

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА**

**ГНАТЮК РОСТИСЛАВ АНДРІЙОВИЧ**

УДК 330.1:[336.761:339.5]

**ІНСТИТУЦІЙНИЙ АНАЛІЗ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ**

Спеціальність 08.00.01 – Економічна теорія та історія економічної думки

**АВТОРЕФЕРАТ**  
дисертації на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

**Львів – 2016**

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана на кафедрі економічної теорії Львівського національного університету імені Івана Франка Міністерства освіти і науки України, м. Львів.

**Науковий керівник:** кандидат економічних наук, професор  
**Островерх Петро Іванович,**  
Львівський національний університет імені Івана Франка,  
завідувач кафедри економічної теорії.

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**Соболев Володимир Михайлович,**  
Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна,  
професор кафедри економічної теорії та економічних  
методів управління;

кандидат економічних наук, доцент  
**Баула Олена Вікторівна,**  
Луцький національний технічний університет,  
доцент кафедри економічної теорії та міжнародної  
економіки.

Захист відбудеться «26» жовтня 2016 р. о 13:30 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 35.051.22 у Львівському національному університеті імені Івана Франка ( за адресою: 79008, м. Львів, проспект Свободи, 18, ауд. 115).

З дисертацією можна ознайомитись у Науковій бібліотеці Львівського національного університету імені Івана Франка за адресою: 79601, м. Львів, вул. Драгоманова, 5.

Автореферат розісланий «23» вересня 2016 року.

**Учений секретар**  
**спеціалізованої вченої ради** \_\_\_\_\_ **Стасишин А.В.**

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Міжнародний ринок цінних паперів є одним з найважливіших інструментів залучення тимчасово вільного капіталу. Він забезпечує втілення в життя тих проектів, які не можна реалізувати з допомогою звичайного банківського кредиту. Значну частину змісту ринку цінних паперів, як і будь-якого іншого ринку, становлять інституції. Вони є основою функціонування ринків, які реалізують свої функції через відповідні інститути. Комплексний їх аналіз дає змогу глибше зрозуміти взаємозв'язки між ринками цінних паперів та іншими складниками економічної системи, а також створює теоретичне підґрунтя для подальшого дослідження структури окремих їхніх видів і, зокрема, міжнародного ринку цінних паперів.

Незважаючи на те, що сутність і складники ринку цінних паперів широко розкрито у роботах як вітчизняних, так і іноземних учених, ще недостатньо уваги приділено інституційній складовій ринку цінних паперів. Актуальність дослідження середовища функціонування ринку цінних паперів визначається тим, що інституції впливають на цей ринок не менше, ніж макроекономічний складник. Дослідження впливу інституційного середовища на міжнародний ринок цінних паперів дає можливість глибше зрозуміти суть цього ринку не лише для потенційних інвесторів, що ухвалюватимуть продуктивніші інвестиційні рішення, але й дасть змогу урядам та регулятивним органам вживати заходи, що найефективніше стимулюють розвиток ринку цінних паперів.

Серед економістів, що вивчали особливості інституцій та інститутів, варто згадати таких видатних учених, як Т. Веблен, Дж. Комонс, Р. Коуз, Д. Норт, О. Вільямсон, яких вважають фундаторами інституційної теорії. Саме в їхніх працях потрібно шукати відповідь на запитання про те, чи доцільно розмежовувати поняття «інституція» та «інститут». Різні аспекти інституційної термінології знайшли відображення в публікаціях В. Белоусова, О. Іншакова, Д. Фролова та ін. Серед економістів, наукові зусилля яких спрямовані на розроблення інституційної теорії та застосування її аналітичного потенціалу в дослідженні вітчизняної ринкової економіки, привертають до себе увагу публікації Т.В. Гайдай, Ю. Коваленко, О. Чубаря та інших.

Ринок цінних паперів та, зокрема, його роль в ринковій економіці як важливого її інституту досліджують такі авторитетні зарубіжні вчені, як П. Гартман, К. Грейнджер, Р. Левіч, У. Нільсон, Є. Фама, та інші. Серед вітчизняних учених глибинним дослідженням ринку цінних паперів присвячені праці О. Баули, А. Гальчинського, В. Козюка, В. Міщенко, О. Рогача, В. Соболева, І. Школьник та ін.

Водночас комплексний аналіз інституцій міжнародного ринку цінних паперів поки що відсутній. Неповно висвітлено ті інституції, що формують основу міжнародного ринку цінних паперів, не з'ясовано вплив, який інституції та інститути справляють на міжнародний ринок цінних паперів, недостатньо вивченими є проблеми регулювання ринку цінних паперів як передумови для контролю інституційного середовища ринку. Усе це зумовило вибір теми дисертаційного дослідження, обґрунтування його мети, завдань та логіку викладення матеріалу.

**Інформаційну базу** дисертаційного дослідження становлять фахові наукові праці зарубіжних і вітчизняних учених, публікації у періодичних виданнях, матеріали науково-практичних конференцій, законодавчі та нормативно – правові акти України та іноземних держав.

**Статистичною та фактологічною базою** дисертації послужили офіційні звіти, аналітичні публікації, статистичні збірники провідних міжнародних фінансових організацій (Міжнародного валютного фонду, Світового банку, Банку міжнародних розрахунків), статистичні дані центральних банків та статистичних служб інших країн, ресурси мережі Інтернет.

**Зв'язок роботи з науково-дослідними програмами, планами, темами.** Дисертаційне дослідження виконано в рамках науково – дослідної теми кафедри аналітичної економії та міжнародної економіки Львівського національного університету імені Івана Франка «Відкрита господарська система України в умовах посилення нестабільності світової економіки» (номер державної реєстрації 0112U003755).

Дисертація є частиною наукових досліджень кафедри економічної теорії Львівського національного університету імені Івана Франка у межах виконання наукової теми «Розвиток інституційної структури економіки України» (номер державної реєстрації 0114U000872).

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є дослідження особливостей та закономірностей функціонування міжнародного ринку цінних паперів і передусім інституційної основи міжнародного ринку цінних паперів як його невід'ємної частини.

Виходячи з мети дослідження, у роботі поставлено та вирішено такі завдання:

- дослідити суть, функції та структуру міжнародного ринку цінних паперів і, зокрема, міжнародної мережі фондових бірж;
- розкрити механізм функціонування міжнародних фондових ринків;
- визначити категорії «інститут» та «інституція», а також окреслити теоретичні основи інституційного аналізу ринку цінних паперів;
- на основі аналізу фахових публікацій визначити основні макроекономічні та інституційні детермінанти розвитку фондового ринку;
- здійснити кореляційно-регресійний аналіз залежності основних показників функціонування ринку цінних паперів від показників інституційного та макроекономічного середовища, щоби виявити особливості функціонування міжнародного ринку цінних паперів;
- провести порівняльний аналіз впливу чинників макроекономічного та інституційного середовища на ринок цінних паперів у розвинутих економіках та тих, що розвиваються;
- здійснити порівняльний аналіз систем регулювання ринку цінних паперів у розвинутих країнах та трансформаційних економіках;
- визначити критерії ефективності системи регулювання ринку цінних паперів та порівняти ефективність регулювання фондового ринку у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються;

– проаналізувати впливи процесів глобалізації на перспективи інтеграції фондових ринків країн, що розвиваються у міжнародний ринок цінних паперів.

**Методи дослідження.** Методологічною основою дослідження є фундаментальні положення сучасної економічної теорії, наукові праці вітчизняних та зарубіжних учених-економістів у сфері міжнародного ринку цінних паперів та інституціоналізму, застосування принципу єдності теорії та практики. Для вирішення завдань дисертаційного дослідження використано такі методи наукового пізнання: теоретичного узагальнення (для аналізу функцій, ознак та особливостей міжнародного ринку цінних паперів – п.1.1, 1.2); діалектичний метод (для визначення особливостей та змін, що відбуваються на міжнародному ринку цінних паперів – п.1.1, 1.2, 3.2); історико – логічний метод (для аналізу еволюції розвитку ринку цінних паперів від найдавніших часів та основних теорій ціноутворення на ринку цінних паперів – п.1.3); аналізу й синтезу (для виокремлення складників інституційного середовища ринку цінних паперів та їх взаємодії між собою у контексті впливу на функціонування ринку – п. 2.1); метод індукції та дедукції (для аналізу чинників інституційного та макроекономічного середовища та їх впливів на міжнародний ринок цінних паперів – п. 2.2); методи економіко – математичного моделювання та кореляційно – регресійного аналізу (для визначення впливу, що спричиняють чинники інституційного та макроекономічного середовища на внутрішні чинники функціонування міжнародного ринку цінних паперів та формування відповідних множинних моделей – п. 2.2); методи статистичного та порівняльного аналізу (для порівняльного дослідження систем регулювання ринку цінних паперів у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, а також визначення ефективності такого регулювання – п. 2.3, 3.1); метод наукового абстрагування у всіх розділах роботи.

**Об’єктом дослідження** є процеси функціонування міжнародного ринку цінних паперів.

**Предметом дослідження** є інститути міжнародного ринку цінних паперів, їх ознаки та чинники, що на них впливають.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає в тому, що основні теоретичні положення, висновки та рекомендації, сформульовані автором у дисертації, можуть слугувати методологічною та практичною основою для розроблення законодавчих та нормативно-правових механізмів реформування ринків цінних паперів у контексті врахування та удосконалення тих складників інституційного середовища, що найбільше впливають на ринок цінних паперів.

Крім цього, сформульовані висновки та узагальнення доцільно враховувати в ухваленні інвестиційних рішень потенційними інвесторами та учасниками ринку на міжнародному ринку цінних паперів, бо важливо враховувати не лише економічні, а й позаекономічні, інституційні чинники.

*Уперше:*

– виявлено взаємозв’язок між інституційними чинниками та внутрішніми показниками ринку цінних паперів, що відображають його стан та ознаки. Доведено, що вплив інституційного середовища є набагато сильнішим за вплив макроекономічного середовища на функціонування ринку цінних паперів у країнах,

що розвиваються; у розвинутих країнах інституційне та макроекономічне середовище справляють відносно однакові впливи на цей ринок;

*удосконалено:*

– теоретичні і методологічні підходи до визначення основних інституцій і рівнів інституційного аналізу ринку цінних паперів та ті основні показники інституційного середовища міжнародного ринку цінних паперів, що впливають на його функціонування, а саме: контроль за корупцією, регулятивна якість, політична стабільність, ефективність державного управління, верховенство права, право голосу, свобода слова та ін.;

– підходи до аналізу впливу макроекономічних показників на внутрішні показники ринку цінних паперів. Відображено потенційний передавальний механізм впливу чинників макроекономічного середовища (обсяг ВВП, рівень безробіття, рівень інфляції, валютний курс, реальна процентна ставка, грошова маса, прямі іноземні інвестиції та рівень валових національних заощаджень) на внутрішні показники ринку цінних паперів у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються;

– концептуальні підходи до критеріїв визначення ефективності системи регулювання ринків цінних паперів у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, через застосування додаткових індексів оцінки ефективності регулювання. Запропоновано індекс саморегулювання, який відображає ознаки та особливості розвитку процесів саморегулювання ринків цінних паперів у досліджуваних країнах;

*дістали подальшого розвитку:*

– систематизація основних відомостей про історію розвитку цінних паперів від найдавніших часів, а також простежено погляди представників основних шкіл та напрямів економічної думки на сутність та ознаки міжнародного ринку цінних паперів;

– впорядкування основних теорій ціноутворення на ринку цінних паперів у контексті їх сучасного значення та згруповано найбільш поширені теорії механізму встановлення цін на міжнародному ринку цінних паперів та чинники, що на це впливають;

– порівняльний аналіз систем регулювання ринків цінних паперів у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, з позиції основних недоліків та обмежень, з якими стикаються учасники ринку, а також переваг, що несуть у собі ті чи інші законодавчі, нормативно – правові та етичні вимоги регуляторів до потенційних учасників міжнародного ринку цінних паперів;

– дослідження процесів глобалізації та інтеграції на міжнародному ринку цінних паперів (наприклад, синхронізації цін), що підтверджують інтеграцію ринків цінних паперів країн, що розвиваються у міжнародний ринок цінних паперів. Спрогнозовано можливість виникнення біполярного міжнародного ринку цінних паперів з кластерами розвинутих країн та країн, що розвиваються, що посилюватиме конкуренцію на міжнародному ринку цінних паперів, а також індукуватиме лібералізацію, уніфікацію та стандартизацію основних інструментів та вимог до учасників на міжнародному ринку цінних паперів.

**Теоретичне та практичне значення одержаних результатів.** Отримані у дисертаційній роботі теоретичні та прикладні положення можуть бути враховані і використані органами державної влади і управління у процесі визначення напрямів розвитку фінансового ринку в Україні, а також учасниками ринку цінних паперів для ухвалення ефективніших інвестиційних рішень.

Результати дисертаційної роботи використовують у викладанні таких дисциплін: «Макроекономіка», «Міжнародна економіка», «Міжнародні фінанси», «Інституційна економіка».

**Особистий внесок здобувача.** Дисертація є самостійною науковою працею. Усі наведені висновки та положення наукової новизни отримані автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано лише ті положення, що є результатом особистого дослідження здобувача.

**Апробація результатів дисертації.** Основні результати, висновки та рекомендації, що розроблені автором дисертаційного дослідження, були апробовані на таких міжнародних науково – практичних конференціях: «Актуальні проблеми функціонування господарської системи України» (17-18 травня 2013 р. , м. Львів), «Актуальні проблеми функціонування господарської системи України» (16-17 травня 2014 р. , м. Львів), «Організація управління: витоки, реалії та перспективи розвитку» (20 жовтня 2014 р. , м. Львів), «Управління інноваційними процесами в економічній системі України» (5-6 грудня 2014 р. , м. Львів), Всеукраїнська наукова інтернет – конференція «Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення (Випуск 11)» (25-26 лютого 2015 р. , м. Тернопіль), «Трансформаційні процеси в сучасній системі міжнародних відносин» (15 лютого 2015 р. , м. Львів), «Еколого – економічні проблеми у міжнародній торгівлі та інвестиціях» (20 – 21 жовтня 2015 р. , м. Львів), «Глобальні проблеми економіки та фінансів» (30 вересня 2015 р. , Київ-Прага-Відень), «Актуальні проблеми функціонування господарської системи України» (15-16 травня 2015 р. , м. Львів), «Актуальні проблеми функціонування господарської системи України» (20-21 травня 2016 р. , м. Львів).

**Публікації.** Основні положення, результати та висновки дисертації автором опубліковано у 15 наукових працях, з них: 6 – у наукових фахових виданнях, 1 – у зарубіжних виданнях, 8 – публікацій за матеріалами міжнародних науково-практичних конференцій. Загальний обсяг публікацій автора за темою дисертації становить 3,7 друк. арк., з яких особисто автору належить 3,67 друк. арк.

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Зміст дисертації викладено на 166 сторінках основного тексту . Список використаних джерел налічує 193 найменування.

## **ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ**

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми, сформульовано мету, завдання, об'єкт, предмет і методи дослідження, висвітлено наукову новизну та практичну значущість одержаних результатів, наведено відомості про апробацію результатів дослідження.

**У першому розділі «Теоретико – методологічні засади інституційного аналізу міжнародного ринку цінних паперів» з'ясовано суть, функції та структуру міжнародного ринку цінних паперів з позиції інституційного підходу.**

Дисертант виходить з того, що ринок цінних паперів є важливою частиною світового фінансового ринку. До нього відносять міжнародні ринки акцій, облігацій та похідних фінансових інструментів. Міжнародний ринок цінних паперів виконує низку важливих функцій: акумулює та розподіляє тимчасово вільні кошти, встановлює ціни на фінансові активи в процесі взаємодії попиту та пропозиції, є елементом регулювання міжнародних фінансових потоків, перерозподіляє ризики, залучає значні обсяги інвестицій на розвиток галузей національної економіки різних країн світу тощо.

У роботі міжнародний ринок цінних паперів розглянуто дисертантом у широкому і вузькому значенні – як ціле та як система. В першому випадку міжнародний ринок цінних паперів є ринком на якому здійснюється торгівля інструментами деномінованими в іноземній валюті, а також операції між нерезидентами. В такому контексті міжнародний ринок цінних паперів є єдиним, монолітним інститутом через який відбувається переміщення капіталу та емісія. Відповідно, у широкому значенні, міжнародний ринок цінних паперів – це сегмент світового фінансового ринку на якому проходить купівля – продаж боргових цінних паперів, цінних паперів власності та похідних фінансових інструментів.

Зазначено, якщо міжнародний ринок цінних паперів розглядати з позиції структури, то доцільно аналізувати його як сукупність багатьох інститутів, що є елементами міжнародного ринку цінних паперів – це і інфраструктура ринку, і його учасники. Національні ринки багатьох країн настільки інтегровані між собою, що провести чітку межу між кінцем національного ринку, наприклад США чи Японії, та початком міжнародного фактично неможливо, не кажучи вже про країни ЄС. Тому дисертант вдається до аналізу окремих національних ринків цінних паперів як елементів міжнародного ринку цінних паперів. Вони являють собою доволі незалежні інститути цього ринку, а його аналіз лише як єдиного цілого був би недостатнім. Відповідно, у вузькому значенні, міжнародний ринок цінних паперів – це сукупність інститутів цього ринку, що являють собою інфраструктуру та учасників ринку. В останньому випадку межі між національними та міжнародним ринком фактично відсутні, оскільки ті самі інститути одночасно обслуговують обидва ринки.

Значне місце у розділі відведено з'ясуванню суті міжнародного ринку цінних паперів як інституту сучасної ринкової економіки. Зокрема, дисертант наголошує на різниці між інституціями та інститутами. Існує безмежна кількість інституцій. Фактично, усе, що лежить в основі економічних та соціальних дій у суспільстві, є інституцією. Суть будь – якої інституції є інформація, яку вона несе – про норми, правила, писані та неписані. Інститути є кластерами інституцій, а інституції формують інституційне середовище. Разом з макроекономічними чинниками, інституції впливають на всю економічну систему та міжнародний ринок цінних паперів, зокрема. Міжнародний ринок цінних паперів є інститутом, що складається з інститутів нижчого рівня – його елементів. Одним з найважливіших інститутів



міжнародного ринку цінних паперів є світова мережа міжнародних фондових бірж. Їх налічується майже 200 і вони є кластерами таких інституцій як інституція біржі, конкуренції, посередництва, обміну тощо. Біржі взаємодіють між собою та функціонують в межах інституційного середовища. Як відомо, основною функцією ринку як інституту є ціноутворення. На основі аналізу підходів О. Вільямсона визначено рівні інституційного аналізу міжнародного ринку цінних паперів (рис. 1).



Рис. 1. Рівні інституційного аналізу

*Примітка: Створено автором*

Визначено, що вмонтовані чинники містять в собі інституції першого рівня. Вони майже не змінюються або для їх зміни потрібні століття. Цей рівень аналізу спирається на неформальні інституції у суспільстві – традиції, звичаї, релігійні норми, суспільні заборони тощо. Очевидно, що ці інституції сприймаються як данні: їх не можна змінити або скасувати, оскільки вони є соціальними обмеженнями, що завжди присутні, а тому їх завжди слід брати до уваги. Щодо ринку цінних паперів, то, на нашу думку, неформальні інституції накладають жорсткі обмеження на його розвиток через панівну систему цінностей, носіями яких є його учасники.

Аналіз інституційного середовища являє собою другий рівень – це так звані формальні правила гри (формальні інституції) у тій чи іншій сфері економіки. Зокрема, до них, як відомо, належать Конституція, закони, права власності та усі інші нормативно-правові акти, що так чи інакше регулюють середовище певного виду економічної діяльності. Інституції другого рівня змінюються не так повільно як інституції першого рівня, проте для їх зміни, зазвичай, потрібні десятиліття. Для ринку цінних паперів такі формальні правила гри визначаються передусім низкою національних законів та правил, що стосуються регулювання діяльності суб'єктів цього ринку.

Третій рівень аналізу, на думку дисертанта, пов'язаний з управлінням економічними процесами (рівень взаємодії). Він спрямований на вивчення інституцій, які безпосередньо впливають на ефективність здійснення певного виду економічної діяльності. Зміст цих інституцій становлять відповідні контракти між економічними суб'єктами. Стосовно ринку цінних паперів такого роду контрактами є, по-перше, угоди купівлі-продажу певних фінансових активів, що безпосередньо укладаються між сторонами цих угод; по-друге, сюди, на нашу думку, доцільно віднести фондові біржі та інші позабіржові фінансові установи, які за своєю суттю є певними посередниками, тобто тими інститутами, які організують зустріч сторін угоди та забезпечують виконання ними умов контракту. Фактично, вони утворюють певну структуру управління, яка полегшує проведення операцій між контрагентами. На цьому рівні аналізу доцільно враховувати те, що ця група інституцій може змінюватись доволі швидко, зазвичай, для цього потрібно від одного до кількох років.

Четвертий і найбільш поверховий рівень інституційного аналізу стосується безпосередньої економічної діяльності суб'єктів господарювання. На цьому рівні інституційного аналізу досліджують впливи стимулів на поведінку конкретних економічних суб'єктів.

На основі ґрунтовного аналізу еволюції поглядів на міжнародний ринок цінних паперів у світовій економічній науці дисертант зазначає, що ринок цінних паперів виник ще у Середньовіччі та пройшов доволі тривалий еволюційний шлях, щоб стати інститутом. Від нерозуміння для чого використовувати «несправжні гроші» до абсолютної інтеграції ринку цінних паперів у світову економічну систему пройшло майже п'ять століть. Безперечно, на кожному етапі свого розвитку на нього впливала панівна економічна школа того періоду і кожна з них залишала на ньому певний слід, формуюючи його як повноцінний інститут ринкової економіки.

Акцентовано на тому, що економісти здавна намагались зрозуміти і пояснити суть функціонування ринку цінних паперів, його механізм ціноутворення. Теорії, що пояснюють цей складник ринкового механізму, значною мірою розглядають як гіпотези, бо жодну з них не було переконливо обґрунтовано. Водночас, чітко простежується те, що їхні автори у дослідженні ринку цінних паперів критично використовували напрацювання своїх попередників. Усі вони, розглядали міжнародний ринок цінних паперів як інститут, що проявляє себе через ціноутворення. Автори цих теорій висували різні гіпотези, що були покликані підтвердити або заперечити ефективність його як інституту ринкової економіки, розділяючи ринок на етапи та фази, визначаючи взаємозв'язки між його структурними елементами – інститутами нижчого рівня. Це давало змогу здійснювати поступальний рух у напрямку визначення справжньої суті та правильної формалізації механізму функціонування ринку цінних паперів. Загалом теоретичні аспекти функціонування ринків цінних паперів потребують подальшого їх дослідження, що передбачає перевірку відповідних гіпотез на практиці.

**У другому розділі «Аналіз інститутів міжнародного ринку цінних паперів»** проаналізовано вплив інституційних та макроекономічних чинників на функціонування міжнародного ринку цінних паперів.

Визначено, що роль інститутів ринку цінних паперів, які несуть в собі певні атрибути, – інституції, виконують не лише національні ринки цінних паперів як утворення, а передусім інфраструктура цього ринку. Інфраструктура ринку цінних паперів – це система каналів та взаємозв'язків, за допомогою яких відбувається перерозподіл інформаційних та фінансових ресурсів, а також прав власності на цінні папери. Як відомо, торгівля на будь – якому ринку супроводжується трасакційними витратами, а наявність інфраструктури покликана ці витрати знижувати до мінімуму, і ця тенденція ніде не проявляється так яскраво як на ринку цінних паперів, що найближчий до моделі досконалої конкуренції. Інфраструктура міжнародного ринку цінних паперів загалом є аналогічною до національних ринків. Фактично вона становить сукупність організацій – інститутів, що здійснюють посередницьку діяльність. Інституції проявляють себе через норми та правила, що регулюють діяльність цих інститутів інфраструктури фондового ринку, а також, на думку автора, через функції, які ці елементи інфраструктури виконують. Розглянуто інфраструктуру трьох сегментів міжнародного ринку цінних паперів, а також ті конкретні функції, які вона виконує. Виокремлюють такі складники інфраструктури ринку цінних паперів – торговельно – організаційну, інформаційну, обліково – клірингову, регулятивну, технічну, страхову та інноваційну.

Дисертант показує, що міжнародний ринок цінних паперів фактично не регулюється, тому ці функції на себе взяли саморегульовані організації. Зокрема, основним регулятором на ринку єврооблігацій є Міжнародна асоціація ринків капіталів (*ICMA – International Capital Market Association*). У випадку похідних фінансових інструментів, регулювання відбувається як на рівні нормативно-правових актів, так і саморегульованими організаціями. Так, у США це саморегульовані організації, яким делеговано повноваження безпосереднього регулятора – строкові біржі, Національна ф'ючерсна асоціація (*National Futures Association – NFA*), Національна асоціація дилерів із цінних паперів (*National Association of Securities Dealers – NASD*), Асоціація ф'ючерсної індустрії (*Futures Industry Association – FIA*). На міжнародному ринку акцій, це нормативно – правові акти та власні правила бірж, оскільки 95% емісії міжнародних акцій відбувається на міжнародних фондових біржах.

Здійснено аналіз численних досліджень науковців, що дав змогу зробити висновок про те, що вплив макроекономічних чинників на міжнародний ринок цінних паперів є, загалом, двозначним. Існують емпіричні дослідження, які підтверджують, що ці чинники можуть впливати на ринок цінних паперів як позитивно, так і негативно. Проте вплив інституційного середовища ринку цінних паперів досліджено недостатньо. Відповідно, у роботі проведено кореляційно – регресійний аналіз та побудовано моделі, що відображають вплив макроекономічних чинників (обсяг ВВП, рівень безробіття, рівень інфляції, валютний курс, реальна процентна ставка, грошова маса, прямі іноземні інвестиції та рівень валових національних заощаджень) та інституційних чинників (контроль за корупцією, регулятивна якість, політична стабільність, ефективність державного управління, верховенство права, право голосу та свобода слова) на внутрішні показники (відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП та

кількість лістингових компаній як визначники розміру ринку, а також оборотність цінних паперів та відношення обсягу проведених торгів за цінними паперами до ВВП) ринку цінних паперів низки розвинутих країн та країн, що розвиваються. Аналіз проведено для групи розвинутих країн (США, Велика Британія, Японія та Німеччина) та групи країн, що розвиваються (Бразилія, Південно – Африканська Республіка, Індія, Китай та Україна) задля можливості здійснення подальшого порівняльного аналізу.

Порівняльний аналіз дав можливість зробити висновок про те, що для розвитку ринку цінних паперів є важливим і розвиток економічної системи держави, і її інституцій, що уособлюються в інститутах (табл. 1). Проте, якщо для країн, що розвиваються поліпшення інституційного середовища є важливішим, ніж покращення макроекономічного середовища, то для розвинутих країн обидві групи чинників є однаково важливими. Загалом, зазначено, що менш розвинена країна, то важливішим для її ринку цінних паперів є поліпшення інституційного середовища, і воно є особливо важливим для розвитку ринку цінних паперів країн, що розвиваються.

Таблиця 1

**Важливість макроекономічних та інституційних визначників ринку цінних паперів для різних груп країн**

Комплексні визначники	Розвинуті країни: США, Японія, Німеччина та Велика Британія	Країни, що розвиваються: Бразилія, Індія, Китай, ПАР та Україна
	Важливість інституційних та макроекономічних визначників	Важливість інституційних та макроекономічних визначників
Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП, (%)	Інституційні важливіші, ніж макроекономічні	Інституційні важливіші, ніж макроекономічні
Кількість лістингових компаній	Відносно однаково важливі	Відносно однаково важливі
Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації, (%)	Відносно однаково важливі з деякою перевагою інституційних	Інституційні важливіші, ніж макроекономічні
Відношення обороту ринку ЦП до ВВП, (%)	Інституційні важливіші, ніж макроекономічні	Інституційні важливіші, ніж макроекономічні

*Примітка: Створено автором на основі результатів аналізу*

Загальні висновки, що можна сформулювати з проведеного порівняльного аналізу, є такими:

- як інституційні, так і макроекономічні показники впливають на ринок цінних паперів обраних груп країн;
- результати парної кореляції підтверджують, що вплив інституційних чинників на ринок цінних паперів наявний у всіх країнах, що розвиваються, хоча макроекономічне середовище також справляє певний вплив;
- результати множинної кореляції підтверджують очікувані результати щодо країн, що розвиваються, оскільки в усіх проаналізованих країнах інституційні показники помітно краще пояснюють динаміку комплексних показників ринку цінних паперів, ніж у розвинутих країнах;
- результати множинної кореляції не підтверджують очікуваних оцінок щодо розвинутих країн, оскільки в усіх проаналізованих країнах інституційні чинники є такими ж важливими визначниками динаміки комплексних показників ринку цінних паперів, як і макроекономічні чинники;
- для вітчизняного ринку цінних паперів результати множинної кореляції є ще переконливіші: інституційне середовище впливає на її ринок цінних паперів навіть сильніше, ніж у обраних країнах БРІКС.

Зазначено, що регулювання ринку цінних паперів є по суті єдиним елементом контролю інституційного середовища ринку цінних паперів. Інституційне середовище, на думку автора, буде само собою змінюватись з перебігом часу, як і люди, що є користувачами або носіями цих інституцій. Проте передумови для таких змін виникнуть лише у випадку, якщо держава правильно регулюватиме відповідний ринок, у нашому випадку, цінних паперів. У такому разі, система регулювання покликана попереджати такі несприятливі ситуації, адже вона є своєрідним хвилерізом або фільтром, який пом'якшує наслідки негативних «хвиль» змін економічного чи інституційного середовища. Фактично регулятори ринку є інститутами, що спрямовують діяльність ринку у певному руслі. Система регулювання забезпечує оптимізацію впливу несприятливих чинників на ситуацію на ринку, попереджаючи негативні наслідки (рис. 2). Однак ефективність такого регулювання у різних країнах не завжди однакова. Проте, в результаті такого регулювання, показники ринку цінних паперів є відносно стабільними і передбачуваними та індукують порядок, а не хаос.

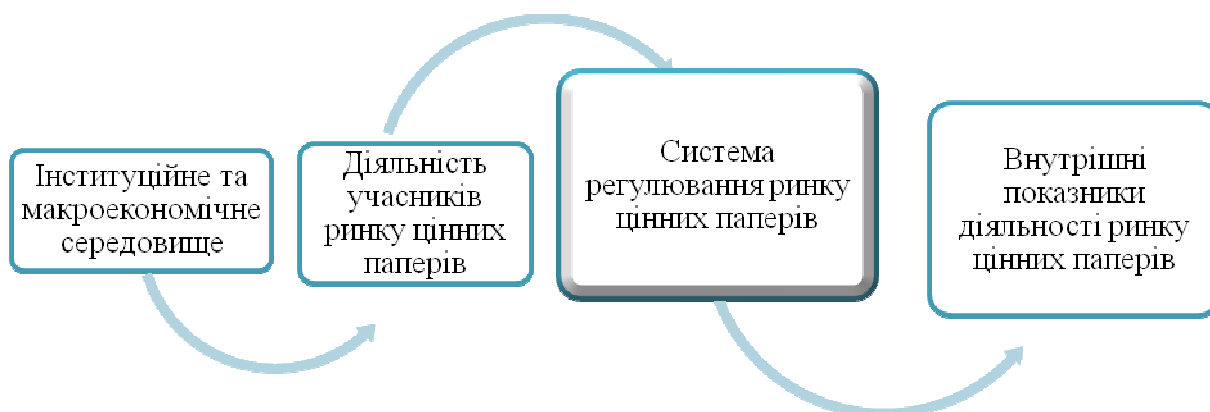


Рис. 2. «Фільтр» регулювання ринку цінних паперів

*Примітка: Створено автором*

У реферованому розділі показано, що будь – які реформи ринку цінних паперів у країнах, що розвиваються, передусім спрямовані на те, щоб система регулювання якомога більше уподібнювалась до тієї, якою керуються у розвинутих країнах. Регулювання ринку цінних паперів у країнах, що розвиваються спрямовувалось за двома напрямками: з одного боку, це фінансова лібералізація, що мала сприяти розширенню ринку та збільшенню ліквідності, яка притаманна розвинутих ринкам, а з іншого, – суворе пряме регулювання державою діяльності на фондовому ринку для уникнення системних ризиків, що притаманне країнам, що розвиваються. Остання світова фінансова криза виявила неспроможність систем регулювання розвинутих країн до виявлення системних та точкових ризиків, бо саме ринки цінних паперів розвинутих країн і їх економіки постраждали найбільше. У зв'язку з цим знову постало питання оптимальності системи регулювання ринку цінних паперів.

Системи регулювання ринку цінних паперів у різних країнах відрізняються. Зокрема, навіть поміж розвинутих країн є суттєві відмінності щодо основних елементів та структури регулювання. Відмінності між усіма досліджуваними країнами головно полягають у структурі системи регулювання: в кожній країні вона особлива та склалась історично. Якщо саморегулювання є базовою та системно важливою категорією для ринків США, Японії, Бразилії та ПАР, то воно не таке вже й важливе для країн ЄС, де діяльність на фондовому ринку суворо регламентується. В Індії та Китаї концепції регулювання взагалі перебувають на початковій стадії розвитку, бо в цих країнах не було потреби у таких інститутах. У результаті політичних чинників усі функції саморегульованих організацій перейняла на себе держава, що вона досі робить, активно втручаючись у політику місцевих бірж та асоціацій. Незмінним, однак, залишається лише мета: забезпечити захист прав інвесторів, стимулювати конкуренцію та виявляти і карати можливих порушників.

**У третьому розділі «Удосконалення інституційного забезпечення міжнародного ринку цінних паперів»** запропоновано напрями поліпшення інституційного та макроекономічного середовища як головної умови покращення функціонування міжнародного ринку цінних паперів. На думку дисертанта, підвищення ефективності системи регулювання ринку цінних паперів є основною передумовою покращення інституційного забезпечення міжнародного ринку цінних паперів. У роботі розвинуто концептуальні підходи до визначення поняття «ефективність функціонування ринку цінних паперів». У світовій економічній літературі, особливо серед економістів-теоретиків, популярною є теорія, згідно з якою для визначення ефективності, доцільно порівняти витрати та вигоди від регулювання ринку. Дисертант, однак, вважає такий критерій доволі двозначним, оскільки незрозуміло про чиї доходи чи вигоди іде мова: інвесторів чи усієї економічної системи. Тому, з погляду автора, ефективність ринку цінних паперів, вітчизняного чи міжнародного, варто визначати за допомогою індексів. Ефективність, відтак, можна чітко розділити на три частини: діяльності, регулювання та інститутів (рис. 3). Щодо ефективності діяльності ринку цінних паперів, то її характеризують внутрішні показники: його капіталізація, обсяги торгів та інші кількісні та якісні показники, які так чи інакше описують ситуацію на ринку

цінних паперів. Ефективність регулювання, – це здатність регулятора або системи регулятивних органів (які самі собою є інститутами) успішно забезпечувати впорядкованість та проведення діяльності інших інститутів ринку. Під інституційною ефективністю, на думку дисертанта, доцільно розуміти оцінку ефективності усіх інших інститутів ринку та їх здатність виконувати свої функції, гармонійно вписуючись у загальну систему, а також ринку цінних паперів як інституту вищого рівня.



Рис. 3. Складники ефективності ринку цінних паперів

*Примітка: Створено автором*

Для визначення ефективності системи регулювання ринку цінних паперів запропоновано доповнити вже наявну методику введенням індексу саморегулювання, оскільки у розвинутих економічних системах саме саморегульовані організації забезпечують практичне виконання вимог щодо діяльності на ринку цінних паперів.

У роботі на основі результатів розрахунків, проведених у другому розділі, а також публікацій окреслено основні проблеми розвитку ринку цінних паперів України. На думку автора, це низька конкурентоспроможність, непривабливі фінансові інструменти, недосконала організаційна інфраструктура, відсутність транспарентності ринку та реальних заходів реформування вітчизняного ринку цінних паперів. Інститути ринку повинні працювати на розвиток системи, тоді як фактично цього не відбувається. У роботі запропоновано напрями поліпшення функціонування та розвитку вітчизняного ринку цінних паперів, серед яких консолідація та скорочення кількості фондових бірж, удосконалення правового забезпечення діяльності учасників, надання центральному регуляторові більшої автономності у прийнятті рішень та його реформування, запровадження ефективних інститутів ринку, що працювали б на основі стандартів *IOSCO*, застосування новітніх технологій, стимулювання появи інвестиційних фірм, фондів та великих інституційних інвесторів, зменшення частки держави на ринку, податкові та валютні заходи стимулювання учасників ринку, стимулювання розвитку іноземного сегменту вітчизняного ринку цінних паперів. Автором запропоновано низку необхідних кроків для покращення ефективності функціонування ринку цінних паперів України як інституту, проте потрібно забезпечити передовсім розвиток інституційного середовища цього ринку. Саме інституційне середовище, на думку дисертанта, визначає рівень розвитку ринку цінних паперів. Усі зазначені вище заходи покращать інвестиційний клімат нашої держави, що в перспективі зумовить

розвиток не лише вітчизняного ринку цінних паперів, але й усієї національної економіки.

Проаналізувавши результати досліджень вітчизняних та іноземних фахівців і динаміку показників міжнародного ринку цінних паперів, дисертант дійшов висновку, що найяскравішою тенденцією на цьому ринку є інтеграція власне країн, що розвиваються. Україна, на думку автора, повинна, передусім, намагатися взаємодіяти з цими ринками через міжурядові консультації та заходи неурядових організацій та об'єднань, які дадуть можливість тісніше з ними співпрацювати. На думку дисертанта, Україна не зможе конкурувати за капітал з розвинутими ринками: це лише розбалансиє внутрішній ринок цінних паперів та спричинить переливання капіталу у розвинуті країни. Україна, однак, здатна, і повинна, конкурувати за капітал країн, що розвиваються. Пошук вищої прибутковості у групі країн, що розвиваються, вже став тенденцією на міжнародному ринку цінних паперів. Знецінення гривні, а також нові економічні передумови (підписання угоди ЗВТ з ЄС, торговельні війни з Росією та загальна системна нестабільність) змушують до пошуку нових джерел залучення капіталу і ринки країн, що розвиваються, є найкращими для цього партнерами. Україні доцільно взяти курс на взаємодію вітчизняного ринку з ринками цінних паперів країн, що розвиваються, бо це дасть можливість не лише залучити капітал, а й розвинути економічні взаємозв'язки, що дадуть змогу країні нарешті стати повноцінним суб'єктом міжнародного ринку цінних паперів.

## **ВИСНОВКИ**

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення та нове вирішення важливого наукового завдання, що полягає у дослідженні інституційного середовища міжнародного ринку цінних паперів. Результати проведеного дослідження дозволяють зробити такі наукові висновки і пропозиції.

1. Міжнародний ринок цінних паперів є важливим складником світового фінансового ринку, що забезпечує акумуляцію та розподіл тимчасово вільних коштів у межах світового господарства. Він складається з ринку титулів власності, боргових цінних паперів та деривативів. Основна торгівля цінними паперами здійснюється через інститути ринку цінних паперів, фондові біржі, зокрема. Серед найбільш розвинених ринків цінних паперів світу особливе місце займають ринки цінних паперів США, Великої Британії та Японії. Серед країн, що розвиваються, найшвидшими темпами розвиваються та зростають ринки цінних паперів країн БРІКС.

2. Міжнародний ринок цінних паперів пройшов довгий шлях еволюції: від застосування боргових розписок в епоху пізнього Середньовіччя до сучасної надтехнологічної мережі міжнародних фондових бірж. Погляди на міжнародний ринок цінних паперів та його роль в економіці змінювались залежно від панівної економічної парадигми. Вперше важливе його місце в економічній системі зазначив К. Маркс, а подальший розвиток теоретичних узагальнень щодо цього ринку здійснено Дж. М. Кейнсом. Стрімкого розвитку ринок цінних паперів набув у ХХ ст., а дослідження його природи знайшло місце у працях монетаристів та інституціоналістів.



3. На міжнародному ринку цінних паперів ціноутворення є близьким до моделі «досконала конкуренція», проте кризи міжнародного ринку цінних паперів та його фінансова нестабільність засвідчують, що ринковий механізм нерідко зазнає невдач. Теорії, які описують механізм ціноутворення на цьому ринку, є скоріше гіпотезами, бо ще переконливо не доведені. Серед найвідоміших гіпотез – теорія ефективних ринків та теорія поведінкових фінансів.

4. На ринку цінних паперів існують інституції та інститути, що їх уособлюють. Усі вони згруповані за різним рівнем впливу і є відображенням культури та особливостей країни або звичайних етичних чи законодавчих норм. Водночас, вони визначають інституційне середовище ринку цінних паперів та слугують, як певні обмеження в межах яких функціонують учасники цього ринку. Інституції ринку цінних паперів передовсім проявляють себе через інфраструктуру ринку. Саме вона покликана забезпечувати успішне та ефективне функціонування міжнародного ринку цінних паперів.

5. Інституційні і макроекономічні чинники впливають на внутрішні показники ринку цінних паперів. Впливи макроекономічних чинників, як і їх механізм, є доволі очевидними, тоді як впливи чинників інституційного середовища (позаконотичні) на ринок цінних паперів досліджено недостатньо. Серед інституційних чинників, що спричиняють істотний вплив на динаміку показників ринку цінних паперів, на думку автора, найважливішими є контроль за корупцією, регулятивна якість, політична стабільність, ефективність державного управління, верховенство права, право голосу та свобода слова.

6. На ринок цінних паперів у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються, впливає як макроекономічне, так і інституційне середовище, проте інтенсивність такого впливу є неоднакова. Інституційні чинники є набагато важливішими для функціонування ринку цінних паперів у країнах, що розвиваються (БРІКС та Україна), ніж макроекономічні чинники. У розвинутих країнах обидві групи чинників справляють відносно однаковий вплив. Уряди досліджуваних країн, для поліпшення функціонування ринку цінних паперів, мають зосередити свою увагу передусім на вдосконаленні тих елементів економічної системи, що є найбільш чутливими до змін в інституційних чинниках. Водночас, потенційні учасники ринку цінних паперів мають також звертати увагу не лише на динаміку макроекономічних показників, а й на динаміку інституційного середовища.

7. Регулювання ринку цінних паперів є по суті єдиним методом контролю інституційного середовища ринку цінних паперів. Відсутність регулювання може спричинити хаос, особливо якщо йдеться про країни, що розвиваються. Існують різноманітні моделі систем регулювання, найпопулярнішою з яких є американська. Проте у кожній країні вона доповнюється новими елементами, що пов'язані з особливостями поведінки учасників ринку. Загалом регулювання міжнародного ринку цінних паперів спрямоване на захист прав інвесторів, стимулювання конкуренції на ринку, уніфікації стандартів та вимог до учасників ринку задля попередження можливого шахрайства та, особливо, зниження системних ризиків.

8. Єдиного об'єктивного критерію ефективності функціонування ринку цінних паперів поки що немає. Її доцільно розділити на три частини: ефективність

регулювання, ефективність діяльності та інституційну ефективність. Існують різні підходи до визначення ефективності регулювання, проте найбільш адекватним, на думку дисертанта, є метод визначення ефективності на основі індексів. Запропоновано застосування індексу, що характеризує систему саморегулювання на ринку. Саме саморегулювання, яке передбачає значне делегування своїх функцій центральними регуляторами інститутам на місцях, є одним з важливих елементів стимулювання конкуренції та попередження негативних наслідків для всього міжнародного ринку цінних паперів.

9. Ринки цінних паперів країн можуть розвиватися лише тоді, коли розвиваються їхні інституції, а це можливо лише у разі глобалізації та інтеграції ринків цінних паперів у міжнародний ринок. Під інтеграцією зазвичай розуміємо не лише синхронізацію динаміки руху цін на фінансові активи, а й інші, не менш важливі, елементи. Зокрема, уніфікація та стандартизація правил регулювання, як і визначення загальних принципів та стандартів щодо проведення учасниками ринку основних операцій на міжнародному ринку цінних паперів, є стрижневою передумовою його розвитку. За таких умов можливе формування біполярного міжнародного ринку цінних паперів, де центрами є розвинуті країни та країни, що розвиваються. Саме такий розвиток дасть міжнародному ринку цінних паперів можливість розвиватися в умовах глобальної конкурентної боротьби центрів.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

### *У іноземних фахових виданнях:*

1. Hnatyuk R. The comparative analysis of the factors affecting securities market of the developed and emerging economies: BRICS and Ukraine case / Hnatyuk Rostyslav // British Journal of Economics, Finance and Management Sciences. – 2016. – Vol. 11 (2). – P. 13–33. Available at: [http://www.ajournal.co.uk/EFArticles11\(2\).htm](http://www.ajournal.co.uk/EFArticles11(2).htm)

### *У наукових фахових виданнях:*

2. Гнатюк Р. А. Мікроструктурні чинники формування індексів на міжнародних фондових біржах / І. В. Грабинська, Р. А. Гнатюк // Вісник Львівського національного університету імені Івана Франка (серія економічна). – 2013. – Випуск 48. – С. 478–488.

3. Гнатюк Р. А. Фондова біржа в системі інститутів міжнародного ринку цінних паперів / П. І. Островерх, Р. А. Гнатюк // Збірник наукових праць Формування ринкової економіки. – 2014. – Випуск 33 (2). – С. 71–74.

4. Гнатюк Р. А. Еволюція поглядів представників провідних економічних шкіл на роль ринку цінних паперів в господарській системі / П. І. Островерх, Р. А. Гнатюк // Збірник науково-технічних праць Науковий вісник НЛТУ України. – 2015. – Випуск 25.3. – С. 400–406.

5. Гнатюк Р. А. Теорії ціноутворення на ринку цінних паперів / Ростислав Андрійович Гнатюк // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський

національний економічний університет; редкол.: В. А. Дерій (голов. ред.) та ін. – Тернопіль : Видавничо – поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2015. – Том 20. – С. 128–135.

6. Гнатюк Р. А. Теоретичні аспекти інституційного аналізу ринку цінних паперів / П. І. Островерх, Р. А. Гнатюк // Збірник наукових праць ЧДТУ. – 2016. – Випуск 40.1. – С. 106–114.

7. Гнатюк Р. А. Інтеграція ринків цінних паперів країн, що розвиваються та розвинених країн / Р. А. Гнатюк // Вісник Львівського національного університету імені Івана Франка (серія економічна). – 2016. – Випуск 52. – С. 334–339.

***Публікації в інших виданнях:***

8. Гнатюк Р.А. Факторний аналіз фондових індексів на міжнародних фондових біржах / Р. А. Гнатюк // Актуальні проблеми функціонування господарської системи України: Матеріали XX-тої міжнародної наукової конференції студентів, аспірантів та молодих учених, Львів, 17 – 18 травня 2013 р.– Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2013. – С. 58–59.

9. Гнатюк Р. А. Теорії ціноутворення як основа дослідження ринку цінних паперів / Р. А. Гнатюк // Управління інноваційними процесами в економічній системі України: Матеріали I Міжнародної науково-практичної конференції студентів, аспірантів та молодих учених, Львів, 5 – 6 грудня 2014 р. – Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2014. – С. 37–38.

10. Гнатюк Р. А. Інституційні чинники розвитку міжнародного фондового ринку / Р. А. Гнатюк // Актуальні проблеми функціонування господарської системи України Матеріали XXI-ої міжнародної наукової конференції студентів, аспірантів та молодих учених, Львів, 16 – 17 травня 2014р.– Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2014. – С. 60–62.

11. Гнатюк Р. А. Інституціоналізм та його основні напрямки / Р. А. Гнатюк // Всеукраїнська наукова інтернет – конференція «Інформаційне суспільство: технологічні, економічні та технічні аспекти становлення» (Випуск 11), м.Тернопіль, 25 – 26 лютого, 2015р. – С. 15–16.

12. Гнатюк Р. А. Еволюція поглядів представників головних економічних шкіл на розвиток ринку цінних паперів / Р. А. Гнатюк // Трансформаційні процеси в сучасній системі міжнародних відносин: Матеріали IV щорічної науково – практичної конференції, м. Львів, 15 лютого 2015р. – Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2015. – С. 288–290.

13. Гнатюк Р. А. Особливості інституційного аналізу ринку цінних паперів / Р. А. Гнатюк // Актуальні проблеми функціонування господарської системи України Матеріали XXII-ої міжнародної наукової конференції студентів, аспірантів та молодих учених, Львів, 15 – 16 травня 2015р.– Львів: ЛНУ імені Івана Франка, 2014. – С. 51–52.

14. Гнатюк Р. А. Інституційні визначники ринку цінних паперів / Р. А. Гнатюк // Глобальні проблеми економіки та фінансів, Київ-Прага-Відень, 30 вересня 2015 р., – С. 65–70.

15. Гнатюк Р. А. Макроекономічні визначники ринку цінних паперів / Р. А. Гнатюк // Еколого – економічні проблеми у міжнародній торгівлі та інвестиціях, м. Львів, 20 – 21 жовтня 2015р. – С. 63–69.

## АНОТАЦІЯ

**Гнатюк Р.А. Інституційний аналіз міжнародного ринку цінних паперів. – Рукопис.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.01 – економічна теорія та історія економічної думки, Львівський національний університет імені Івана Франка. – Львів, 2016.

У дисертаційній роботі розглянуто особливості та функції міжнародного ринку цінних паперів та його сегментів, розроблено концепцію дослідження рівнів інституційного аналізу міжнародного ринку цінних паперів. Проведено кореляційно-регресійний аналіз впливу макроекономічних та інституційних показників на внутрішні показники діяльності міжнародного ринку цінних паперів. На основі побудованих моделей зроблено висновок про те, що менш розвинута країна, то важливішим для її ринку цінних паперів є покращення інституційного середовища. Показано, що ефективність системи регулювання ринку цінних паперів є основною передумовою поліпшення інституційного забезпечення міжнародного ринку цінних паперів. Визначено потенційні напрями вдосконалення вітчизняного ринку цінних паперів, обґрунтовано необхідність його інтеграції у міжнародний ринок.

**Ключові слова:** інститути, інституції, інституціоналізм, інституційне середовище, міжнародний ринок цінних паперів, фондовий ринок, цінні папери, інституційні визначники, макроекономічні визначники, регулювання ринку цінних паперів.

## АННОТАЦИЯ

**Гнатюк Р.А. Институциональный анализ международного рынка ценных бумаг. - Рукопись.**

Диссертация на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.01 - экономическая теория и история экономической мысли, Львовский национальный университет имени Ивана Франко. – Львов, 2016.

В диссертационной работе рассмотрены особенности и функции международного рынка ценных бумаг и его сегментов, разработана концепция исследования уровней институционального анализа международного рынка ценных бумаг. Проведен корреляционно - регрессионный анализ влияния макроекономических и институциональных показателей на внутренние показатели деятельности международного рынка ценных бумаг. На основе построенных моделей, сделан вывод о том, что в целом, чем менее развита страна, тем более важным для ее рынка ценных бумаг является улучшение институциональной среды. Показано, что эффективность системы регулирования рынка ценных бумаг является

основной предпосылкой улучшения институционального обеспечения международного рынка ценных бумаг. Определены потенциальные направления совершенствования отечественного рынка ценных бумаг, обоснована необходимость его интеграции в международный рынок.

**Ключевые слова:** институты, институции, институционализм, институциональная среда, международный рынок ценных бумаг, фондовый рынок, ценные бумаги, институциональные детерминанты, макроэкономические детерминанты, регулирование рынка ценных бумаг.

## ANNOTATION

### **Hnatyuk R.A. Institutional Analysis of the International Securities Market. - Manuscript.**

The dissertation applying for a scientific degree of the «Candidate of Economic Sciences» in the speciality 08.00.01 – Economic Theory and History of Economic Thought. – Ivan Franko National University of Lviv. – Lviv, 2016.

The dissertation covers the peculiarities and functions of the international securities market and its segments. It explores and broadens the essence of institutional analysis, institutes and institutions, as well as the differences between these categories.

The research reveals the concept of institutional analysis levels by Oliver Williamson applied to the international securities market. Based on the concept the main institutes and institutions of the market has been defined. The evolution of theoretical notions about the role and place of securities market in economic system has been traced. The work systematizes and summarizes the main securities market price movement theories, their main weaknesses and strengths are determined.

The thesis defines international securities market infrastructure to be the main institutes of the market. Therefore, the analyses of the three market segments infrastructure has been performed, their main functions highlighted. The author performs linear correlation analysis in order to determine the influence of the macroeconomic and institutional factors on the internal determinants of securities market. Based on the developed models, it is concluded that, as the rule, the less developed country, the more important for its securities market is the development of the institutional environment. The research proves that for development of emerging economies' securities market the role of institutional environment is much more important than macroeconomic indicators, whereas for developed countries good performance of both is mostly equally essential. The author stresses that securities market regulation is, in fact, the only measure of market institutional environment control. Thus, comparative analysis of securities market regulation systems across groups of countries has been performed, their main weaknesses and strengths revealed.

The author believes that the only way to improve the institutional environment of the securities market is to enhance the efficiency of the regulation system. Therefore, the research indicates methodological approaches to identification of the «securities market efficiency» category, as well as implies potential ways of upgrading the existing methods by introducing the self-regulation index. The work highlights the main problems of the

Ukrainian securities market development, suggests potential ways of its improvement in the context of the national regulation enhancement as well as the foreign securities market segment development stimulation. The research also highlights the main peculiarities and tendencies of developing countries securities market integration into the international market as an essential part of securities market institutional development.

**Key words:** institute, institution, institutionalism, institutional environment, international securities market, stock market, securities, institutional determinants, macroeconomic determinants, securities market regulation.