и тому подобное относится к ресурсам минерального происхождения.

Однако этот перечень составных лесных ресурсов не исчерпывает все разнообразие полезностей, какие выявляются в процессе общественного развития. Увеличение использования лесных сырьевых ресурсов и растущая значимость социальных и защитных функций лесов еще больше повышают роль лесных ресурсов в экономике страны.

ВЫВОДЫ

Раскрыта экономическая природа лесных ресурсов и определены их основные составляющие в контексте системообразующей триады категорий "вещь", "свойства" и "отношения" как объекты эколого-экономической оценки.

Литература:

1. Лобовиков Т.С. Лес как экономическое явление // Вопросы экономики лесного хозяйства. — Воронеж: 1968. — С. 126—140.
2. Тупыця Ю.Ю. Экономические проблемы комплексного использования и охраны лесных ресурсов (Вопросы теории). — Львов: "Вища школа", 1976. — 215 с.
3. Туркевич И.В. Кадастровая оценка лесов. — М.: Лесная промышленность, 1977. — 168 с.

4. Васильев П.В. Вопросы экономической оценки лесных ресурсов // Плановое хозяйство. — 1968. — №8. — С. 48—54.

5. Коваль Я.В., Мишенин Е.В., Царенко А.М. и др. Воспроизводство лесных ресурсов: Эколого-экономические проблемы. — К.: СОПС Украины, 2002. — 314 с.

6. Джикович В.Л. Экономика лесного хозяйства. — М.: Лесная промышленность, 1979. — 192 с.

7. Морозов Г.Ф. Учение о лесе. — М. — Л.: Гослесбумиздат, 1949. — 456 с.

8. Сукачев В.Н., Дылис Н.В. Основы лесной биогеоценологии. — М.: Наука, 1964. — 566 с.

9. Реймерс Н.В. Природопользование: Словарь-справочник. — М.: Мысль, 1990. — 637 с.

10. Минц А.А. Экономическая оценка естественных ресурсов. — М.: Мысль, 1972. — 47 с.

References:

1. Lobovikov, T.S. (1968), Voprosy jekonomiki lesnogo hozjajstva [Questions of Forest Economics], Voronezh, SU.

2. Тупыця, Ю.Ю. (1976), Jekonomicheskie problemy kompleksnogo ispol'zovanija i ohrany lesnyh resursov (Voprosy teorii) [Economic problems of complex use and protection of forest resources (Problems in the theory)], Vishha shkola, L'vov, Ukraine.

3. Turkevich, I.V. (1977), Kadastrovaja ocenka lesov [Cadastral valuation of forests], Lesnaja promyshlennost', Moscow, SU.

4. Vasil'ev, P.V. (1968), "Questions to economic assessment of forest resources", Planovoe hozjajstvo, vol. 8, pp. 48—54.

5. Koval', Ja.V. Mishenin, E.V. and Carenko, A.M. (2002), Vosproizvodstvo lesnyh resursov: Jekologo-jekonomicheskie problemy [Reproduction of forest resources: Ecological and Economic Issues], SOPS Ukrainy, Kyiv, Ukraine.

6. Dzhikovich, V.L. (1979), Jekonomika lesnogo hozjajstva [Forestry economics], Lesnaja promyshlennost', Moscow, SU.

7. Morozov, G.F. (1949), Uchenie o lese [Teaching about forest], Goslesbumizdat, Moscow, SU.

8. Sukachev, V.N. and Dylis, N.V. (1964), Osnovy lesnoj biogeocenologii [Principles of Forest biogeocenology], Nauka, Moscow, SU.

9. Rejmerns, N.V. (1990), Prirodopol'zovanie: Slovar'-spravochnik [Use of natural resources: Reference Dictionary], Mysl', Moscow, SU.

10. Minc, A.A. (1972), Jekonomicheskaja ocenka estestvennyh resursov [Economic evaluation of natural resources], Mysl', Moscow, SU. *Стаття надійшла до редакції 31.08.2014 р.*

УДК 336.71

О. В. Абакуменко,
д. е. н., професор кафедри фінансів,
Чернігівський національний технологічний університет

СИСТЕМА ГАРАНТУВАННЯ ПРАВ ІНВЕСТОРІВ: ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД

O. Abakumenko,
doctor of economic sciences, professor, Department of Finance, Chernihiv national technological university

SYSTEM OF GUARANTEEING RIGHTS OF INVESTORS: FOREIGN EXPERIENCE

У статті проведено аналіз системи гарантування прав інвесторів в США та ЄС. Ідентифіковано "слабкі місця" у роботі національних та міжнародних фінансових регуляторів з початку глобальної фінансово-економічної кризи.

In article the analysis of system of guaranteeing the rights of investors in USA and EU is carried. It is identified "weak places" in operation of national and international financial regulators since the beginning of global financial and economic crisis.

Ключові слова: система гарантування прав, інвестори, фінансовий ринок.
Key words: system of guaranteeing rights, investors, financial market.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Ефективне функціонування фінансового ринку забезпечує перерозподіл інвестиційних ресурсів і їх концентрацію в найбільш перспективних галузях, та є своєрідним відображенням масштабів економічного розвитку окремих країн. Але формування успішного та прозорого фінансового ринку є неможливим без ефективно діючих органів регулювання та контролю, запровадження суворих законодавчих норм та дієвих механізмів захисту прав інвесторів та компенсації втрат.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Дослідженню теоретико-методологічних та практичних аспектів функціонування системи гарантування прав інвесторів в Україні та світі присвячена значна кількість наукових праць, серед авторів яких слід відзначити: Алексеєнко М., Версаль Н., Волосович С., Єрмоєнко І., Козьменко С., Огієнко В. та ін.

ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ

Незважаючи на значну кількість досліджень особливостей системи гарантування прав інвесторів в Україні та частково у світі, не вирішеною залишається проблема обґрунтування на-

прямів її удосконалення з урахуванням поширення системи "bail-in".

МЕТА СТАТТІ

Головною метою статті є дослідження особливостей функціонування системи гарантування прав інвесторів у світі та ідентифікація проблем, пов'язаних з її розвитком.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ

У 1983 році була заснована Міжнародна організація комісій з цінних паперів (International Organization of Securities Commissions, IOSCO), яка об'єднала державних регуляторів. У 1998 році IOSCO прийняла комплекс Цілей та принципів регулювання ринку цінних паперів (IOSCO Principles), що стало міжнародним орієнтиром для всіх регулюючих органів. На сьогоднішній день організація контролює приблизно 95% ринків цінних паперів, а її членами є 120 регуляторів та 80 учасників ринку (фондові біржі, фінансові регіональні та міжнародні організації).

У ЄС захист інвесторів на ринках цінних паперів забезпечується Директивою "Про ринки фінансових інструментів" (Markets in Financial Instruments Directive, MiFID), яка була прийнята у 2004 році та набула чинності у 2007 р. Ди-

ректива регулює проведення операцій з фінансовими інструментами, а її правила спрямовані на забезпечення захисту інвесторів та споживачів фінансових послуг. Положення щодо захисту інвесторів містяться у 2 Розділі 2 Глави та включають статті щодо зобов'язань з дотримання правил ведення бізнесу при наданні інвестиційних послуг клієнтам, зобов'язань виконання наказів на найбільш вигідних для клієнта умовах, правила виконання клієнтських наказів тощо. Розділ 3 Глави 2 присвячений прозорості та цілісності ринку.

Вже готова оновлена версія Директиви — MiFID II, що закріплює заходи, розроблені у відповідь на фінансову кризу, які спрямовані на посилення захисту інвесторів, збільшення прозорості та регулювання менш прозорих ринків, зокрема ринку деривативів. У порівнянні з минулою Директивою, MiFID II створює більш гармонізовані правила захисту інвесторів. Більш чітко визначені повноваження національних регуляторів у випадках, коли вони вимушені втручатися у діяльність учасників ринку з метою захисту споживачів, якщо виявлено факти невідповідності продуктів або послуг встановленим нормативним вимогам [2].

Вимоги ЄС щодо програм компенсування збитків інвесторів сформульовано в Директиві 97/9/ЄС "Про схеми компенсування збитків інвесторів" [3].

Але найбільш жорсткою та ретельно проробленою вважається система регулювання та захисту учасників фондового ринку США, де до 1930-х років регулювання ринку з боку державних органів було майже відсутнім, а діяльність бірж та їх учасників регулювалась правилами самих бірж, цивільним та кримінальним законодавством штатів.

У 1934 р. з метою встановлення державного нагляду та регулювання фондового ринку США та відновлення довіри інвесторів до нього було прийнято Закон про торгівлю цінними паперами (The Securities Exchange Act of 1934), відповідно до якого було створено Комісію з цінних паперів і бірж (Securities and Exchange Commission, SEC).

Місією Комісії є захист інвесторів, підтримка функціонування прозорих та ефективних ринків, сприяння формуванню капіталу. Закони та правила, що регулюють ринок цінних паперів США, виходять з простої концепції: всі інвестори, незалежно від того, чи є вони великими компаніями або приватними особами, повинні мати доступ до повної, достовірної та своєчасної інформації про інвестиційні продукти. Для цього SEC вимагає від компаній роз-

криття фінансової та іншої інформації, що допомагає інвесторам прийняти рішення щодо купівлі, продажу або утримання цінних паперів [4].

Обсяг активів Комісії у 2013 році склав 9953 млн дол., а її зобов'язання досягли 2298 млн дол. [5]. У 2010 році відповідно до Закону Додда-Франка було створено Фонд захисту інвесторів, призначений для здійснення виплат інформаторам.

У випадку надання якісної інформації про порушення та у разі подальшого накладення штрафу на порушника у розмірі не менше 1 млн дол., інформатор може отримати винагороду в розмірі 10—30% від загальної суми покарання. Перша виплата інформатору була здійснена у серпні 2012 року і становила 50 тис. дол. У жовтні 2013 SEC здійснила найбільшу виплату інформатору у розмірі 14 млн дол., при цьому ні особа інформатора, ні назва компанії, яка порушувала законодавство, не розголошувались [6].

Ефективність роботи SEC опинилась під сумнівом наприкінці 2008 року, коли Бернард Медофф зізнався у створенні найбільшої фінансової піраміди в історії Уолл-Стріт, збитки від якої склали щонайменше 17 млрд дол. Комісія з цінних паперів і бірж допустила ряд значних помилок та виявилась неспроможною своєчасно припинити діяльність Bernard L. Madoff Investment Securities LLC.

За словами самого Медоффа, "SEC не має достатніх ресурсів для захисту інвесторів. Не вистачає коштів і для наймання відповідного персоналу. Фактично, це тренувальний майданчик, де люди отримують певну кваліфікацію та йдуть працювати в приватні компанії" [7].

Важливу роль у забезпеченні захисту інвесторів на фондовому ринку США відіграють і саморегульовані організації. Розвиток саморегульованих організацій відбувався знизу вгору — від приватних торговельних організацій, заснованих на добровільному членстві, до регульованих державою, наділених публічними регулюючими повноваженнями об'єднань, членство в яких є обов'язковою умовою для доступу на ринок цінних паперів. У 1939 році SEC зареєструвала Національну асоціацію дилерів цінних паперів (National Association of Securities Dealers, NASD). NASD була створена на основі Закону Малоуні 1938 р., який являв собою поправки до Закону про торгівлю цінними паперами 1934 р. Враховуючи обмеженість державних ресурсів, Закон Малоуні надав SEC право реєструвати добровільні професійні асоціації брокерів (дилерів), які б самостійно здійсню-

Таблиця 1. Структура учасників FINRA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014 (червень)
Компанії	4720	4578	4456	4289	4146	4140
Філії	166893	162847	160483	161264	160573	162435
Зареєстровані представники	633280	630692	629518	630391	635837	634508

вали регулювання своєї діяльності під наглядом SEC. З 1983 року для кожного брокера або дилера, зареєстрованого в SEC, членство в само-регулювній організації NASD стало обов'язковим.

NASD розробляла та застосовувала на практиці правила, які регулювали роботу індустрії цінних паперів, проводила перевірки відповідності своїх членів та накладала дисциплінарні стягнення на тих, чия діяльність не відповідає встановленим нормам. За допомогою спеціальних систем моніторингу, які ідентифікували послідовність котирувань та операцій і потенційно здатних сигналізувати про порушення, NASD відстежувала всі торги, що проводились на біржі. Системи спостереження дозволяли отримувати запис усіх транзакцій, що могло бути використаним регулюючими органами в якості доказів звинувачення, у випадку порушення закону [8].

У 2007 році було створено Управління регулювання фінансової індустрії (Financial Industry Regulatory Authority, FINRA), яке перейняло функції NASD та Нью-Йоркської фондової біржі (NYSE), яка перетворилась з некомерційної організації на комерційну. На сьогоднішній день це є найбільшим незалежним регулятором фінансових ринків США, головною місією якого є захист прав інвесторів.

Під контролем FINRA знаходиться діяльність 4140 компаній, 162435 філій та 634508 зареєстрованих представників (табл. 1) [9].

У 2013 році на приватних осіб та на компанії Управлінням було накладено 1535 дисциплінарних стягнень, а загальна сума штрафів перевищила 60 млн. Компенсація постраждалим інвесторам перевищила 9,5 млн дол. Було виключено з ринку цінних паперів 24 компанії, призупинено діяльність 38, заборонено діяльність 429 приватним особам та призупинено діяльність 670 брокерів [10].

На початку червня 2014 року FINRA вперше опублікувало статистику стосовно слабоконтрольованих "темних пулів" (рис. 1) [11].

"Темні пули" були створені з метою зменшення впливу на котирування з боку великих інституційних інвесторів і є обсягом торгівлі, скритим від більшості учасників ринку. Перевагою для інституційних інвесторів є те, що у випадку купівлі або продажу великого пакету акцій, вдається приховати свої наміри від інших гравців і тим самим уникнути впливу спекулянтів, оскільки ні розмір угоди, ні дані про покупця та продавця не розголошуються.

Раніше подібну інформацію збирали дослідницькі фірми, яким темні пули надавали дані на добровільній основі. Але у січні SEC надала FINRA повноваження вимагати від брокерів дані стосовно 42 альтернативних торговельних систем, на які припадає близько 40% торгів акціями у США. За словами віце-президента FINRA, точна інформація щодо рівня активності темних пулів дозволить збільшити прозорість ринку та зміцнити довіру інвесторів.

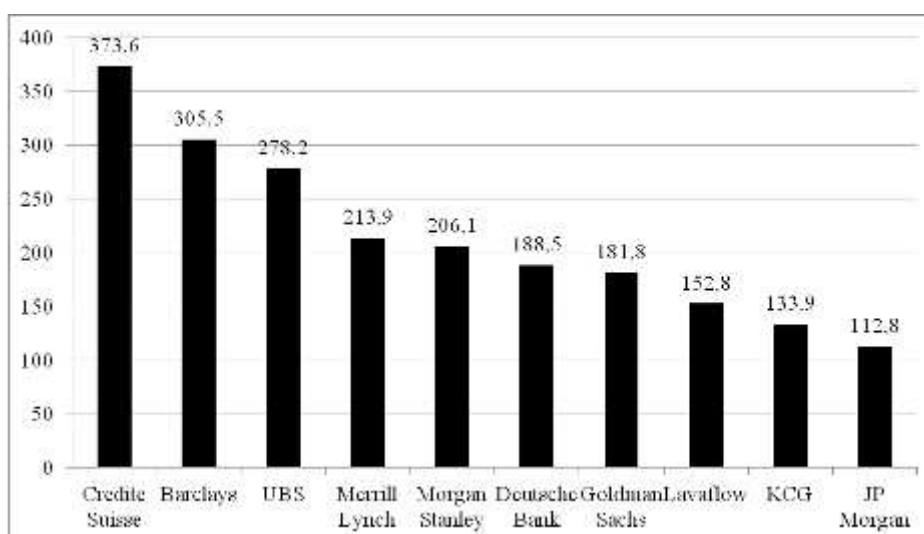


Рис. 1. Обсяг найбільших "темних пулів", млн акцій

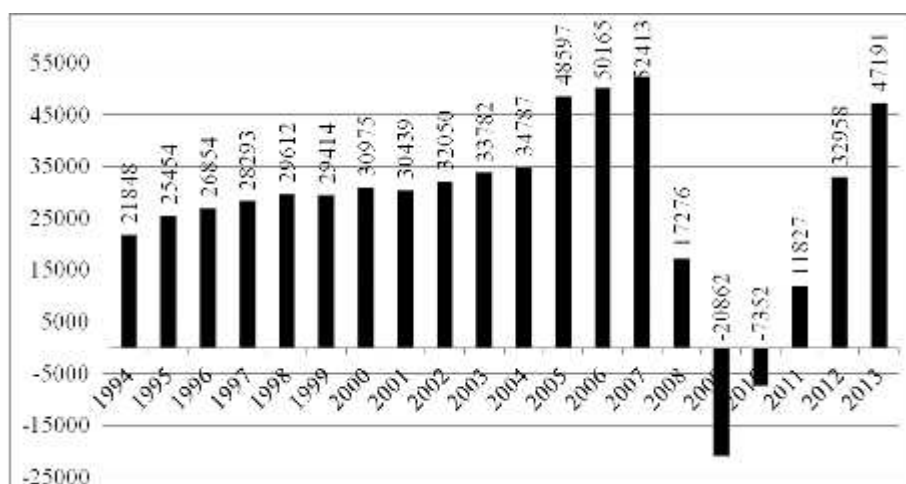


Рис. 2. Баланс фонду страхування депозитів, млн дол.

Важливим елементом в системі захисту прав інвесторів на фондовому ринку США є Корпорація захисту прав інвесторів у цінні папери (Securities Investor Protection Corporation, SIPC). Це некомерційна організація з вузькою спеціалізацією, яка була створена у 1970 році відповідно до Закону про захист прав інвесторів, та яка фінансується за рахунок членських внесків її учасників.

SIPC здійснює нагляд за ліквідацією компаній, які є її членами, у випадку банкрутства або за недостатності фінансових активів для покриття зобов'язань. При цьому інвестори захищені від втрати готівки або цінних паперів, зареєстрованих в брокерській компанії, яка є членом SIPC. Захист обмежується сумою у 500 тис. дол., з них обмеження на готівку складає 250 тис. дол. Усі клієнти збанкрутілих брокерських компаній-членів SIPC є захищеними незалежно від того, чи є вони громадянами США.

Захисту підлягає лише зберігаюча функція брокера, тобто з початком його ліквідації клієнтам повертаються цінні папери та грошові кошти, які були на їх рахунках. SIPC не захищає від зниження вартості акцій та не розглядає претензії щодо невдалих інвестиційних рекомендацій, наданих брокером [12].

Обсяг фонду SIPC у 2013 році склав 1,9 млрд дол., крім цього Корпорація має кредитну лінію від Казначейства США на 2,5 млрд дол.

Використання строкових контрактів для управління ризиками вже давно стало невід'ємним атрибутом економіки, і успішність розвитку строкового ринку значною мірою залежить від рівня довіри інвесторів, які зацікавлені в проведенні захищених та прозорих торгів.

Захист інвесторів на ф'ючерсних ринках США здійснюється незалежною урядовою організацією — Комісією з торгівлі товарними ф'ючерсами (Commodity Futures Trading Com-

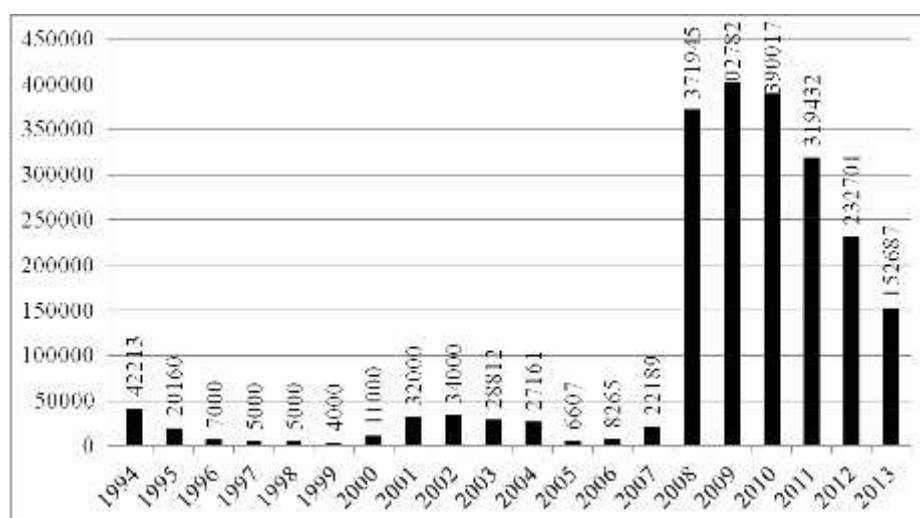


Рис. 3. Динаміка обсягу активів проблемних установ, млн дол.

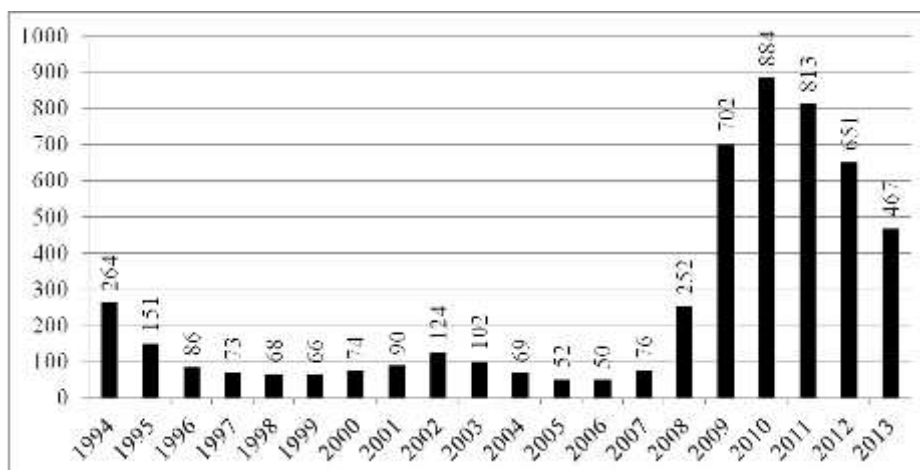


Рис. 4. Динаміка кількості проблемних установ

mission, CFTC) та саморегулювальною організацією, що функціонує на некомерційній основі, — Національною ф'ючерсною асоціацією (National Futures Association, NFA).

CFTC була створена Конгресом США у 1974 році, і діяльність Комісії спрямована на захист учасників ринку та суспільства від шахрайства, маніпуляцій, зловживань і системних ризиків, пов'язаних з похідними цінними паперами, та сприяння розвитку прозорих, відкритих та фінансово обґрунтованих ринків.

NFA була створена у 1982 році, і головною метою діяльності даної незалежної асоціації є гарантування чесної торгівлі та захист інвесторів на строковому ринку. Головними напрямками роботи NFA є: навчання, захист та підтримка інвесторів; боротьба з шахрайством та зловживаннями; підтримка коректного функціонування строкового ринку шляхом його законодавчого регулювання.

Членство в NFA є обов'язковим для всіх, хто займається бізнесом на ф'ючерсному ринку, ринку Форекс та ринку свопів. Наразі до NFA входить 4100 компаній та 57000 асоційованих членів [13].

З 1983 року NFA проводить арбітражні програму, яка являє собою швидкий та зручний спосіб вирішення ф'ючерсних спорів для інвесторів. У жовтні 2001 року NFA стала першим регулятором на фінансових ринках, який почав приймати арбітражні заяви через Інтернет. Зараз клієнти мають змогу залишати свої арбітражні заяви на сайті Асоціації та відстежувати стан розгляду справи в режимі онлайн. Також NFA може надавати посередницькі послуги в арбітражних процесах, якщо сума позову не перевищує 150 тис. дол. [14]

Починаючи з 2011 року NFA тісно співпрацює з CFTC та іншими саморегулювальними організаціями у напрямі вдосконалення системи захисту коштів клієнтів. У 2013 році разом із SME Group та іншими організаціями було запроваджено систему, яка дозволяє відокремлювати кошти клієнтів від коштів FCM та надавати щоденні звіти про стан балансів до саморегулювальних організацій для виявлення невідповідностей.

Крім ринків цінних паперів, під ретельним державним наглядом та захистом знаходяться

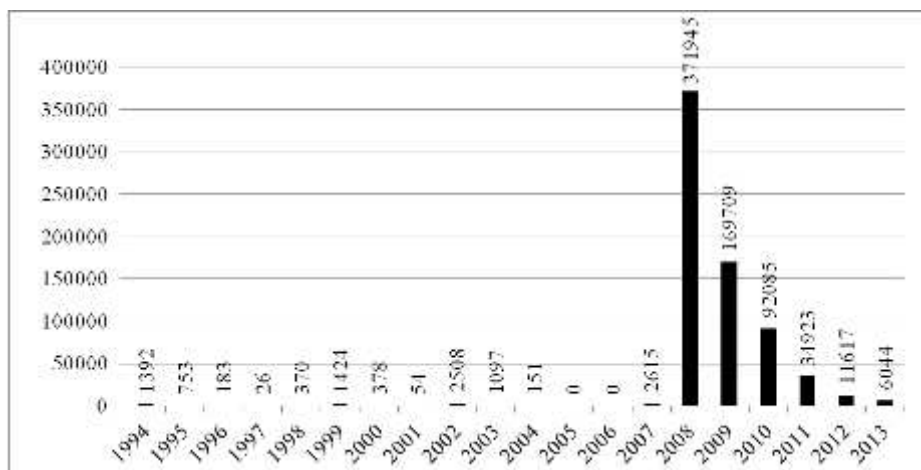


Рис. 5. Динаміка обсягу активів збанкрутілих установ

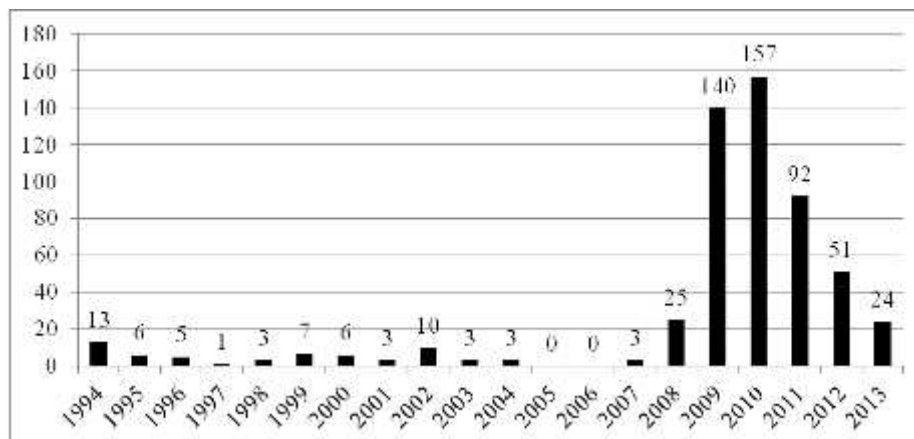


Рис. 6. Динаміка кількості банкрутливих установ

і ринки банківських послуг. Фінансова неспроможність окремих банківських установ може не лише похитнути довіру вкладників, а й призвести до виникнення кризових явищ у всій фінансовій системі, оскільки з виникненням панічних настроїв починається відтік коштів навіть з рахунків надійних установ. Тому в багатьох країнах світу значна увага регулюючих та наглядових органів приділяється створенню ефективної системи захисту депозитів.

Після формування дослідницьких та робочих груп зі страхування депозитів, Рада з фінансової стабільності (раніше — Форум фінансової стабільності) поставила перед ними завдання оцінити користь від розробки рекомендацій та запропонувати підходи, які б допомогли законодавчим органам при створенні та вдосконаленні національних систем страхування депозитів. 6 травня 2002 року за результатами діяльності цих груп (1999—2000 рр.) була заснована Міжнародна асоціація страховиків депозитів (International Association of Deposit Insurers, IADI).

Метою IADI є поширення досвіду зі страхування депозитів по всьому світу. Місією Асоціації є сприяння підвищенню ефективності страхування депозитів шляхом поширення рекомендацій та розвитку міжнародного співробітництва. Членами IADI є організації, які, відповідно до закону або угод, забезпечують страхування депозитів, захист вкладників або здійснюють заходи гарантування депозитів. Членами Асоціації є 75 організацій, ще 7 організацій є асоційованими членами. Це організації, які не відповідають всім критеріям, але розглядають можливість створення систем страхування депозитів, або організації, які є частиною системи забезпечення фінансової стабільності та безпосередньо зацікавлені в ефективності страхування депозитів. Спостерігачами є інші зацікавлені сторони такі, як міжнародні орга-

нізації, фінансові установи або професійні фірми. Також Асоціація має 12 партнерів — організацій, які заключили з IADI угоди про співробітництво у досягненні її цілей.

Членом IADI є найстаріша організація захисту вкладників — Федеральна корпорація зі страхування депозитів США (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC).

У 1921—1929 рр. у США щорічно банкрутувало в середньому 600 дрібних банків, а у 1930 році з черговою хвилею банкрутств почали розорюватись і великі банки, зокрема найбільший банк країни — Bank of United States. У відповідь на це у жовтні 1933 року було прийнято Закон про банки, який передбачав створення федеральної системи страхування депозитів. Членство в системі стало обов'язковим для всіх банків-членів Федеральної резервної системи, інші банки мали увійти до системи після підтвердження їх спроможності наглядовим органом відповідного штату та за результатами перевірки, яка проводиться FDIC, та, відповідно, за її згодою.

На сьогоднішній день страхова сума складає 250 тис. дол. для кожного вкладника, в кожному застрахованому банку, для кожного облікового рахунку.

Баланс страхового фонду FDIC у 2013 році збільшився на 43% і склав 47191 млн дол. (рис. 2). Це становить 0,79% обсягу застрахованих депозитів, і відповідно до Закону Додда-Франка у 2020 році планується досягти позначки у 1,35% [15].

Кількість членів Корпорації за останні 20 років має тенденцію до зниження, і лише у 2005 році вона стрімко збільшилась майже на 13%. Але в наступні роки кількість учасників продовжила зменшуватись і у 2013 році становила 6812.

Незважаючи на те, що за останні 3 роки обсяг активів проблемних установ зменшився на 61% (рис. 3), а їх кількість скоротилась на 47% до 467 (рис. 4), ці показники все ще залишаються значно вищими, ніж у передкризові роки.

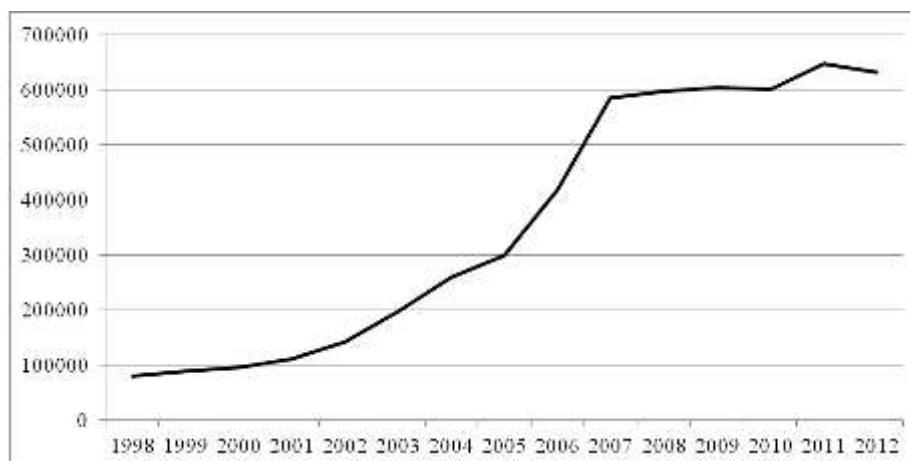


Рис. 7. Обсяг відкритих позицій позабіржових деривативів, млрд дол.

Джерело: за даними bis.org

Якщо у 2008 році обсяг активів збанкрутілих установ складав 371945 млн дол. (рис. 5), а їх кількість у 2010 році досягла 157 (рис. 6), то у 2013 році збанкрутували лише 24 установи, а обсяг їх активів становив 6044 млн дол., що в 60 разів менше, ніж у 2008 р.

З настанням глобальної фінансово-економічної кризи оголились слабкі місця у роботі національних та міжнародних фінансових регуляторів.

Як було зазначено у звіті Комісії з розслідування фінансової кризи США (Financial Crisis Inquiry Commission), криза стала наслідком людської діяльності або бездіяльності, але не природних явищ або збоїв комп'ютерних моделей. Криза стала не лише результатом ряду управлінських помилок у корпоративному секторі, зменшення фінансової прозорості та зростання обсягів ризикових інвестицій. Одними з головних винуватців були названі саме державні регулюючі органи, які не змогли протидіяти зростанню бульбашки на іпотечному ринку, не регулювали ринок позабіржових деривативів і взагалі втратили контроль над ситуацією у фінансовому секторі.

Проте той напрям, який обрали світові регулятори на шляху виправлення помилок, викликає стурбованість та чимало запитань.

Якщо у 2008 році, за даними провідного американського онлайн-словника Merriam-Webster, найпопулярнішим словом був термін "bailout", який означав державну підтримку установам у складному фінансовому становищі [16], то після подій на Кіпрі у 2013 р., стрімко зростає популярність нового терміну — "bail-in", який означає відновлення фінансової спроможності установи за рахунок коштів акціонерів та вкладників.

Ще у грудні 2012 року на саміті ЄС було схвалено план створення Банківського союзу, який передбачав передачу до ЄЦБ функцій прямого нагляду за найбільшими банками зони. Через рік було прийнято вже достатньо формалізований та визначений у строках графік основних етапів створення Банківського союзу.

Першим етапом є створення Єдиного наглядового механізму (Single Supervisory Mechanism, SSM), в якому важливіші наглядові функції із забезпечення фінансової стабільності та контролю за найбільшими банками передаються до ЄЦБ. При цьому SSM є відкритим для країн, які не входять в єврозону. Відповідно до міжнародних стандартів передбачено особливий режим регулювання і контролю для так званих глобальних системно важливих банків (Global Systemically Important Banks). Очікується, що SSM почне функціонувати у листопаді 2014 року.

Другим етапом створення Банківського союзу є створення Єдиного механізму регулювання банківських банкрутств (Single Resolution Mechanism, SRM), а також спеціального фонду для його фінансування. Процедура SRM поширюється на всі банки, які знаходяться під наглядом ЄЦБ, відповідно до SSM, включаючи транснаціональні банки ЄС. Прийняття рішень буде здійснюватись Радою (Single Resolution Board), яка прийматиме рішення про можливість порятунку банку за рахунок місцевих коштів, або про необхідність використання коштів фонду SRM. Початок функціонування SRM очікується 1 січня 2015 року.

Питання створення та фінансування єдиного фонду рекапіталізації та ліквідації банків викликало суттєві суперечності. Було вирішено, що з 2016 р. по 2026 р. фонд буде формуватися за рахунок коштів банків, які знаходять-

Таблиця 2. Обсяги активів та деривативів банків США (за даними occ.gov)

Рік	Установи	Активи, млн дол.	Деривативи, млн дол.	Деривативи/Активи
2000	Топ 7 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	2028615	38473709	18,97
	Інші 393 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	2821597	1643588	0,58
	Всього	4850212	40117297	8,27
2001	Топ 7 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	2154361	43075693	19,99
	Інші 362 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	2871132	1915258	0,67
	Всього	5025493	44990951	8,95
2002	Топ 7 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	2492981	53134812	21,31
	Інші 420 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	3077804	2304828	0,75
	Всього	5570784	55439639	9,95
2003	Топ 7 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	2621291	67345693	25,69
	Інші 566 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	3531023	2734980	0,77
	Всього	6152315	70080673	11,39
2004	Топ 5 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	2961772	82119904	27,73
	Інші 672 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	3951401	3413629	0,86
	Всього	6913173	85533533	12,37
2005	Топ 5 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	3425547	91968720	26,85
	Інші 831 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	4113058	3686934	0,90
	Всього	7538605	95655655	12,69
2006	Топ 5 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	4078807	127382235	31,23
	Інші 917 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	4570887	4116849	0,90
	Всього	8649693	131499084	15,20
2007	Топ 5 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	4721158	159350471	33,75
	Інші комерційні банки та трастові компанії, що володіють деривативами	4942354	4845716	0,98
	Всього	9663512	164196187	16,99
2008	Топ 5 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	4793121	191497794	39,95
	Інші комерційні банки та трастові компанії, що володіють деривативами	6021741	8883813	1,48
	Всього	10814862	200381607	18,53
2009	Топ 5 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	5464143	206182123	37,73
	Інші комерційні банки та трастові компанії, що володіють деривативами	4900291	6625505	1,35
	Всього	10364434	212807628	20,53
2010	Топ 5 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	5459917	222917182	40,83
	Інші комерційні банки та трастові компанії, що володіють деривативами	5166989	8264214	1,60
	Всього	10626906	231181397	21,75
2011	Топ 5 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	4862105	220903620	45,43
	Інші комерційні банки та трастові компанії, що володіють деривативами	6374785	9890766	1,55
	Всього	11236890	230794386	20,54
2012	Топ 4 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	4802787	208082924	43,33
	Інші комерційні банки та трастові компанії, що володіють деривативами	7846890	15070647	1,92
	Всього	12649677	223153571	17,64
2013	Топ 4 комерційних банків та трастових компаній, що володіють деривативами	4831546	219798907	45,49
	Інші комерційні банки та трастові компанії, що володіють деривативами	8225514,326	17224155,78	2,09
	Всього	13057060,33	237023062,8	18,15

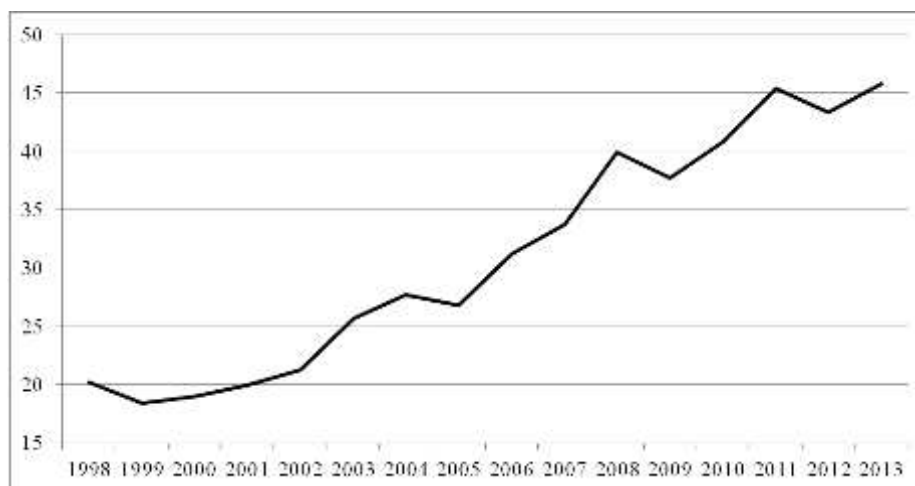


Рис. 8. Співвідношення обсягу деривативів до активів в найбільших банках США (за даними oss.gov)

ся під наглядом SRM. На кінець 2026 р. сума фонду має складати 55 млрд євро, тобто приблизно 1% гарантованих вкладів клієнтів. Якщо для порятунку банків буде необхідний більший обсяг коштів, участь SRM буде обмежено 10—20%, при чому у будь-якому випадку сума не має перевищувати 5 млрд євро. При більших обсягах необхідним буде голосування органів державних органів кожної країни, тобто окремі країни, зокрема Німеччина, зможуть контролювати розподіл коштів.

Але з 2016 р., відповідно до Директиви про реструктуризацію та банкрутства банків, вступає в дію процедура порятунку банків за моделлю "bail-in", тобто за рахунок акціонерів та кредиторів банку. Процедура передбачає, що в першу чергу будуть використовуватись кошти акціонерів, потім кредиторів за облигаціями, а потім власників вкладів на суму понад 100 тис. євро. Вклади до 100 тис. євро будуть гарантовані державами. Участь держави обмежена і не повинна перевищувати 8% збитків банку.

Третім етапом створення Банківського союзу є створення єдиної системи гарантування банківських вкладів в межах ЄС, яка реалізується лише частково. Поки що діє лише домовленість, що національні агентства зі страхування вкладів країн-членів ЄС гарантують приватні банківські депозити до 100 тис. євро. У більшості країн корпорації зі страхування депозитів одночасно виконують функції агентств з реструктуризації та банкрутств банків. Виходячи з цього, ряд експертів ЄВ запропонував в якості другого етапу Банківського союзу створити Європейське агентство зі страхування депозитів та реструктуризації (European Deposit Insurance and Resolution Authority, EDIRA). EDIRA мало б створити Європейський фонд га-

рантування депозитів та реструктуризації, який би фінансувався за рахунок внесків застрахованих банків, які знаходяться під європейською юрисдикцією. Така пропозиція виявилась неприйнятною, оскільки вимагає більш високого рівня фінансової інтегрованості.

Таким чином, незважаючи на амбіційні заяви представників Євросоюзу, на шляху створення Банківського союзу можуть виникнути серйозні проблеми. Насамперед, це труднощі імплементації єдиних нормативів та стандартів з банківського нагляду в окремих країнах, пов'язані з існуючими національними відмінностями. Інше протиріччя — взаємодія ЄЦБ у новій ролі та Європейської комісії з банківського нагляду, яка вивалась не спроможною забезпечити європейський банківський нагляд на відповідному рівні. Комісія своєчасно не виявила проблеми Bankia та інших іспанських банків, залишила поза увагою маніпуляції зі ставкою LIBOR, якими займались майже всі великі європейські банки, таким чином, продемонструвавши низьку ефективність своєї роботи [17]. Але, з іншого боку, Комісія об'єднує всі країни ЄС, а нагляд ЄЦБ поширюється лише на країни євросони. Також серед експертів обговорюється можливість конфлікту інтересів між задачами монетарної політики, яку здійснює ЄЦБ на сьогоднішній день, та його майбутньої функцією загальноєвропейського банківського нагляду, а також кредитора останньої інстанції. Тому було прийнято виокремити функцію банківського нагляду в самостійну структуру ЄЦБ.

Ситуація навколо Банківського союзу викликала ряд суперечностей між країнами ЄС. Зокрема, Німеччина вважає, що Банківський союз має займатися лише найбільшими системно важливими банками зони євро. Французька сторона впевнена, що під контролем союзу ма-

ють опинитися усі без винятку банки. Велика Британія та Швеція, які не входять до зони євро, заявляли, що не бажають мати нічого спільного з цим союзом та не дозволять переходу своїх банків під контроль Брюсселя [18].

У липні 2014 року група німецьких професорів подала позов до Німецького конституційного суду, стверджуючи, що створення Європейського банківського союзу є протизаконними та не має правового підґрунтя в договорах між країнами ЄС. За словами професора фінансів та економічної політики Берлінського технічного університету Маркуса Кербера, створення Союзу є порушенням основних правових норм і є першим кроком до збільшення відповідальності німецьких платників податків за стан банків поза межами національного нагляду [19].

Іншим важливим питанням, від вирішення якого залежить безпека інвесторів, є здатність регулюючих органів контролювати висикоризикові операції банків та спроможність стримати зростання ринку деривативів, яке продовжилось і після настання кризи (рис. 7).

Як ілюструють дані таблиці 2, обсяг деривативів, якими володіють банки США, продовжує значно перевищувати обсяг їх активів.

Складність структури фінансових інструментів та недооцінка ризиків, пов'язаних з їх випуском та придбанням, стали передумовами зростання глобальних системних ризиків у світовій фінансовій системі [19].

Але заходи з обмеження проведення висикоризикованих операцій та їх концентрації сьогодні майже не застосовуються, і співвідношення обсягу деривативів до активів найбільших банків США продовжує своє динамічне зростання (рис. 8).

ВИСНОВКИ

Можна зробити висновок, що на сьогоднішній день міжнародні організації та регулюючі органи окремих держав здійснюють лише номінальний захист інтересів інвесторів, а на практиці побудова системи контролю та нагляду за фінансовими ринками та спроби її реформування здійснюються під тиском фінансових корпорацій, введення більш жорстких правил постійно відкладається, а штрафи, які регулярно сплачують найбільші фінансові установи за порушення законодавства, стали невід'ємною складовою їх функціонування.

Література:

1. The International Organization of Securities Commissions [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.iosco.org/about/>

2. Реформа директивы "О рынках финансовых инструментов" (MiFID) и её значение для финансовых рынков ЕС [Електронний ресурс]. — Режим доступу: www.eurialegal.info/index.php?option=com_content&view=article&id=3250:--1---r-mifid-----&catid=195:2013-02-04-08-49-35&Itemid=1

3. Схеми компенсування збитків інвесторів [Електронний ресурс]. — Режим доступу: http://www.finrep.kiev.ua/download/ps_training_25jul2012_3_rstrahota_ua.pdf

4. How the SEC Protects Investors, Maintains Market Integrity, and Facilitates Capital Formation [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#.U-CSILFeSZQ>

5. Annual Reports [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.sec.gov/about/annrep.shtml>

6. SEC Awards More Than \$14 Million to Whistleblower [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539854258#.U-MhQbFeSZR>

7. Madoff: Don't let Wall Street scam you, like I did [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.marketwatch.com/story/madoff-dont-let-wall-street-scam-you-like-i-did-2013-06-05>

8. Дисциплинарное производство саморегулируемых организаций — на острие конфликта [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.institut1.ru/index.php/ru/library/134-pechatnye-materialy/447-abolonin-godistsiplinarnoe-proizvodstvo-samoreguliruemymkh-organizatsij-na-ostrie-konflikta>

9. FINRA Statistics & Data [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.finra.org/Newsroom/Statistics/>

10. FINRA 2013 Year in Review and Annual Financial Report [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.finra.org/web/groups/corporate/@corp/@about/@ar/documents/corporate/p534386.pdf>

11. Dark Pools Shed Light on Their Operations [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://online.wsj.com/articles/big-banks-top-share-data-in-new-finra-dark-pool-data-disclosures-1401715882>

12. What SIPC Protects [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.sipc.org/for-investors/what-sipc-protects>

13. About NFA [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.nfa.futures.org/NFA-about-nfa/index.HTML>

14. Dispute Resolution [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <https://www.nfa.futures.org/>