

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

Дисертація
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
Островерх Петро Іванович,
кандидат економічних наук,
професор

Львів – 2016

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ I. Теоретико – методологічні засади інституційного аналізу міжнародного ринку цінних паперів	11
1.1. Суть, функції та структура міжнародного ринку цінних паперів	11
1.2. Інституційно – аналітичні інструменти дослідження міжнародного ринку цінних паперів	40
1.3. Еволюція поглядів на механізм функціонування міжнародного ринку цінних паперів у контексті його інституційного аналізу	59
Висновки до розділу I	79
РОЗДІЛ II. Аналіз інститутів міжнародного ринку цінних паперів.....	82
2.1. Система інфраструктурного забезпечення міжнародного ринку цінних паперів як його інституційної основи	82
2.2. Дослідження інституційних та макроекономічних визначників розвитку міжнародного ринку цінних паперів.....	94
2.3. Порівняльний аналіз систем регулювання міжнародного ринку цінних паперів у розвинених країнах та у країнах, що розвиваються	135
Висновки до розділу II.....	155
РОЗДІЛ III. Удосконалення інституційного забезпечення міжнародного ринку цінних паперів.....	157
3.1. Шляхи покращення методик визначення ефективності функціонування міжнародного ринку цінних паперів.....	157
3.2. Напрями застосування міжнародного досвіду для поліпшення діяльності ринку цінних паперів України	170
Висновки до розділу III	185
ВИСНОВКИ	187
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	191
ДОДАТКИ.....	213

ВСТУП

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 уважають 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 інших. 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. 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 інших.

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 спричиняють 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.

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 у сучасній вітчизняній та світовій економічній літературі 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, що дало можливість 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.

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.

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, 2.3, 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.

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, Світовий банку, Банку міжнародних розрахунків), статистичні дані центральних банків та статистичних служб інших країн, ресурси мережі Інтернет.

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 зосередження на удосконаленні тих чинників інституційного середовища, що найбільше впливають на ринок цінних паперів у конкретній країні.

Крім цього, сформульовані висновки та узагальнення доцільно враховувати в ухваленні інвестиційних рішень потенційними інвесторами та учасниками ринку на міжнародному ринку цінних паперів, оскільки акцентують на тому, що 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 розвитку ринку цінних паперів у країнах, що розвиваються; у розвинутих країнах інституційне та макроекономічне середовище справляють відносно однакові впливи на фондовий 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, у контексті 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 формування політики щодо фінансового ринку в Україні, а також учасниками ринку цінних паперів для прийняття 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 і обсяг дисертаційної роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Повний обсяг дисертації становить 232 сторінки. Основний її зміст викладено на 166 сторінках. Робота містить 16 таблиць, 5 рисунків, 18 додатків, список використаних джерел містить 193 найменування.

РОЗДІЛ І

ТЕОРЕТИКО – МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ ІНСТИТУЦІЙНОГО АНАЛІЗУ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

1.1 Суть, функції та структура міжнародного ринку цінних паперів

Фінансовий ринок, безумовно, є одним з найважливіших елементів сучасної ринкової економіки. Його роль зростає і буде зростати у контексті розвитку міжнародної економіки та глибшої інтеграції в неї країн з ринками, що розвиваються. Прямий взаємозв'язок між обсягом ВВП та рівнем розвитку фінансового ринку наводять численні дослідження як вітчизняних так і західних економістів. Крім того, станом на кінець 2015 року світовий ВВП становив майже 75 трильйонів доларів США, тоді як сукупна ринкова капіталізація світового ринку цінних паперів досягла 64 трильйонів доларів США. У даній кандидатській роботі зосереджено увагу на одному з найважливіших сегментів фінансового ринку – ринку цінних паперів. Проте для початку слід визначити, що мається на увазі під ринком загалом і фінансовим ринком зокрема, а також розглянути його основні сегменти.

В історії людської цивілізації поняття ринок, як інститут, існує вже майже 7 тис. років, проте його визначення як економічної категорії здійснено менше 2 ст. тому [1]. Загалом, визначень цього терміну є безліч, проте важливо наголосити власне на тому, яке визначає його основні функції. Ринок – це інструмент чи механізм, який зводить покупців і продавців товару або послуги, результатом дії якого є визначення ціни і кількості необхідних благ [2, с. 144]. Таким чином, ринок є основним місцем зустрічі продавця та покупця, де відбувається обмін між ними. Фактично, ринок – це один з найважливіших інститутів ринкової економіки загалом, адже він забезпечує взаємодію попиту та пропозиції під впливом відповідних умов економічного середовища, що створює передумови для формування ринкової ціни – рівноважної ціни.

Фінансовий ринок не є винятком – це також місце зустрічі продавців і покупців певного товару, але тут цей товар – фінансовий актив.

В економічній літературі по сьогодні немає єдиного трактування таких економічних категорій як «фінансовий ринок» та «міжнародний фінансовий ринок»: економісти у численних дослідженнях та публікаціях вже багато років намагаються визначити ці поняття [3]. І хоча в економічній літературі досить часто використовуються ці терміни, їх трактування різними авторами неоднозначне. Пропонуємо визначити фінансовий ринок як сукупність ринкових інститутів, які скеровують потік грошових коштів від власників до позичальників [2, с.148]. У більшості випадків фінансовий ринок розглядається як місце зустрічі попиту і пропозиції, але не на фізичний товар, а на фінансовий актив: в результаті взаємодії покупців і продавців визначається взаємовигідна ринкова ціна активу. Слід зазначити, що фінансовий ринок вважається одним з найбільш конкурентних ринків у сучасній економічній системі: велика кількість позичальників та інвесторів створює такі умови торгівлі за яких жодна зі сторін не може суттєво впливати на ціну активу. Така ознака фінансового ринку наближує його до ринкової структури ідеального типу – вільної конкуренції.

У даній кандидатській роботі автор зосереджує увагу на міжнародному фінансовому ринку. Зокрема, Мозговий визначає різницю між цими категоріями. Він вважає, що з функціонального погляду світовий фінансовий ринок – це «система ринкових відносин, у якій об'єктом операцій виступає грошовий капітал і яка забезпечує акумуляцію та перерозподіл світових фінансових потоків, створюючи умови для безперервності та рентабельності виробництва» [4]. Він зазначає, що світовий фінансовий ринок містить в собі національні фінансові ринки, що взаємодіють між собою, а також міжнародний фінансовий ринок. Тоді як міжнародний фінансовий ринок він визначає як «глобальна система акумулювання вільних фінансових ресурсів та надання їх позичальникам із різних країн на принципах ринкової конкуренції» [4]. Таким чином, можна підсумувати, що в такому вигляді світовий фінансовий ринок

визначається скоріше як певна глобальна економічна категорія, аніж реально існуючий ринок. На відміну від такого погляду, більшість економістів схиляється до думки, що з економічної точки зору, категорії «міжнародний» та «світовий» у контексті фінансових ринків є близькими за значенням, а тому тотожними. Наприклад, Рогач вважає, що світовий (міжнародний) фінансовий ринок – це «система ринкових відносин, що забезпечує акумуляцію та перерозподіл міжнародних фінансових потоків» [5]. У даній кандидатській роботі автор вважає за доцільне ототожнювати поняття «міжнародний» та «світовий», оскільки вважаємо, що для нашого дослідження такий підхід буде найкращим.

Світовий фінансовий ринок має дуже складну внутрішню будову і, зазвичай, в економічній літературі дуже детально її розглядають, бо ще не визначено єдиної та загально визнаної структури міжнародного фінансового ринку. Пропонуємо свою власну сегментацію світового фінансового ринку (Додаток А).

У моделі, наведеній у додатку А, існує важливий елемент – міжнародний ринок цінних паперів. Оскільки він є об'єктом нашого дослідження, то вважаю, що слід більш детально розглянути його структуру. Але для цього слід визначити поняття ринку цінних паперів та що до нього відносимо.

Для початку слід відзначити, що серед економістів, як вітчизняних так і іноземних, немає однозначного трактування поняття ринок цінних паперів. Зокрема, російський економіст Рубцов Р.Р. каже, що у світовій практиці існує два основних трактування ринку цінних паперів [8, с. 20]. Одні вважають, що поняття ринок цінних паперів є синонімом поняття фондовий ринок, а тому до нього відноситься лише обіг довгострокових (більше 1 року) цінних паперів, таких як акції і облігації, та деривативів. Інші вважають, що ринок цінних паперів – поняття ширше, ніж фондовий ринок, а тому ще включають сюди короткострокові цінні папери, такі як векселі та комерційні папери. Так зокрема, Чередніченко Н. І. вважає, що «ринок цінних паперів – це сегмент фінансового ринку, що охоплює грошовий ринок та ринок капіталів і за

допомогою особливого типу інструментів – цінних паперів – забезпечує акумуляцію, розподіл та перерозподіл фінансових ресурсів» [7, с. 5]. Аналогічно, Івасів Б. С. та Комар В. В. трактують ринок цінних паперів «частиною як грошового ринку, так і ринку капіталів» [11]. В обох випадках іде мова про ширше трактування поняття ринок цінних паперів. З іншого боку, все більше економістів вважає, що поняття ринок цінних паперів та фондовий ринок – тотожні. Так Раровська В. В. ототожнює поняття ринок цінних паперів та фондовий ринок, вважаючи, що «це частина фінансового ринку, яка забезпечує можливо швидкий перелив фінансових засобів та інвестицій» [12]. Зокрема, Мошенський С. З. вважає, що сьогодні межі між коротко – та довгостроковими цінними паперами все більше стирається, а тому все більше економістів використовує ці поняття як синоніми [9, с. 35]. Так, Мозговий О. М. також ототожнює ринок цінних паперів та фондовий ринок, щоправда, до нього він не відносить ринок деривативів [4, с. 83]. Петрашко Л. П. не виділяє поняття фондовий ринок та ринок цінних паперів, проте визнає, що основні операції здійснюються завжди в межах світових фінансових центрів з потужними міжнародними біржами [13, с. 40]. Мендрул О. Г. та Шевчук І. А. визначають його як «частка фінансового ринку, що охоплює відносини, пов'язані з цінними паперами» і вважають, що «синонімом поняття «ринок цінних паперів» є поняття «фондовий ринок» [14, с. 9]. Швайко М.Л. теж ототожнює поняття ринок цінних паперів з фондовим ринком та вважає, що в нього входить ринок акцій, облігацій та деривативів [15]. Буднік М. М. і Еш С. М. цитують, що «ринок цінних паперів (фондовий ринок) – сукупність учасників ринку та правовідносини між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів та деривативів» [10, с. 99; 3, с. 318].

З наведеного вище стає зрозуміло, що межа між цими поняттями є доволі розмитою: науковці, що займаються цією сферою дослідження вбачають різницю між цими категоріями лише в тому, що ринок цінних паперів містить в собі також і частину грошового ринку – тобто короткострокові цінні папери. Тоді як економісти – практики, що працюють у сфері міжнародних фінансів, не

вбачають великої різниці та ототожнюють ці поняття. Зокрема, Рубцов та Мошенській наводять низку аргументів про синонімічність категорій «ринок цінних паперів» та «фондовий ринок». Вони вважають, що межі між короткостроковими та довгостроковими інструментами ринку цінних паперів нівелюється: існування деривативів значною мірою наближає традиційні довгострокові інструменти (такі як облігації та акції) до інструментів короткострокового ринку [9, с. 35]. З іншого боку, сьогодні все частіше традиційно короткострокові інструменти фінансового ринку (як то короткострокові державні запозичення, комерційні папери або похідні фінансові інструменти) все частіше котируються на фондових біржах [8, с. 21-22]. Таким чином, враховуючи усе вищезазначене, вважаю доцільним для потреб нашого дослідження поставити знак рівності між цими економічними категоріями.

У всіх вищезазначених термінах навмисне упущено слово «міжнародний». Справа в тому, що певних критеріїв міжнародності ринку цінних паперів не існує.

Саме тому автор пропонує своє трактування розглядаючи міжнародний ринок цінних з двох різних поглядів: як ціле та як систему. В першому випадку міжнародний ринок цінних паперів є ринком на якому здійснюється торгівля інструментами деномінованими в іноземній валюті [16, с. 340], а також здійснення операцій між нерезидентами [5, с. 180]. В такому контексті міжнародний ринок цінних паперів є єдиним, монолітним інститутом через який відбувається переміщення капіталу та емісія. Зокрема, Банк міжнародних розрахунків визначає три можливих варіанти емісії цінних паперів на міжнародному ринку [5, с. 180-181]:

- Емісія цінних паперів нерезидентами в національній або іноземній валюті на національному фінансовому ринку країни;
- Емісія цінних паперів резидентами в іноземній валюті;
- Емісія цінних паперів, деномінованих в національній валюті, проте призначених для продажу іноземним інвесторам.

Загалом, Рогач О. І. вважає, що статусу «міжнародності» операція з цінними паперами набуває тоді, коли відбувається рух капіталу з країни у країну, тобто коли фінансові ресурси перетинають національні кордони [5, с. 181]. З огляду на це, будемо дотримуватись усіх вищезазначених категорій емісії при подальшому аналізі.

Коли ж розглядаємо міжнародний ринок цінних паперів з погляду структури, то пропонуємо аналізувати його як сукупність багатьох інститутів, що є елементами міжнародного ринку цінних паперів: це і інфраструктура ринку і його учасники. Крім цього, національні ринки багатьох країн світу настільки інтегровані між собою, що провести чітку межу між кінцем національного ринку, наприклад США чи Японії, та початком міжнародного є фактично неможливо, вже не кажучи про країни ЄС. Саме тому у подальшому аналізі автор також вдається до аналізу окремих національних ринків цінних паперів як елементів міжнародного ринку цінних паперів. Вони є цікавими, оскільки являють собою доволі незалежні інститути цього ринку, а тому аналіз міжнародного ринку цінних паперів лише як єдиного цілого вважаємо одностороннім та недостатнім.

На основі наведеного вище, пропонуємо свої визначення міжнародного ринку цінних паперів (міжнародного фондового ринку). У широкому значенні, міжнародний ринок цінних паперів – це сегмент світового фінансового ринку на якому здійснюється купівля – продаж боргових цінних паперів, цінних паперів власності та похідних фінансових інструментів. 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.

Тут також варто підкреслити, що вважаю за доцільне не обмежувати дослідження міжнародного ринку цінних паперів лише тими фінансовими інструментами, що номіновані у іноземній валюті. Загалом, на практиці коли іде мова про міжнародний ринок цінних паперів аналізуємо усі операції, що

відбуваються на міжнародних торгових майданчиках: фактично, міжнародний ринок цінних паперів є сукупністю національних ринків цінних паперів. Вважаю, що в цьому контексті та для цілей дослідження, з метою повноти аналізу, слід також аналізувати і національні сегменти міжнародного ринку цінних паперів, оскільки вони є нерозривно пов'язані з міжнародним ринком цінних паперів. Врахування лише іноземних емісій та емісій нерезидентів значно звузить ефект дослідження. Справа в тому, що тоді свідомо обмежується вітчизняний сегмент, який значною мірою впливає на ситуацію власне на міжнародному ринку цінних паперів, оскільки інститути як на міжнародному, так і на національному ринку цінних паперів значною мірою взаємопов'язані. Відповідно, у своєму дослідженні я також аналізуватиму деякі сегменти національних ринків цінних паперів у поєднанні з міжнародним ринком в інституційному аспекті.

Як вже було зазначено вище, сегментація міжнародного фінансового ринку є доволі умовною, а тому для кращого розуміння суті цього феномену слід розглянути ті конкретні функції, які виконує міжнародний ринок цінних паперів. Отже, проаналізувавши праці вітчизняних економістів, що визначали функції міжнародного ринку цінних паперів, автор пропонує таке їх трактування [3 – 18]:

1. перерозподіл фінансових ресурсів – між регіонами та національними економіками, що забезпечує перетворення заощаджень економічних суб'єктів певної держави у виробничі фактори: тимчасово вільні кошти перетворюються у цінні папери, які фінансують різноманітні капіталомісткі проекти, розвиваючи національну економіку, та, паралельно, приносять своїм власникам стабільний дохід. У разі ж інвестування коштів через ринок цінних паперів в облігації внутрішньої державної та місцевих позик, перерозподіл вільних коштів здійснюється на користь держави, як правило, на фінансування дефіциту державного чи місцевих бюджетів;

2. хеджування ризиків – полягає у використанні певних інструментів цього ринку (передусім так званих похідних фінансових інструментів або

деривативів) для захисту своїх активів від будь – яких несприятливих (товарних, валютних, фінансових) для них коливань цін, вартості або доходності цих активів. Таким чином, ринок цінних паперів надає можливість уникнути небажаних економічних втрат і, за певну плату, перенести ризики зі своїх активів на іншого учасника торгів, «зафіксувати» свій дохід від цінних паперів на певному гарантованому рівні ;

3. контрольна – полягає в обов'язковому обліку у спеціальних списках (реєстрах) усіх видів цінних паперів, що обертаються на ринку: реєстрації учасників ринку цінних паперів, а також фіксації фондових операцій, оформлених угодами купівлі-продажу, тощо;

4. збалансування попиту і пропозиції – ринок цінних паперів повідомляє інвесторів про потенційні можливості для інвестування, що дозволяє ринку перерозподіляти кошти туди де з них буде отримано найбільшу користь і, таким чином, будувати відносини на підставі рівноважної ціни, що близька до ціни на ринку вільної конкуренції;

5. стимулювальна – полягає у мотивації економічних суб'єктів стати учасниками міжнародного ринку цінних паперів: шляхом надання права на участь в управлінні компанією (акції), права на отримання доходу (відсотків за облігаціями, дивідендів за акціями), можливості накопичення капіталу або права стати власником майна (облігації), заохочуючи тих економічних суб'єктів, які мають вільні кошти і бажають отримати дохід з них;

6. регулювальна – передбачає, що держава, як регулятор і як економічний суб'єкт, має можливість контролювати та коректувати макроекономічну ситуацію в державі. Так, за допомогою такого інструменту як операції на відкритому ринку, Національний Банк має можливість корегувати обсяг грошової маси в економіці та таким чином стимулювати або стримувати активність економічних процесів.

Вище було зазначено основні функції міжнародного ринку цінних паперів, що є основною причиною його існування та розвитку. Ринок цінних паперів існує для того, щоб акумулювати в собі тимчасово вільні кошти та

спрямовувати їх у ті регіони світу та країни, де дохід від цих коштів буде найвищий. У процесі встановлюються ціни на фінансові активи, а постійна динамічність процесів у міжнародній економіці та зміни ринкової кон'юнктури зумовлюють їх адекватну зміну: конкуренція між учасниками ринку за інвесторів запускає рух ринкового механізму, який завжди спрямовує наявні фінансові ресурси туди, де користь та ефективність їх розміщення буде найбільшою.

Ознайомившись з функціями ринку цінних паперів слід детально розглянути учасників ринку цінних паперів: справа в тому, що не всі мають можливість вступити на цей ринок, адже механізм його функціонування є доволі складним, а тому заради стабільного його функціонування кожен учасник ринку має свої функції та низку можливостей. Учасниками, або суб'єктами, ринку цінних паперів за Ешом є «фізичні особи або організації, які продають, купують цінні папери або обслуговують їх обіг, тобто ті, хто вступає між собою в певні економічні відносини щодо обміну цінними паперами» [3, с. 330]. Вважається, що існує дві категорії учасників на ринку цінних паперів : прямі (безпосередні) та побічні (опосередковані). Безпосередні учасники фондового ринку є ті, хто здійснюють на ньому професійну діяльність, а опосередковані – ті учасники, завданням яких є забезпечення адекватного функціонування всіх інститутів ринку цінних паперів, таким чином створюючи умови торгівлі для професійних учасників ринку. Безпосередніми учасниками ринку є [3, с. 328-335]:

- Емітенти цінних паперів – місцеві та центральні органи влади, а також юридичні особи, що згідно чинного законодавства певної країни випускають (здійснюють емісію) цінні папери певної категорії та беруть на себе відповідні зобов'язання перед тим, хто ці папери в них придбає. Емітенти є тими, хто бажає залучити додаткові кошти для своєї діяльності через ті чи інші механізми ринку цінних паперів.

- Інвестори в цінні папери – фізичні та юридичні особи (як резиденти, так і нерезиденти), а також державні органи різного рівня та іноземні держави,

що вкладають свої кошти у придбані цінні папери. Основною їх метою на ринку є отримання додаткового доходу від вкладання своїх коштів або набуття певних прав, що надаються власникові цінного паперу згідно угоди або законодавства певної держави. На фондовому ринку існує дві великі групи інвесторів – індивідуальні та інституційні. Індивідуальні інвестори як правило є фізичними особами, тоді як інституційні інвестори – це великі фінансово – кредитні інститути, які професійно займаються інвестиційною діяльністю та інвестують у цінні папери свої власні кошти та кошти своїх клієнтів.

– Саморегулювальні організації професійних учасників ринку – це неприбуткові організації професійних учасників ринку цінних паперів, що об'єднуються за видами своєї діяльності: реєстраторів, торговців, зберігачів та депозитаріїв, а також інвестиційних керуючих.

– Професійні учасники ринку – юридичні особи, які маючи ліцензію здійснюють професійну діяльність на міжнародному ринку цінних паперів, згідно списку визначеного у законодавстві країни проведення операції (Додаток Б). Всі професійні учасники ринку бажають отримати прибуток від своєї посередницької діяльності.

До побічних (опосередкованих) учасників ринку відносить кілька категорій учасників: споживачі (компанії та органи влади), постачальники (домогосподарства, підприємства, банки, трасти, інвестиційні фонди, пенсійні фонди та страхові компанії), суб'єкти, що обслуговують ринок (аудиторські, консалтингові, рекламні та інші компанії, а також учасники, що здійснюють обслуговування тих видів професійної діяльності, що зазначені вище), а також органи, що регулюють діяльність учасників ринку (державні регулятивні органи, також недержавні професійні об'єднання та фондові біржі) [3, с. 330].

З наведеного вище стає зрозуміло про суть та ті базові функції, які покладені на ринок цінних паперів, а також про специфічну роль учасників цього ринку, проте для більш детального розуміння ринку вважаємо доцільним детально розглянути яким чином науковці розділяють міжнародний ринок цінних паперів на частини – сектори [3, с.323]. Ознак класифікації ринку цінних

паперів існує безліч. Для зручності використаємо за основу деякі з тих ознак класифікації, яку надає Еш С.М. та Буднік М. М. та подамо їх у вигляді зведеної таблиці (табл. 1).

Таблиця 1.1

Сектори фондового ринку

Критерії класифікації	Сектори ринку
Спосіб розміщення цінних паперів	Первинний ринок Вторинний ринок
Місце операцій з цінними паперами	Біржовий ринок Позабіржовий ринок
Умови емісії та механізм обігу цінних паперів	Місцевий ринок цінних паперів Національний ринок цінних паперів Міжнародний ринок цінних паперів
За економічною природою цінних паперів	Ринок боргових цінних паперів Ринок пайових цінних паперів Ринок похідних цінних паперів

Джерело: Створено автором на основі [1-14]

Отже, за способом розміщення ринок цінних паперів можна поділити на два великих сектори: первинний і вторинний. Поняття первинний ринок стосується продажу нових випусків цінних паперів [12, с. 83]. Тобто іде мова про те, що емітент перший раз розміщує свої цінні папери та отримує через них вливання фінансових ресурсів у свою справу і, таким чином, економіка отримує первинне вливання додаткового капіталу на свій розвиток – кошти перерозподіляються у відповідні галузі економіки.

Відповідно, до вітчизняної та світової практики, первинне розміщення на міжнародному ринку цінних паперів буває двох видів: публічне та приватне [3, с. 324-325]. При публічному (відкритому) розміщенні, емітент цінних паперів попереджає заздалегідь громадськість у спеціалізованих виданнях, через ЗМІ чи іншим способом про те, що він планує здійснити емісію. При цьому емітент

не знає до моменту емісії про те, хто забажає купити його цінні папери, а зробити це можуть всі зацікавлені учасники ринку. Приватне (закрите) розміщення відрізняється тим, що емітент пропонує купити свої цінні папери заздалегідь визначеному колу осіб. Компанії мають різні причини вибирати той чи інший метод розміщення. Публічне розміщення має перевагу в тому, що велика кількість потенційних інвесторів не лише надає можливість компанії швидко залучити необхідний обсяг ресурсів та вдало диверсифікувати їх джерела, але також підвищує авторитет серед потенційних споживачів. З іншого боку – цей метод є більш затратним та вимагає розкриття значної частини планів на внутрішньої інформації компанії [18, с. 426]. Натомість приватне розміщення не вимагає від емітента розкриття всієї інформації, більше того – такою емісією займаються як правило андерайтери, які беруть весь ризик продажу на себе, бо гарантують розміщення партії цінних паперів. Проте приватне розміщення годиться лише тоді, коли емітент точно знає кому він бажає продати свої цінні папери, а якщо ні то він попадає під уважний нагляд аналітиків гаранта розміщення, які вимагають розкриття фінансової звітності намагаючись передбачити ризики розміщення [18, с. 426].

Коли первинне розміщення завершено і інвестор володіє цінними паперами певної організації, він має право перепродати їх іншому інвестору, а той, в свою чергу, наступним вкладникам. Фактично будь – який перепродаж після первинного розміщення відносять до вторинного ринку цінних паперів [12, с. 83]. Цей сектор ринку не створює нові вливання в реальну економіку. Його основна мета – створювати умови для постійної торгівлі цими цінними паперами, тобто підвищення ліквідності ринку цінних паперів.

З діяльністю власне вторинного ринку цінних паперів пов'язані інші сектори ринку цінних паперів: його можна умовно поділити на біржовий та позабіржовий ринок. Біржовий означає купівлю – продаж цінних паперів на фондовій біржі, тоді як позабіржовий – за її межами. Здійснення того чи іншого залежить від низки чинників, що пов'язані з особливістю феномену «фондова біржа». Вважаємо, що слід більш детально розповісти про ці два сектори ринку

цінних паперів, адже розуміння інституційної основи цього ринку є ключем до повного усвідомлення тієї ролі, яку виконує міжнародний ринок цінних паперів у міжнародному економічному середовищі.

Як вже було зазначено вище, основним інститутом міжнародного ринку цінних паперів вважається фондова біржа. Існує багато визначень цього поняття як у вітчизняній, так і в іноземній економічній літературі. Вважатимемо, що фондова біржа – це «спеціалізована установа, що створює умови для постійно діючої централізованої торгівлі цінними паперами шляхом об'єднання попиту та пропозицій на них, надання місця, системи і засобів як для первинного розміщення, так і для вторинного обігу цінних паперів» [3, с. 398]. Фактично, міжнародна фондова біржа є основним місцем зустрічі покупців та продавців деяких видів цінних паперів: зокрема, 95% світової капіталізації ринку акцій припадає власне на фондові біржі, а також значна частина торгівлі похідними фінансовими інструментами здійснюється в першу чергу на спеціалізованих біржах [19, с. 71]. Вони можуть мати різний правовий статус (Додаток В) та бути різного типу (Додаток Г).

У світі існує понад 200 фондових бірж, проте найважливіші з них об'єднані у Світову Федерацію Фондових Бірж (World Federation of Exchange, WFE). Остання розділяє всі фондові біржі на 3 великих категорії за географічною ознакою [19, с. 71]:

- Американські фондові біржі – континенти Північна та Південна Америка: всього 22 фондові біржі;
- Азійсько – Тихоокеанський біржі – Далекий Схід, Південна Азія та Австралія: всього 28 фондових бірж;
- Євразійські фондові біржі – Європа, Африка та Близький Схід: всього 53 фондові біржі.

Варто зазначити, що Українська фондова біржа з 2013 року є афілійованим членом WFE.

Еволюція фондових бірж склалась таким чином, що навіть фондові біржі, розташовані в одній державі, мають сильні відмінності між собою. Це

зумовлено тим, що біржі самі встановлюють «правила гри» для компаній, що виявили бажання долучити свої цінні папери до списку біржі. Адже не кожна компанія може отримати право на розміщення своїх цінних паперів на біржі: для цього існує низка критеріїв. Кожна має свої специфічні вимоги до емітентів і навіть більше: як правило, одна біржа має кілька торговельних майданчиків для компаній різного рівня надійності. Якщо ж компанія підходить вимогам, то вона отримує лістинг на фондовій біржі. Лістинг – процедура допущення цінних паперів до торгів на фондовій біржі та їх внесення до списку цінних паперів біржі після того як компанію було перевірено на якість та надійність на основі надання реальної інформації про її фінансовий стан [11, с. 53].

Основна ж функція міжнародних фондових бірж полягає у процедурі котирування – механізмі визначення та фіксації ціни фінансового активу в процесі здійснення біржових торгів в результаті чого відбувається встановлення рівноважної ціни [10, с. 159]. У світовій практиці існує два види котирувань : фіксингове та мультифіксингове (Додаток Д) [7, с. 65]. Отже, як видно з наведеного вище, основним завданням діяльності фондової біржі є торгівля цінними паперами, в результаті чого утворюється динаміка рівноважних цін тільки під впливом ринкового попиту та пропозиції, що дає змогу учасникам ринку прогнозувати ситуацію на фінансовому ринку. Проте крім біржового ринку існує і позабіржовий ринок цінних паперів. Його поява зумовлена різними чинниками: як складність отримання лістингу на фондовій біржі, так і дещо відносна висока вартість членства на біржі.

Позабіржовий ринок цінних паперів поділяють на організований та неорганізований. Так організований ринок – це частина позабіржового ринку цінних паперів, що знаходиться під контролем професійних учасників ринку цінних паперів і на якому здійснюється оптова торгівля цінними паперами між великими інвесторами [20, с. 92]. У цьому сегменті ринку цінних паперів операції здійснюють ті компанії та інвестори, які з тих чи інших причин не могли або не хотіли брати участь в торгівлі на біржі. Обсяги торгів на цьому

ринку є доволі значними і часом навіть перевершують обсяги операцій на біржовому ринку, що означає його високу ліквідність.

Абсолютна більшість операцій здійснюється через спеціальні електронні термінали: існують спеціальні системи електронної позабіржової торгівлі. Серед найвідоміших з них: *Archipelago, Attain, Bloomberg, Globe Net, Instinet, Island, Redibook* [21, с. 71]. Важливо зазначити, що електронні термінали ні в якому разі не є учасниками торгівлі – вони скоріше місце зустрічі, віртуальна біржа, де можна здійснити купівлю – продаж фінансового активу. Найбільшого розвитку позабіржовий ринок набув у США, зокрема, тут діє широковідома система *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (Автоматизовані котирування Національної асоціації дилерів з цінних паперів) або коротко *NASDAQ*. Основна мета існування цієї системи – обслуговування обороту цінних паперів тих емітентів (як правило акцій), які не змогли потрапити на одну з фондових бірж США [20, с. 94]. Торгівля тут ведеться оптом між, як правило, великими інвесторами, через електронні замовлення і здійснюється набагато швидше, ніж на біржі: власне це одна з причин, чому навіть великі компанії, що мають доступ на біржу все ж використовують і цю систему [20, с. 94].

В Європі можна навести приклад Німеччини, яка для свого позабіржового ринку використовує системи *IBIS/XETRA*, які є аналогіями американської *NASDAQ*: тут фактично до торгів допускаються всі цінні папери, які не змогли отримати лістинг на біржі [20, с. 94]. Інші країни з найбільш розвиненими ринками цінних паперів також використовують подібні системи: Японія, Канада, Сингапур та інші країни Західної Європи активно використовують цей інструмент для підтримки ліквідності свого фондового ринку [20, с. 95].

Проте крім організованого існує і неорганізований ринок цінних паперів. Неорганізований ринок цінних паперів – це частина позабіржового ринку на якому здійснюється неоптова торгівля цінними паперами, а торги в основному здійснюються між малими інвесторами [20, с. 96]. На цьому ринку не існує посередників, бо малі інвестори знають, що вони бажають купити і в кого це

можна придбати, а тому безпосередньо звертаються до дилера, який вже володіє фінансовим активом. Такий ринок як правило існує в кожній країні, але з розвитком світової індустрії фондових бірж та розширенням діяльності позабіржових електронних систем, його значення зменшується з кожним роком, оскільки оборот цінних паперів – незначний.

За механізмом обігу та умовами емісії ринок цінних паперів можна розділити на місцевий, національний та міжнародний. Очевидно, що на місцевому фондовому ринку в обігу знаходяться цінні папери регіонального рівня, тобто певних місцевих компаній та організацій. На національному – цінні папери компаній, які можуть бути резидентами або нерезидентами даної держави [3, с. 326]. Насправді, різниця між цими двома рівнями – зовсім невелика і залежить скоріше від традицій фондового ринку конкретної країни. Важливо лише зазначити, що на цінні папери місцевого та національного рівня розповсюджується юрисдикція та законодавство конкретної держави де ця емісія була здійснена: незалежно від того чи емітент є резидентом даної держави. Тоді як на міжнародному ринку цінних паперів в обігу перебувають як фінансові інструменти, що регулюються національним законодавством, так і ті, що перебувають поза межами юрисдикції будь – якої країни. Важливо зазначити, що міжнародний ринок цінних паперів складається з двох секторів [16, с. 340]:

– Іноземний ринок цінних паперів – це фінансовий ринок держав, на якому укладаються угоди щодо фінансових активів нерезидентів, тобто – іноземних цінних паперів.

– Євроринок цінних паперів – це ринок на якому випускаються, купуються та продаються цінні папери, виражені в євровалютах.

Вище розглянуто основні сектори ринку цінних паперів, проте вважаємо, що найважливішою класифікацією є поділ ринку цінних паперів на сегменти за економічною природою цінних паперів: на ринок пайових, боргових та похідних цінних паперів. Спробуємо коротко охарактеризувати, що відносимо до цих сегментів, а також ті основні види цінних паперів, що становлять їх суть.

Ринок пайових цінних паперів – це сектор на якому обертаються цінні папери, що засвідчують участь їх власника у статутному капіталі підприємства, а відтак надають право на участь в управлінні емітентом та отриманні прибутку від його діяльності у вигляді дивідендів, а також на частку майна у разі ліквідації підприємства [3, с. 350]. Більшість економістів відносять до цього ринку акції, а також депозитарні розписки різного виду і випуску.

Акція – це безстроковий цінний парів, що засвідчує участь його власника у статутному капіталі підприємства та надає останньому право на прибуток у вигляді дивідендів, частку майна у разі ліквідації, участь в управлінні акціонерним товариством, а також інші немайнові права [3, с. 356]. Світовий ринок акцій є одним з найрозвиненіших та динамічніших ринків у світовому фінансовому середовищі, адже саме акції є найбажанішим об'єктом інвестування: інвестори називають їх «дублікатами реального капіталу». Справа в тому, що акції – це ринкова оцінка вартості компанії або її частини, а тому будь – яка діяльність компанії знаходить відображення у вартості її акцій на фондовому ринку. Таким чином акції є своєрідними індикаторами економічного « здоров'я » тої чи іншої країни: будь – які негативні тенденції у макроекономічному середовищі спершу буде видно по падінню власне ринку акцій. Світова практика знає безліч різноманітних видів акцій, проте ми не вважаємо доцільним розглядати усі, а лише основні з них наведені у додатку Е.

Щодо міжнародного ринку акцій, то на ньому обертаються акції двох видів: іноземні акції та євроакції.

Іноземні акції – це акції випущені корпорацією – нерезидентом на фінансовий ринок іншої держави. На сьогодні ринок іноземних акцій представлений такими сегментами [5, с. 234]:

- ринок акцій компаній-нерезидентів, які випущені або котируються на національному фінансовому ринку певної країни в її валюті;
- ринок акцій, які випущені та отримали біржовий лістинг лише у країні випуску, але продаються на фондових ринках кількох країн;

– ринок акцій, які отримали крос-лістинг на біржах різних країн через системи взаємного котирування цін і, відповідно, якими торгують на фондових біржах та позабіржових ринках цих країн.

Інвестиції в іноземні акції мають свої переваги. Так, інвестори мають можливість уникнути певних податків та зборів, які вони б мали заплатити інвестуючи у ці акції в іноземній державі. Крім того, вони уникають валютних ризиків і можуть уникнути політичних, економічних та інших ризиків. З іншого боку, емісія іноземних акцій є доволі складною справою для емітента: тут і вимоги щодо розкриття інформації і необхідність реєстрації емісії. Це дещо обмежує розвиток ринку іноземних акцій. В загальному найбільш розвиненими ринками іноземних акцій є ринок США та Великої Британії. Значні обсяги торгів ними також спостерігаються в країнах Європи: Швейцарії, Нідерландах, Люксембурзі, Франції та Німеччині [5, с. 235].

Євроакції – це акції, що пропонуються для продажу одночасно на кількох національних фондових ринках [5, с. 248]. Цей ринок є відносно незначним у порівнянні з загальним оборотом євроринку – його частка не більше 10% обороту цінних паперів євроринку, проте надає емітенту можливість отримати кошти з одночасно кількох фондових ринків. Основна торгівля євро акціями зосереджена в Лондоні, а також в офшорах – Люксембурзі та Сингапурі. Випускаються євро акції переважно великими транснаціональними компаніями, а емісія здійснюється за допомогою синдикату андерайтерів – великих транснаціональних банків. Перевагою євро акцій є те, що цей ринок майже не підпадає під регулювання будь – якого національного законодавства, а доходи від них не оподатковуються [5, с. 248]. Це стало своєрідним стимулом для інвесторів, а також можливістю для емітента диверсифікувати свої джерела фінансування.

Як вже зазначалось, основна торгівля акціями здійснюється власне на біржовому ринку. Щодо параметрів світового ринку акцій, то наведемо коротку статистику капіталізації ринку акцій по регіонах світу як їх розділяє Світова

Федерація Фондових Бірж. Капіталізація – показник, що являє собою сукупну вартість кожної акції помноженої на їх число.

Таблиця 1.2

Динаміка капіталізації світового ринку акцій за регіонами світу

Регіон	Капіталізація ринку акцій станом на кінець грудня кожного року, трлн дол. США							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Американський	22351	13581	18985	22785	21274	24690	30293	27967
Азійсько - Тихоокеанський	15824	8898	14100	17164	15805	17593	21160	23215
Євразійський	16583	8917	13487	15593	13854	15004	16620	15942
Всього	54758	31395	46573	55541	50933	57286	68073	67124

Джерело: створено автором на основі статистики WFE [24].

Як видно з таблиці (табл. 1.2), світовий ринок акцій в основному розвивається через розширення американського регіону: майже 50% світової капіталізації припадає власне на цей регіон світу. Також спостерігається, що світовий ринок акцій зростав до 2008 року, коли світом прокотилась світова фінансова криза: її наслідки можна бачити вже у 2009, коли світова капіталізація ринку акцій впала майже на 50%. Як бачимо з таблиці, лише у 2013 році ринок зміг вийти на докризові значення: у 2013 світовий ринок акцій досягнув нового максимального значення капіталізації та знову зріс у 2014. Вже у 2015 році можемо спостерігати незначний спад, проте капіталізація загалом тримається на відносно однаковому рівні щодо 2014 року. Станом на травень 2016 року світова капіталізація ринку акцій також знаходиться на рівні 2015 року.

Важливо зазначити, що більшість емітентів виходять на міжнародний ринок акцій за допомогою механізму випуску депозитарних розписок. Депозитарні розписки – це обіговий цінний папір, який є субституттом акцій іноземних компаній [5, с. 249]. Депозитарні розписки випускаються

національним банком як свідоцтво про право володіння акціями іноземних компаній [5, с. 249]. Причина появи цього сегменту ринку пайових цінних паперів проста: часто держави ухвалюють законодавство про обмеження так званого «вивезення акціонерного капіталу» за кордон. На практиці це означає обмеження щодо можливості продажу своїх акцій компанією на міжнародних ринках. Для того, щоб це обмеження якось оминати, компанії – емітенти використовують механізм випуску депозитарних розписок: банк в країні емітента за посередництва центрального банку укладає угоду з банком – депозитарієм у країні емісії угоду про випуск. Тоді вже розписками можна торгувати та здійснювати спробу подачі їх на біржу. Існує кілька видів депозитарних розписок. Зупинимось на основних [22; 5, с. 249]:

- американські (ADR) – це обігові цінні папери, випущені американським банком-депозитарієм на еквівалентну кількість акцій іноземної компанії, які зберігаються на її внутрішньому ринку. Існує кілька різних видів американських депозитарних розписок, проте всі вони регулюються законодавством США і розміщуються на території США;

- міжнародні – це обігові цінні папери, які являють собою депоновані неамериканські іноземні акції, випускаються американським банком-депозитарієм у неамериканській валюті поза межами США і призначені для продажу в Європі або на інших ринках. Їх випуск та обіг регулюється законодавством Великобританії, розміщуються в Лондоні або Люксембурзі;

- глобальні (GDR) – це обігові цінні папери, що пропонуються і розміщуються одночасно як на американському фондовому ринку, так і на фондових ринках поза межами США. Їх випуск та обіг регулюється законодавством США і розміщуються одночасно на фондових ринках Європи та Америки;

- європейські (EDR) – це обігові цінні папери, що випускаються європейськими банками як свідоцтво про володіння акціями компаній, які розташовані у країнах, що не входять до ЄС. Їх випуск та обіг регулюється

законодавством США або Великобританії, а розміщуються вони на Паризькій фондовій біржі.

Ринкова ціна депозитарних розписок і ставки дивідендів по них базуються на внутрішніх цінах акцій/ставках дивідендів компанії – емітента акцій. Таким чином, вартість депозитарних розписок залежить від вартості акцій на внутрішньому ринку країни їх емісії, від обмінного курсу між валютами країни емісії акцій і країни випуску депозитарних розписок, а також від кількості депонованих акцій, яка припадає на одну депозитарну розписку [5, с. 251]. Загалом депозитарні розписки надають можливість емітентам заходити на ті ринки, які раніше були для них закритими, тоді як інвестори мають можливість диверсифікувати свої інвестиційні портфелі аналогами іноземних акцій, які вони не зможуть придбати за інших умов.

Ринок боргових цінних паперів – це сектор на якому обертаються цінні папери, що засвідчують відносини позики і передбачають зобов'язання емітента сплатити кошти у визначений термін відповідно до своїх цих зобов'язань [3, с. 350]. До цього ринку відносимо такі види цінних паперів як казначейські зобов'язання, ощадні сертифікати, векселі (Додаток Ж), а також основний інструмент цього ринку – облігації різного типу.

Облігація – це один з видів боргових цінних паперів, що підтверджують наявність боргових взаємовідносин між емітентом (позичальником) та власником (позикодавцем) облігації [3, с. 366]. У міжнародній практиці існує окрема система класифікації видів облігацій, проте автор наведе лише основні їх види.

Усі облігації можна поділити на три види за емітентом: державні, корпоративні та муніципальні (Додаток З) [3, с. 375].

Власне, ринок облігацій є набагато більшим за ринок акцій, адже вважаються найнадійнішими цінними паперами, бо компанія спершу здійснює оплату своїм кредиторам (власникам облігацій) і вже тоді на залишок здійснює виплату дивідендів (акціонерам). Існують сотні видів облігацій, так наприклад в одних лише США їх понад 200 видів.

На міжнародному ринку цінних паперів всі облігації можна поділити на кілька основних категорій: іноземні облігації, єврооблігації, глобальні облігації та паралельні облігації [23, с. 26].

Іноземні облігації – це міжнародні облігації, що випускаються та розміщуються емітентом в певній іноземній для емітента державі у валюті цієї держави за посередництва синдикату андерайтерів з даної держави [23, с. 29]. Така емісія регулюється відповідними органами держави в якій здійснюється емісія, а тому відрізняється за своїми умовами як щодо правил розміщення і повноти відкриття інформації, так і режимом оподаткування та обмеженням на коло потенційних інвесторів. Для емітентів ринок іноземних облігацій є вигідним засобом залучення іноземного капіталу, проте не так просто здійснити емісію в іноземній державі: для цього слід мати високий рейтинг. Тоді як для національних інвесторів це засіб диверсифікувати свій інвестиційний портфель. Найбільшими ринками торгівлі іноземними облігаціями є Швейцарія, Японія та США [23, с. 29]. Так, ринок Швейцарії приваблює емітентів стійкою валютою та потужною банківською системою, Японії – можливістю доступу сюди компаній з відносно нижчим рейтингом, ніж у інших розвинених країнах, а ринок США – своїм обсягом та високою ліквідністю. Цікаво, що ринок іноземних облігацій має одну визначну особливість: тут облігації у кожній країні мають свої цікаві назви. Так, облігації в США називаються «янки», в Японії – «самурай, шибосай та суші», в Швейцарії – «шоколадні», Великобританії – «бульдог», Іспанії – «матадор», Австралії – «кенгуру», в Канаді – «кленові», в Нідерландах – «Рембрандт», в Азії найпоширеніша назва – «дракон», тощо [23, с. 26]. Цей ринок був найбільшим ринком облігацій у світі, проте зараз він втратив свої позиції і його частка порівняно з іншими – незначна.

Найбільша частка міжнародних облігацій припадає на єврооблігації. Єврооблігації – це міжнародні облігації, що випускаються та розміщуються емітентом за допомогою міжнародного синдикату андерайтерів за межами як країни походження емітента, так і країни, у валюті якої вони деноміновані. Власне, 80-90% ринку міжнародних облігацій припадає на цей ринок, а 95%

усіх синдікованих кредитів надано саме через цей ринок. Регулюється їх випуск спеціальними директивами ЄС. Характерним для єврооблігацій є те, що вони як правило розміщуються одночасно на кількох фондових ринках, валюта емісії відрізняється і може бути відмінною як від країни емісії так і від валюти країни-емітента [23, с. 26]. Важливою ознакою є те, що розміщення здійснюється синдикатом андеррайтерів на доволі значні суми: настільки значні, що потребують залучення десятків великих банків для гарантії отримання коштів. Розміщення не підпадає під правила жодної з країн, а регулюється спеціальними правилами, директивами та внутрішнім розпорядком на ринку: власне ринок набув собі слави через відсутність регулятора його активності. А вже раніше країни вводили обмеження на переміщення капіталу з країни, а тому інвестувати в іноземні облігації ставало не вигідно; як наслідок: набув розвитку ринок єврооблігацій. Проте згодом потреба в регулюванні була неминучою, а тому появилася Асоціація учасників міжнародних фондових ринків, що почала розробляти правила та процедури поведінки на даному ринку [23, с. 28]. Основними центрами торгівлі єврооблігаціями стали Лондон, Гонконг, Сингапур, деякі країни з офшорними центрами у Карибському регіоні, а також Нью – Йорк та Токіо. Основними перевагами ринку є його надійність через високі вимоги до рейтингу емітента, зручність обігу через великий обсяг ринку та його ліквідність, а також можливість оптимізувати оподаткування через специфічні правила на ринку. Зазначені вище причини зумовили розвиток ринку єврооблігацій та його сучасний стан: він став провідним сегментом міжнародного ринку цінних паперів.

Крім іноземних та єврооблігацій на міжнародному ринку також існують глобальні та паралельні облігації. Глобальні облігації – це міжнародні облігації, що розміщуються одночасно на ринку єврооблігацій та на одному або кількох національних ринках [23, с. 29]. Цей вид міжнародних облігацій був започаткований Міжнародним Банком Реконструкції та Розвитку: саме глобальні облігації мали стати високоліквідними інструментами на ринку США з метою здійснення майбутніх позик МБРР через облігації, деноміновані в

доларах. Як наслідок, цей ринок отримав певні преференції порівняно з іншими борговими цінними паперами: на них не поширюються деякі правила Комісії з цінних паперів та бірж і ФРС США, комерційними банками вони вважаються надійними об'єктами капіталовкладень, а також можуть бути використаними як забезпечення кредиту у більшості розвинених країн світу. Такі переваги ринку, а також можливість отримати одночасний доступ як до євrorинку так і до найбільшого фондового ринку світу – США – зумовили значний обсяг операцій з цими цінними паперами, а відтак і його високу ліквідність та порівняно нижчу вартість запозичення для потенційного емітента. Операції з глобальними облігаціями здійснюються на ринках США, Японії, країнах Європи, а також Далекого та Близького Сходу. Основним ринком таки залишається фондовий ринок США [23, с. 28]. Визначною характеристикою цього ринку є те, що на відміну від інших ринків облігацій, глобальний не має своєї власної інфраструктури, а тому використовує європейські клірингові системи та клірингову систему США. Окрім зазначених вище існують також паралельні облігації, проте їх частка незначна.

Паралельні облігації – це міжнародні облігації, які розміщуються одночасно у кількох країнах у валютах цих країн [23, с. 28]. Щодо параметрів світового ринку облігацій, то інформація подана у таблиці (табл. 1.3).

Таблиця 1.3

Параметри міжнародного ринку облігацій

Регіон	Річний обсяг торгівлі облігаціями за 2015 р., млрд. дол. США	Річний обсяг торгівлі облігаціями за 2014 р., млрд. дол. США	Зміна, %
Американський	719	966	-25,5
Азійсько - Тихоокеанський	2409	2113	+14,0
Євразійський	14725	344301	-95,7
Всього	17853	347381	-94,9

Джерело: створено автором на основі статистики WFE [24].

Для розуміння ринку облігацій слід зазначити, що його надійність та ліквідність зумовлені одним важливим чинником: присвоєнням випускам облігацій певного кредитного рейтингу. Під кредитним рейтингом фактично мається на увазі ймовірність неплатежу емітентом, тобто ризик невиконання коштів на умовах розміщення облігації по закінченню терміну обігу цінного паперу. Власне частково з визначенням та присвоєнням кредитного розвитку пов'язаний механізм розкриття інформації перед емісією. При визначенні кредитного рейтингу до уваги беруться платоспроможність емітента цінного паперу, його фінансова стабільність, структура балансу, якість вищого менеджменту компанії, прогнози щодо потенційної діяльності у майбутньому, а також розвиток галузі в якій працює емітент, тощо [7, с. 24]. У багатьох розвинених країнах доступ на фондовий ринок та біржу в першу чергу визначаються кредитним рейтингом емітента та його цінного паперу. Визначення кредитного рейтингу покликане усунути нерівномірність доступу до інформації між емітентами та інвесторами. Присвоєння емітентові власного кредитного рейтингу надає можливість скоротити видатки на залучення фінансування, привернути до емісії увагу широкого кола інвесторів, особливо інституційних, а отже, зменшити невизначеність, пов'язану з випуском цінних паперів [5, с. 201]. Від рейтингу також залежить вартість облігаційної позики для емітента, оскільки за загальним правилом: чим нижчим є кредитний рейтинг, тим вищий процент, який має встановлюватися за облігаціями. Визначають рейтинги незалежні інфраструктурні інституції ринку цінних паперів — рейтингові агенції. Провідними міжнародними рейтинговими агенціями, чиїм оцінкам довіряють міжнародні кредитори, є *Standard and Poor's*, *Moody's Investors Services* та *The Fitch Ratings*. Крім міжнародних, існують також національні рейтингові агенції, рейтинг яких необхідний для виходу на місцеві фінансові ринки [5, с. 201]. Рейтинги бувають коротко – та довгостроковими, можуть присвоюватись як емітентам так і окремим емісіям цінних паперів, а також можуть присвоюватись країнам. У додатку Й визначено рейтинги та їх значення для потенційних інвесторів [7, с. 25].

Слід зазначити, що боргові цінні папери за рейтингами поділяються на облігації інвестиційного рівня та облігації спекулятивного рівня. До першої категорії належать облігації, які характеризуються високою ймовірністю виплати процентів і повернення основного боргу незалежно від розвитку економічної кон'юнктури: це ті, що віднесені до одного з чотирьох вищих розрядів, — від AAA до BBB у *Standard and Poor's* та від Aaa до Baa у *Moody's* [5, с. 202].

Деяким фінансовим інституціям у більшості країн світу, таким як комерційні банки, ощадні й позикові асоціації, страхові компанії, дозволено купувати тільки облігації категорії інвестиційних.

До спекулятивних належать облігації нижчого рівня, що мають елементи ризику неплатоспроможності процентних і основної виплат — тобто ознаки затримки виплат або відмови від них [5, с. 202]. Це облігації з рейтингом BB і нижче у *Standard and Poor's* і, відповідно, Ba і нижче у *Moody's*. Відмінності між рейтингами зумовлюють відмінності в дохідності різних за якістю облігацій: чим вищий ризик невиконання зобов'язань, тим більшими є можливі збитки інвестора і тим вищу дохідність має забезпечувати облігація [5, с. 202].

Таким чином, ринок боргових цінних паперів забезпечує можливість залучення вільного капіталу низкою міжнародних фінансових інструментів, що забезпечує розвиток національних економік більшості країн світу та міжнародного економічного середовища зокрема.

Третім сегментом міжнародного ринку цінних паперів є ринок так званих похідних фінансових інструментів або деривативів (від англ. похідний). Похідні фінансові інструменти – це фінансові інструменти в основі ціни яких лежать інші фінансові активи [10, с. 123]. Тобто в основі деривативу можуть бути як акції, облігації та інші фінансові інструменти ринку цінних паперів, так і золото, нафта, інші корисні копалини, звичайні товари як то сік чи пшениця, а також іноземна валюта та відсоткові ставки [16, с. 378]. Похідні фінансові інструменти, на відміну від звичайних цінних паперів, не використовуються для залучення капіталу, а використовуються для хеджування ризиків на

міжнародному фінансовому ринку. Ціни на деривативи встановлюються в залежності від ціни активу, що лежать в їх основі, тобто від ціни так званого базового активу [3, с. 278]. Як бачимо, це не зовсім цінні папери, проте у світовій практиці прийнято відносити цей сегмент фінансового ринку власне до ринку цінних паперів, бо найпоширенішими базовими активами є власне цінні папери. У міжнародній практиці існує 4 основних види похідних цінних паперів: форварди, ф'ючерси, опціони та свопи.

Форварди та ф'ючерси є доволі подібними між собою. Форвард (ф'ючерс) – це похідний фінансовий інструмент, який являє собою угоду, яка засвідчує зобов'язання особи придбати (продати) базовий актив за визначеною наперед ціною у визначений час на визначених умовах в майбутньому [3, с. 278]. Тобто обидва є контрактом на купівлю або продаж певного фінансового активу у майбутньому за ціною визначеною сьогодні, проте між ними є низка відмінностей. Так, ф'ючерсні угоди укладають на біржовому ринку, тоді як форварди – на позабіржовому. Це зумовлює високу ліквідність ф'ючерсів у порівнянні з форвардами, адже на біржовому ринку набагато простіше знайти потенційного покупця деривативу [3, с. 293]. Власне через це більшість ф'ючерсних угод так ніколи і не закінчуються поставкою реального активу, тоді як форвардні контракти орієнтовані на поставку реального активу. Форварди мають над ф'ючерсами певну перевагу: ф'ючерсні контракти є дуже стандартизованими і перелік базових активів теж доволі обмежений, тоді як форвард можна укласти на будь – яку кількість базового активу і на будь – яких умовах, адже на позабіржовому ринку подібних обмежень не існує. І найважливішою відмінністю є те, що на біржовому ринку гарантуванням виконання ф'ючерсної угоди виступає клірингова палата, яка у випадку невиконання зобов'язань бере на себе обов'язок виконати умови контракту. Тоді як на позабіржовому ринку учасники форвардної угоди підпадають під кредитний ризик, бо немає жодного гаранта виконання зобов'язань – лише репутація сторін [3, с. 293].

Угоди з форвардами та ф'ючерсами на фінансовому ринку проводяться з двох причин: для хеджування фінансових ризиків та для спекуляції. У першому випадку власник активу бажає нейтралізувати несприятливі коливання ринкової кон'юнктури, що матимуть негативний вплив на ціну активу. Фактично метою хеджування є перенесення ризику на іншу особу – як правило фінансового посередника [3, с. 288]. В результаті – власник активу нейтралізує повністю, або частково, ризик негативної зміни ціни активу, а посередник отримує певний прибуток за взяття на себе ризику. У другому ж випадку це переважно численні угоди, які складаються фінансовими посередниками у цілі стратегії торгівлі з однією лише метою – отримати прибуток від коливання цін на фінансовому ринку у часі, що називають арбітражем.

Ще одним видом деривативів є опціон – похідний цінний папір, що засвідчує право його власника, але не зобов'язання, купити або продати певний базовий актив за обумовлену опціоном ціну і протягом певного передбаченого терміну. Важливо, що на відміну від форвардів та ф'ючерсів, опціони є несиметричними: вони дають право, але не зобов'язання, покупцю придбати чи продати певний актив у майбутньому за визначеною сьогодні ціною, тоді як продавець бере на себе зобов'язання безумовно виконати умови опціону. Опціони виконуються тоді, коли ситуація на ринку сприятлива для покупця опціону: коли для опціону на продаж активу ціна на ринку є нижча, ніж зазначено в опціоні, а для опціону на купівлю, коли ціна на ринку – вища, ніж зазначена в опціоні. Фактично продавець опціону приймає на себе ризик, а тому за свої послуги, на відміну від форвардів і ф'ючерсів, він у будь – якому випадку (буде чи не буде виконано опціон) отримує премію, яку називають ціною опціону [3, с. 296].

Як і на ринку ф'ючерсів та форвардів, існує дві основних причини проведення операцій з опціонами: хеджування та спекуляція. Для проведення спекуляцій з метою отримання прибутку спекулянти укладають багато різноманітних опціонів з різними характеристиками, таким чином формують опціонні стратегії, які майже за будь – якого руху ціни забезпечують їм

прибуток. Опціонами торгують як на біржовому так і на позабіржовому ринку. Тут простежуються аналогії з ф'ючерсами та форвардами: біржові опціони стандартизовані, а позабіржові – можуть укладатись на довільних умовах. Як і з іншими деривативами, на біржовому ринку ключову роль у регулюванні торгівлі грає клірингова плата, а на позабіржовому – брокери [3, с. 296].

Крім вище зазначених деривативів, існує також особливий вид похідних цінних паперів – своп . Своп – похідний цінний папір, який являє собою контракт між двома учасниками про обмін певною кількістю базового активу, що зафіксована в угоді. Ринок свопів має одну перевагу: на відміну від ф'ючерсних та опціонних бірж, він майже не регулюється державами, а все більше міжнародними стандартами як і євроринок [5]. Крім того – операція своп завжди взаємовигідна і кожна зі сторін досягає тієї мети, якої бажала при укладанні контракту [3, с. 306]. Проте з іншого боку існують і певні недоліки: сторонам складніше знайти бажаних здійснити обмін на визначених умовах так, щоб обидві сторони були задоволені, крім того – сторони несуть кредитний ризик, адже не існує гаранта виконання умов свопу тією чи іншою стороною [5]. Це один з найпростіших та найдешевших засобів уникнення ризиків та отримання прибутку на міжнародному фінансовому ринку.

Щодо параметрів міжнародного ринку деривативів, то вони наведені у таблиці (табл. 1.4).

Як видно з таблиці 1.4, в Американському регіоні більш як 50% торгівлі деривативами припадає на опціони на акції, оскільки акції є найбільш популярними фінансовими інструментами в цьому регіоні. В Азійському регіоні опціони на фондові індекси складають домінуючу частку торгівлі деривативами, тоді як у євразійському регіоні домінуючою є торгівля валютними ф'ючерсами. Загалом з наведених у таблиці даних можна зробити висновок про те, що торгівля опціонами загалом є більш поширеною на міжнародному ринку деривативів, ніж торгівля ф'ючерсами.

Таблиця 1.4

Параметри міжнародного ринку деривативів

Регіон	Кількість укладених у 2015 році контрактів (у млн. шт.)					
	Ф'ючерси на акції	Опціони на акції	Ф'ючерси на фондові індекси	Опціони на фондові індекси	Валютні ф'ючерси	Валютні опціони
Американський	0,3	2942,1	778,5	555,2	340,4	28,3
Азійсько - Тихоокеанський	460,5	286,8	1186,1	2812,0	673,3	371,7
Євразійський	529,6	339,4	827,7	520,0	1067,4	52,1
Всього	990,4	3568,4	2792,4	3887,1	2081,1	452,1

Джерело: створено автором на основі статистики WFE [24].

Загалом можна підсумувати, що світовий ринок деривативів є дуже динамічним і сильно залежить від міжнародної економічної кон'юнктури, проте своїм існуванням доповнює ринок титулів власності та боргових зобов'язань.

1.2 Інституційно – аналітичні інструменти дослідження міжнародного ринку цінних паперів

Під аналітичними інструментами маємо на увазі ті показники чи критерії за допомогою яких в економічній теорії та світовій практиці аналізуємо явища економічної дійсності. У цій кандидатській роботі маємо фактично два об'єкти дослідження: міжнародний ринок цінних паперів та його інституційне середовище. Саме тому важливо визначити за допомогою яких інструментів його буде аналізовано.

Слід зазначити, що міжнародний ринок цінних паперів автор розглядає в контексті інституційного аналізу. Загалом варто звернути увагу на те, що фактично інституціоналізм як економічна школа виник наприкінці XIX –

початку ХХ ст. [25, с. 511]. Появу цієї школи пов'язують з неспроможністю ринкового механізму розв'язувати низку складних тогочасних економічних проблем. Розвиток інституціоналізму відбувався одночасно зі становленням кейнсіанства, успіхи якого у розв'язанні конкретних макроекономічних проблем тимчасово затьмарили теоретичні здобутки ранніх інституціоналістів, які не ставили за мету створення теорії, яка була б панацеєю і універсальним засобом вирішення усіх економічних проблем. Вони намагалися досліджувати конкретні проблеми і давати рекомендації щодо їх розв'язання в межах свого власного інструментарію. Ця методологічна особливість інституціоналізму чітко простежується і в сучасних працях його прихильників. Інституціоналісти вважають, що при аналізі економічних процесів слід враховувати не лише економічні, але й позаекономічні – соціальні, політичні та психологічні чинники.

Сьогодні співіснують кілька напрямів інституціоналізму, які, на думку деяких дослідників, умовно можна поділити на старий та новий інституціоналізм. Звідси виникає потреба у виокремленні етапів розвитку інституціоналізму як окремої економічної течії.

Перший етап становлення інституціоналізму називають раннім, або критичним (початок ХХ ст.). Його представниками вважають американських економістів Т. Веблена, Дж. Комонса та У. Мітчела [25, с. 512]. Власне засновником інституціоналізму є Торстен Веблен, який першим наголосив на тому, що в аналізі економічних явищ слід також враховувати і позаекономічні чинники. Він, зокрема, вважав, що психологічні чинники є визначальними у розвитку економічних процесів. Засновником соціально-правового напрямку вважають Дж. Комонса. Він наголошував на тому, що майже усі проблеми економіки можна розв'язувати за допомогою вмілого регулювання економічних процесів відповідними законодавчими актами та іншими юридичними нормами. Емпіричний інституціоналізм, який був заснований У. Мітчелом, виходить з того, що дослідження економічних явищ слід здійснювати передусім

з допомогою широкого кола математичних та економетричних інструментів, враховуючи при цьому позаекономічні чинники.

Наступний етап розвитку інституціоналізму називають зрілим, або позитивістським, і він набув поширення у 30-х – 50-х роках ХХ ст. У цей час були запропоновані нові методи розв’язання економічних проблем, породжених кризовими явищами у 1930-х роках. Його представниками були А. Берлі, Г. Мінз, Дж. М. Кларк, С. Чейз, Й. Шумпетер, Ф. Перу та інші [25, с. 513]. Так, американські вчені А. Берлі та Г. Мінз, уважали істотним недоліком економіки високий рівень її монополізації, а відтак наполягали на необхідності стимулювання конкуренції, що мала б сприяти швидкому виходу з кризи. Вони, фактично, були творцями Нового курсу Рузвельта. У цей же час австрійський вчений Й. Шумпетер уперше у західній економічній науці спробував відтворити цілісну картину того, яким чином функціонує та розвивається ринкова економіка. У Франції ж інституціоналізм набуває форми так званого економічного дирижизму, попередника індикативного планування. Його творцями стали адепти соціальної школи інституціоналізму на чолі з Ф. Перу.

Третій етап називають соціально-інституційним. Важливо зауважити, що на цьому етапі інституціоналізм поділяється на дві конкуруючі течії: неоінституціоналізм та на нову інституційну економічну теорію (НІЕТ). Відмінність між ними полягає, зокрема, в тому, що представники неоінституціоналізму намагаються у своїх теоретичних побудовах зберігати напрацювання неокласиків, тоді як представники НІЕТ вважають за необхідне побудувати цілком нову економічну концепцію, яка жодним чином не була б пов’язана з неокласичними постулатами [25, с. 592].

Неоінституціоналізм сформувався у 60-х – 90-х роках ХХ ст., а його найвідомішими представниками, на думку багатьох дослідників, є Р. Коуз, Г. Мюрдаль, Д. Норт та інші. Власне на цьому етапі свого розвитку інституціоналізм здобув собі визнання серед представників провідних течій економічної науки, посівши чільне місце поряд з неокласичною та неокейнсіанською школами. Засновником неоінституціоналізму вважають Р.

Коуза, напрацювання якого лягли в основу економічної теорії прав власності та теорії трансакційних витрат. Витоки НІЕТ, на думку деяких економістів, слід шукати в працях американського економіста Дж. Гелбрейта. Так, його концепція «врівноважуючої сили» була спрямована на обґрунтування висновку про те, що ринкова економіка втрачає здатність до саморегулювання. За цих обставин основними ринковими гравцями стають, на думку автора цієї концепції, олігополії, які і є такою «врівноважуючою силою». І чим більше вони впливають на економіку, тим меншою є потреба в державному її регулюванні.

Отже, як бачимо, інституціоналізм є однією з провідних течій сучасної економічної теорії. Інституціоналізм ще не набув остаточного розквіту і можливо у майбутньому саме він стане одним з головних рушіїв розвитку економічної думки у ХХІ ст. Він по суті не має основних постулатів, а різні його напрями спираються на основоположні принципи суміжних економічних течій.

У роботі автор спирається на принципи аналізу, що були загалом розвинені інституціоналістами та адаптуватимемо його до інституційного аналізу міжнародного ринку цінних паперів. Загального визначення категорії інституційний аналіз не існує. Тому пропонується вважати інституційним аналіз інституційного середовища міжнародного ринку цінних паперів. Адже з погляду інституціоналістів основою всього є інституції і функціонують вони в межах інституційного середовища. В цьому контексті слід зазначити, що інституційне середовище є як одночасно щось внутрішнє, вбудоване у сам міжнародний ринок цінних паперів, так і щось зовнішнє, що впливає на нього ззовні. Фактично, інституційне середовище – зовсім інша площина, проте вона певним чином переплітається з міжнародним ринком цінних паперів, що і розкривається у дослідженні. Для глибшого розуміння цих категорій нам слід чітко визначити поняття «інститут» та «інституційне середовище».

Наріжними каменями інституційної теорії є поняття «інституції» та «інституту», які, на думку деяких вчених, запозичені в представників інших

соціальних наук [26, с. 1], а їхнє використання в економічних публікаціях нерідко породжує конфлікт синонімізації: говоримо про інститут чи все-таки про інституцію? Зокрема, в економічній літературі часто вживають обидва ці поняття, при чому з однаковим значенням. Це пояснюється тим, що при перекладі оригінальних праць з інституційної економіки з англійської на українську та російську мови, перекладачі допустилися помилки, синонімізувавши ці поняття. У цьому зв'язку Іншаков та Фролов у своєму дослідженні підкреслюють, що обидва слова у європейських мовах мають різне значення, проте навіть у англійській мові вони нерідко синонімізуються [27, с. 82]. Це стало причиною того, що англійські терміни «*institution*» (інституція) та «*institute*» (інститут) на українську мову було перекладено як інститут, хоча фактично вони передають різні семантичні значення у оригінальних англійських текстах відомих дослідників інституціоналізму. Враховуючи це можна стверджувати, що у перекладах цих текстів на українську мову має місце певне спотворення їхнього змісту. Відтак це позначається на якості публікацій українських дослідників, які працюють в галузі інституційної теорії. Отож, усе це спонукає нас спробувати здійснити чітке розмежування змісту обох цих понять, що має важливе значення для нашого подальшого дослідження.

На нашу думку, ці поняття є доволі подібними та взаємопов'язаними, проте не тотожними. Цікавими, у цьому зв'язку, є міркування Іншакова та Фролова. Вони, зокрема, визначають інституцію як «соціальну форму типізації функцій суб'єктів господарювання, що визначає їх статуси, ролі в системі суспільного виробництва, а також забезпечує еволюцію системи суспільного поділу праці на підставі норм, правил, регламентів, інструкцій, контрактів, стандартів та порядків» [28, с. 56]. Економісти вважають, що вона є «об'єктивно – необхідною рушійною силою будь – якої конкретної діяльності».

Для аналізу саме економічних явищ вперше це поняття застосував Т. Веблен. Зокрема, під інституціями він розумів «звичайні способи реагування на стимули і структуру виробничого або економічного механізму, а також систему суспільного життя». Він трактує інституції, як «найпоширеніший спосіб

судження, що стосується окремих відносин між суспільством і особою та окремих їх функцій, а також систему життя суспільства, яка складається із сукупності існуючих правил, норм, обмежень, яка у визначений час або у будь – який момент розвитку суспільства може психологічно бути охарактеризованою загалом як переважаюча духовна позиція чи розповсюджене уявлення про спосіб життя у суспільстві» [29, с. 201-202]. Фактично автор під інституціями розуміє низку правил, норм і звичаїв, що регулюють відносини між особою та суспільством.

Як представник соціально – правового інституціоналізму, Дж. Коммонс вважав, що інституції – «це колективна дія спрямована на контроль, лібералізацію та розширення можливостей індивідуальної дії». Економіст ці дії називає «транс – акціями» [30, с. 652]. Можна зробити висновок, що вчений ототожнює правові норми з інституціями, оскільки останні врегульовують конфлікти і сприяють укладанню необхідних угод. В такому розумінні термін інституція частіше вживається у правовій сфері, ніж в економічній.

Згодом представники сучасного інституціоналізму запропонували нове визначення інституції, яке сьогодні є найбільш вживаним. Його авторство належить лауреату Нобелівської премії Дагласу Норту. Зокрема, він визначив інституції як «правила гри в суспільстві або, точніше, придумані людьми обмеження, які спрямовують людську взаємодію в певне річище» [31, с. 73]. Він розуміє під інституціями деяку структуру, що встановлює певні рамки діяльності для суб'єктів господарювання в економіці. Інституції охоплюють як формальні правила, так і неформальні обмеження (загальновизнані норми поведінки, досягнуті угоди, внутрішні обмеження діяльності) [32, с. 6-7].

Таке розуміння сутності інституції є найбільш поширеним у сучасній економічній науці. Отож, можемо загалом стверджувати, що під інституціями розуміють певні правила поведінки, норми та звичаї, що надають економічним відносинам певну структуру, змушують (за Нортом – примушують) економічних суб'єктів діяти в певних рамках. Вони встановлюють межі для

проведення діяльності, тобто, на нашу думку, вони фактично формують інституційне середовище функціонування економічних суб'єктів.

З іншого боку, поняття інституту, на думку інституційних лінгвістів, доцільно застосовувати для позначення «типових комплексів інституцій, які виступають функціональними генотипами організацій, моделями, що еволюційно склалися, їх функціональної структури» [33, с. 178]. На наш погляд, це означає, що інститути є маніфестацією інституцій, їх зовнішнім виглядом, певною сукупністю, кластером інституцій. Таким чином вони знаходять вихід та набувають певних функціональних форм. Зокрема у випадку фондової біржі та інших інститутів ринку цінних паперів.

Підсумовуючи, під *інституціями* маємо на увазі певні функціональні форми економічної діяльності, тоді як їх зовнішньою маніфестацією є еволюційно сформована система *інститутів*.

Не слід також синонімізувати й такі близькі два поняття як «інститут» та «організація», адже з допомогою останнього позначають реально існуючі структури, що відіграють певну роль у суспільному відтворенні, тоді як поняття інституту віддзеркалює абстрактно-функціональні моделі певних видів організацій [28, с. 61]. Варто наголосити, що у разі, коли іде мова про фондову біржу, то вона одночасно розуміється у трьох іпостасях: вона є реально існуючою організацією, яка проте функціонує на підставі певних внутрішніх інституцій, що лежать в її основі та проявляють свої функції у вигляді інституту біржі як такої.

Враховуючи все вищезазначене, вважатимемо міжнародний ринок цінних паперів глобальним інститутом, інститутом вищого рівня. Він проявляє себе за допомогою інституцій та через функції, які він виконує в ринковій економіці. Крім цього, він складається з дрібніших інститутів – національних ринків цінних паперів та їх елементів. В даному контексті вони виступають як інститути нижчого рівня. Зокрема, міжнародні фондові біржі та інші посередники, а також елементи інфраструктури ринку цінних паперів, з погляду автора, є також інститутами міжнародного ринку цінних паперів. Усі

вони забезпечують виконання міжнародним ринком цінних паперів своєї основної функції як інституту – ціноутворення.

Розглянутий взаємозв'язок між поняттями інституції, інституту та організації дає змогу розкрити зміст поняття «інституційне середовище» функціонування міжнародного ринку цінних паперів. Це поняття в інституційній теорії так само тлумачать по-різному. Найбільш продуктивним для нашого дослідження є пояснення змісту інституційного середовища з позиції теорії організацій, розробленої лауреатом Нобелівської премії Олівером Вільямсоном. Свого часу він запропонував власну концепцію інституційного середовища, яка передбачає чітке розмежування чотирьох рівнів інституційного аналізу (рис. 1.1) [34, с. 597].



Рис. 1.1. Рівні інституційного аналізу.

Джерело: створено автором на основі [34].

До першого рівня аналізу належать вмонтовані чинники. Їх так називають через те, що вони майже не змінюються або для їх зміни потрібні століття і тисячоліття. Цей рівень аналізу спирається на неформальні інституції у суспільстві – традиції, звичаї, релігійні норми, суспільні заборони тощо. Інституціоналісти вважають, що цей рівень аналізу завжди впливає на три інші,

оскільки неформальні інституції знаходяться в основі інституційної піраміди. 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. Вони також встановлюють межі ефективного впливу інших трьох рівнів інституцій на учасників цього ринку, проте економісти зазвичай не аналізують вбудовані чинники, а використовують їх як данні.

Наступний, другий рівень – це аналіз безпосередньо інституційного середовища, яке являє собою так звані формальні правила гри (формальні інституції) у тій чи іншій сфері економіки. Зокрема, до них належать Конституція, закони, права власності та усі інші нормативно-правові акти, що так чи інакше регулюють середовище здійснення 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. До цих формальних інституцій належать також юридичні обмеження щодо переміщення капіталу та інвестицій між країнами, низка міжнародних актів, що регулюють діяльність суб'єктів міжнародного ринку цінних паперів, а також деякі нормативно-правові акти ЄС та інших інтеграційних об'єднань, що стосуються діяльності на фондовому ринку.

Загалом, під інституційним середовищем ринку цінних паперів маємо на увазі сукупність правових, соціальних, політичних та культурних норм та чинників, що формують умови для фінансової діяльності його учасників, надають певного структурного упорядкування такої діяльності та є вирішальними зовнішніми та внутрішніми визначниками функціонування цього ринку. Традиційно інституції поділяють на так звані формальні (визначені законами та правом) та неформальні, тобто визначені суспільством (за Нортом)

[35, с. 18]. Т. В. Гайдай зазначила, що інституційна економіка містить впорядковану низку інституцій, які формують рамки діяльності економічних суб'єктів, а тому, на нашу думку, діяльність таких суб'єктів обмежується не лише формальними і неформальними правилами та нормами, а й іншими позаекономічними обмеженнями. Крім цього, вважаємо, що недоцільно проводити інституційний аналіз економічних та інституційних чинників окремо. Навпаки, вони взаємопов'язані, а тому автор схильний вважати економічні чинники такими, що доповнюють розуміння впливу інститутів на діяльність суб'єктів господарювання.

Системне дослідження інституційного середовища передбачає чітке розмежування окремих його підсистем. У цьому зв'язку виокремлюють зовнішнє середовище (макроекономічне середовище та світовий ринок тощо), середовище найближчого оточення (нові інституції та інформація про існування альтернативних правил і норм) та внутрішнє середовище (мікрорівень певного інституту, поведінка інституцій всередині деякої системи) [36, с. 94-95]. Кожна з цих підсистем охоплює певний набір інституцій, що обмежують діяльність суб'єктів господарювання на відповідному рівні.

Третій рівень аналізу інституціоналісти пов'язують з управлінням економічними процесами (рівень взаємодії). Він спрямований на вивчення інституцій, які безпосередньо впливають на ефективність здійснення певного виду економічної діяльності. Зміст цих інституцій складають відповідні контракти між економічними суб'єктами. Стосовно ринку цінних паперів такого роду контрактами є, по-перше, угоди щодо 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 організовують 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 слід 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. Інституціоналісти вважають, що цей рівень аналізу забезпечують представники неокласичної теорії, оскільки саме вони досліджують постійні зміни, що відбуваються на ринках і розглядають фірму в якості виробничої функції. На цьому рівні інституційного аналізу досліджують вплив стимулів на поведінку конкретних економічних суб'єктів.

Інституційний аналіз, як бачимо, будь-якого економічного явища вимагає чіткого визначення низки інституцій, що на це явище впливають. Ці інституції є взаємопов'язаними, а інституції глибокого рівня формують межі діяльності для інституцій поверхневого рівня. Отже, економічна діяльність завжди відбувається в певних межах, що є прийнятними для суспільства, а будь-які відхилення за межі дозволеного караються безпосередньо ринком.

Фактично, об'єктом інституційного аналізу є інституційне середовище функціонування певних інститутів ринку. Під інституційним аналізом маємо на увазі дослідження впливу чинників інституційного середовища функціонування відповідного інституту чи організації на її діяльність. Щодо ринку цінних паперів, то його інституційний аналіз має бути зосереджений на двох рівнях піраміди інституцій – другому та третьому. На третьому рівні має досліджуватись сукупність регулятивних норм та заходів, що встановлюють межі для здійснення ринковими суб'єктами операцій купівлі-продажу фінансових активів. На другому ж рівні потрібно аналізувати умови та принципи здійснення ними діяльності, тобто тут аналізуємо ті економічні та позаекономічні чинники, що зумовлюють досягнуті ними результати.

На думку автора, роль інститутів ринку цінних паперів, що несуть в собі певні атрибути – інституції виконує інфраструктура міжнародного ринку цінних паперів.

Як вже зазначалось, у роботі міжнародний ринок цінних паперів та його елементи розглядається як інститут, що складається з дрібніших інститутів нижчого рівня. Саме аналізу інститутів ринку цінних паперів і присвячена наша робота. Зокрема, аналізуються різні сегменти міжнародного ринку цінних паперів, що функціонують як інститути нижчого рівня.

Аналізуються ці інститути в межах середовища, яке їх оточує, тобто інституційного середовища – сукупності позаекономічних чинників, що, у взаємодії з економічними, визначають яким чином будуть функціонувати інститути міжнародного ринку цінних паперів. В економічній літературі усі інституційні чинники групують за трьома критеріями: правові та регулятивні чинники, ринкова інфраструктура та інші чинники [37, с. 616-619]. Межа між цими групами доволі незначна і інколи тяжко виділити той чи інший чинник інституційного середовища у певну групу.

Правова та регулятивна база є ключовою для функціонування ринку цінних паперів. Вона покликана забезпечити на правовому рівні правила гри між усіма учасниками ринку, забезпечити прозорість проведення торгів. Саме вона повинна утворити канали інформації між суб'єктами ринку для того, щоб розкриття інформації для інвесторів було повним, своєчасним і правдивим. Регулятори створюють механізми за допомогою яких надійна інформація, що необхідна для прийняття інвестиційних рішень знаходить адресата [38]. Фактично, основним завданням регулятивної складової ринку цінних паперів є забезпечення такого середовища, за якого діяльність суб'єктів інфраструктури ринку цінних паперів буде прозорою, чесною та необтяжливою для них. Також вона покликана забезпечувати чесне формування ціни на ринку, надаючи доступ до формування ціни усім суб'єктам, але одночасно забезпечуючи їх добросовісну діяльність. Одночасно, ринок цінних паперів не повинен бути зарегульованим, бо це стримує розвиток самого ринку та відлякує потенційних інвесторів.

Перш за все, це захист прав інвесторів та верховенство права. Для того, щоб ринок був стабільним, а потенційні суб'єкти бажали проводити свою

діяльність саме на ньому, вони мають бути впевненими, що будуть захищені проти різноманітних махінацій, неправомірних маніпуляцій з інсайдерської інформацією та спекуляцій навколо інформації зі сторони професійних учасників ринку. Дослідники вважають, що за інших рівних умов більш ефективним та розвиненим є той ринок цінних паперів, на якому краще захищають права інвесторів. Так Ла Порта та інші вважають, що у країнах, де права інвесторів захищаються краще, ринок цінних паперів є більш незалежним від впливу політиків та загалом має більше шансів принадити потенційних інвесторів [39, с. 27]. Також було проведено дослідження ринку цінних паперів 46 країн, що розвиваються у якому автори перевірили гіпотезу про позитивний вплив покращення захисту прав інвесторів та забезпечення виконання законодавства на фондовий ринок. Як показник було використано Індекс Захисту прав інвесторів (*Shareholder's Protection Index*) та якість забезпечення виконання законів (*Quality of Law Enforcement*) за рейтингом Дуінг Бізнес (*Doing Business*). Результати показують, що в середньому покращення значення індексу на 1 збільшує відношення ринкової капіталізації до ВВП на 10% [40, с. 227]. Аналогічне дослідження було проведено для країн, що знаходяться на південь від Сахари в Африці: результати показали, що у багатьох країнах підвищення захисту прав інвесторів та загалом верховенство права позитивно впливатиме на розвиток фондового ринку [41, с. 14]. Подібні висновки також будуть справедливими для країн Близького Сходу та Північної Африки [42, с. 9]. Це також підтверджує фундаментальне дослідження Джохансена у якому він також підтверджує позитивний вплив захисту прав інвесторів та верховенства права на розвиток фінансового ринку 98 країн світу, серед яких і Україна [43, с. 40-41]. Його дослідження показують, що верховенство права є однією з найважливіших детермінант динаміки ринкової капіталізації. Якість державного управління (*Regulatory quality*) за методологією світового банку використовується вченими як показник, що відображає сприйняття здатності влади формулювати та впроваджувати ефективну політику та інші регулятивні заходи, що стимулюють розвиток приватного сектору економіки.

До цієї групи інституційних показників також відносимо прозоре корпоративне управління – тобто сукупність таких правил та інституцій, що змушують менеджерів компаній працювати в інтересах акціонерів [38]. Воно тісно пов'язане з верховенством права і є його складовою, проте дуже важливою для ринку цінних паперів. Це також стосується створення та імплементації законів, що регулюють діяльність компаній на ринку цінних паперів та банків, створення надійних стандартів бухгалтерського обліку та аудиту, а також надійного регулювання та захисту забезпечення виконання контрактів сторонами.

Ринкова інфраструктура, як вже було згадано, є важливим чинником розвитку міжнародного ринку цінних паперів: без розвиненої інфраструктури розвиток будь – якого ринку буде сумнівним. Сюди відносимо і фізичну інфраструктуру для проведення торгів, депозитарії, а також електронну – платіжні системи, кліринг, тощо. Наявність ринкових посередників заохочує інвесторів, бо значно полегшує їм пошук необхідної та прозорої інформації. Крім того, для ринку є важливими допоміжні суб'єкти ринку – консультанти, страховики, технічні спеціалісти, рейтингові агентства. З їх допомогою інформація між інвесторами рухається швидше, що дає їм впевненість у надійності того чи іншого ринку.

Усі інші інституційні чинники стосуються групи показників, які складно віднести до тієї чи іншої групи, а тому сюди відносимо усі інші інституційні показники, що не потрапили у перші дві групи.

І першим з них є політична стабільність (*Political stability*). Оскільки ринок цінних паперів – це переважно довгострокове інвестування, для інвестора важливо, щоб політична ситуація в країні не впливала негативно на фінансовий ринок і його активи. У країни з перманентною політичною нестабільністю, до прикладу Україна, доволі низький розвиток ринку цінних паперів. Політична нестабільність відлякує потенційних інвесторів і змушує їх задумуватись про переміщення своїх активів за кордон (як це відбулось в Росії у 2014 – 2015 роках) або вкладання своїх коштів у альтернативні форми інвестування (банки,

дорогоцінні метали, валюта тощо). Політична стабільність відіграє роль у розвитку ринку цінних паперів країн Близького Сходу та Північної Африки [42, с. 9]. У Джохансена політична стабільність справляє доволі потужний вплив на ринкову капіталізацію: що стабільніша країна політично, то вища її ринкова капіталізація [43, с. 37]. Перотті та інші стверджують, що розв'язання політичних ризиків сприяє розвитку фондового ринку у країнах, що розвиваються [44, с. 64-65].

Корупція є ще одним визначником функціонування не лише ринку цінних паперів, але й загалом економіки. Загалом корупцію, як чинник інституційного середовища, відома міжнародна організація Трансперенсі Інтернешенал (*Transparency International*) визначає як «використання делегованої влади для особистої вигоди» [45]. Загалом вона веде до нераціонального використання обмежених ресурсів та, як наслідок, уповільнення економічного зростання та погіршення і ситуації на ринку цінних паперів, зокрема. Існують численні дослідження, що підтверджують негативний зв'язок між фондовим ринком та корупцією. Результати дослідження країн, що знаходяться на південь від Сахари в Африці показали, що у всіх країнах проблеми з корупцією є найбільш негативним чинником, що суттєво впливає на розвиток фондового ринку [41, с. 14]. У країнах Близького Сходу та Північної Африки вплив корупції настільки руйнівний, що він перевершує позитивні тенденції у розвитку банківського сектору цих країн [42, с. 9]. Дослідження проведене для 42 країн, що розвиваються також підтверджують, що розвиток ринку цінних паперів у цих країнах сильно уповільнює потужна корупція [46, с. 98]. Очевидно, що зменшення корупції позитивно впливає на розвиток ринку цінних паперів адже надає їм можливість дешевше інвестувати про проводити свою діяльність відкрито. Як і у випадку з політичною стабільністю, відсутність корупції дає інвестору надію на прозорість проведення операцій на ринку, віри у те, що відсутні спекуляції з ціною та впевненість у захисті його прав без виникнення необхідності створювати неофіційно фінансові потоки.

Існує численна кількість показників інституційного середовища, які можна вважати такими, що впливають на розвиток ринку цінних паперів. На нашу думку, ще важливими показниками інституційного середовища є низка індикаторів, розроблених Світовим банком. За визначенням рейтингу індикаторів урядування «*The Worldwide Governance Indicators*», окрім політичної стабільності, якості управління, верховенства права та корупції, важливими визначниками інституційного середовища ще є ефективність влади та право голосу і свобода вибору [47, с. 4].

Ефективність влади (*Government effectiveness*) відображає сприйняття якості надання громадських послуг, якості державних послуг та рівень їх залежності від політичного тиску, якості формування та проведення державної політики, а також рівня достовірності виконання владою взятих на себе зобов'язань щодо такої політики. Стабільна економіка є основою для розвитку будь-якого ринку і ринку цінних паперів зокрема. Виважена, передбачувана, прозора та логічна монетарна, фіскальна та зовнішньо-економічна політики можуть сприяти прийняттю позитивних інвестиційних рішень, що сприятиме розвитку вітчизняного фондового ринку.

Право голосу та свобода вибору (*Voice and Accountability*) також вважаються важливими чинниками інституційного середовища, що завершують опис інституційного середовища функціонування ринку цінних паперів. За Світовим банком, право голосу та свобода вибору визначає сприйняття того, наскільки громадяни певної держави мають можливість вибирати собі владу, а також свобода волевиявлення, об'єднання та засобів масової інформації. Економісти вважають, що за інших рівних умов країни з більшим рівнем економічної, політичної та соціальної свободи розвиваються швидше та краще, ніж країни з порівняно нижчою свободою. Це пояснюється тим, що вища ступінь економічної свободи знов ж таки дає інвесторам впевненість у надійності цього ринку, адже вони передбачають, що їх не будуть утискати різноманітними методами та регулятивними заходами. Фактично, інституційне середовище перш за все покликане стимулювати впевненість інвестора в

надійності того чи іншого ринку. Надійна «тиха гавань» для коштів інвестора є найбільшою цінністю у прийнятті інвестиційних рішень.

Існують й інші чинники, які потенційно прямо чи опосередковано можуть впливати на міжнародний ринок цінних паперів, бо насправді їх – безліч. Проте ці шість груп чинників містять в собі найбільш повний опис інституційного середовища міжнародного ринку цінних паперів. Автор розглядає ці показники як інструменти дослідження цього ринку. Окремо розглянуто інфраструктуру ринку. Як інституційний інструмент дослідження міжнародного ринку цінних паперів, оскільки поки не існує показників, які б визначали ефективність інфраструктури цього ринку.

У нашому дослідженні оцінено вплив цих показників на показники діяльності самого міжнародного ринку цінних паперів. Зокрема, у процесі здійснення торгів на міжнародному ринку цінних паперів виникає питання у визначенні ефективності всього ринку або діяльності тої чи іншої біржі, у можливості порівняння такої ефективності. Відповідно до світового досвіду існує два взаємопов'язані показники ефективності діяльності ринку цінних паперів [48, с. 260]:

– Комплексний показник ефективності ринку цінних паперів, що передбачає оцінку потужності його розвитку та конкурентоспроможності внутрішніх ринків на зовнішньому ринку. Таких показників є доволі багато, тому розглянуто лише ті, розуміння яких має ключове значення для подальшого аналізу;

– Поточний показник ефективності діяльності ринку цінних паперів, що відображає тенденції розвитку ринку та вплив різних чинників на динаміку процесу купівлі-продажу цінних паперів. Таким показником є фондові індекси.

Слід детальніше розглянути ці два види показників, оскільки ці групи показників також є інструментами дослідження об'єкту. Комплексні показники, або як їх ще називають показники статистики фондових бірж, поділяються на такі групи [49, с. 17]:

- Показники цін ринку цінних паперів – використовують для оцінки динаміки цін на конкретній фондовій біржі чи позабіржовому ринку;
- Показники обсягу та структури операцій з цінними паперами – характеризує обсяг проведених операцій з конкретними цінними паперами;
- Показники якості фондового ринку – об'єднують показники, що характеризують місткість, ліквідність, концентрацію та оціненість ринку;

У економічній літературі також використовують відносні показники обсягу: відношення вищезазначених показників до одного з найважливіших макроекономічних показників – ВВП країни. Це надає можливість для ширшого аналізу, а також створює базу для порівняння у різних країнах світу.

Поточним показником ситуації на міжнародному ринку цінних паперів є біржовий фондовий індекс – показник, який визначає зведений курс групи лістингових цінних паперів, що обертаються на фондовій біржі [50, с. 151-153]. Залежно від того, яка інформація та які цінні папери використовуються для обчислення індексу, він може відображати фондовий ринок в цілому, ринок груп цінних паперів (ринок державних цінних паперів, ринок боргових цінних паперів, ринок титулів власності тощо), ринок цінних паперів галузі (транспорту, зв'язку, нафтогазового комплексу тощо). Зіставлення динаміки поведінки цих індексів надає можливість спостерігати та аналізувати зміни стану будь-якої галузі стосовно економіки в цілому, адже фондові індекси є не просто показниками: вони відображають загальну ситуацію на фондовому ринку і слугують фактично індикаторами ділової активності. По суті фондові індекси є середніми або середньозваженими показниками курсів цінних паперів, як правило, акцій, що дають уяву про стан і динаміку фондового ринку [3, с. 428].

Загалом, більшість фондових індексів належить до однієї з двох груп [3, с. 428]:

1. Капіталізовані індекси – це тип індексів, які вимірюють загальну капіталізацію підприємств, цінні папери яких використовуються для розрахунку індексу на конкретну дату. До капіталізованих індексів належать

індекси «*Standart and Poor's*», зведений індекс Нью-Йоркської фондової біржі, індекси газети «*Moskow News*», група індексів *FTSE* Лондонської фондової біржі тощо.

2. Цінові індекси - вираховуються як середнє арифметичне вартості акцій компанії, що входять у базовий список індексу. До цінових індексів відносять індекс Доу-Джонса («*Dow-Jones*»), індекс фондової біржі у м. Токіо (Японський індекс *Nikkei-225*), Американської фондової біржі – *AMEX* тощо.

Біржові індекси – це економіко-статистичні показники, що виражають динаміку зміни цін на цінні папери, які в нього входять і уже понад сто років використовуються для того аби оцінити поточний стан фінансового ринку та спрогнозувати тенденції його розвитку: інвестори цікавляться не просто зміною цін на акції певної компанії, а й загальною тенденцією розвитку всього ринку цінних паперів. Саме тому практично всі біржі мають власні системи агрегатних індексів, які відображають рівень і динаміку цін на певний пакет цінних паперів: цей пакет складається з акцій компаній, що ,як правило, належать до різних галузей промисловості національної економіки та фінансової сфери. При цьому акції мають входити до лістингу фондової біржі, тобто внесені до переліку цінних паперів, що котируються на ній [3, с. 429].

У роботі зосереджено увагу на використанні комплексних відносних показників ринку цінних паперів.

Підсумовуючи, у своєму аналізі автор:

1. Використовує категорії «інститут» та «інституція» на позначення основних елементів міжнародного ринку цінних паперів і визначаємо, що міжнародний ринок цінних паперів є глобальним інститутом, оскільки виконує ринкові функції, що, на нашу думку, є основною характеристикою інститутів.

2. Визначає, що інститут міжнародного ринку цінних паперів складається з елементів – інститутів нижчого рівня, що теж виконують свої функції.

3. Окреслює, що інституційне середовище міжнародного ринку цінних паперів стосується аналізу другого та третього рівня інституційного аналізу піраміди Вільямсона.

4. Вважає, що інституційне середовище впливає на інститути міжнародного ринку цінних паперів

5. Визначає, що для опису інституційного середовища використовуватимемо інституційні чинники як інструменти нашого аналізу.

1.3 Еволюція поглядів на механізм функціонування міжнародного ринку цінних паперів у контексті його інституційного аналізу

Сьогодні міжнародний ринок цінних паперів є ключовим інститутом глобальної світової економіки, проте це не завжди було так. Фондовий ринок, як відомо, виник в Європі унаслідок зростання ролі великих портів у розвитку товарного господарства. Вважають, що попередником сучасних цінних паперів були векселі. Подібні до векселів боргові інструменти використовували вже у Древній Греції для проведення розрахунків між торговцями. Навряд чи можна точно стверджувати коли саме векселі набули поширення в Європі, проте точно відомо, що вже в XI ст. вони були досить поширеними в Італії [51, с. 81]. У часи великих географічних відкриттів вони стали досить поширеними у цілій Європі – переважно у портах, де здійснювалась більшість торговельних операцій, які і супроводжувались відповідними фінансовими потоками. Власне, як вітчизняні так і іноземні економісти схиляються до думки, що перша товарна біржа появилася у бельгійському місті Антверпен у XVI ст., яке відіграло важливу роль у торгівлі тогочасної Європи, а перша фондова біржа, що стала наслідком торгівлі на товарній, з'явилася у Амстердамі [52, с. 12]. Сталось це, за різними джерелами, десь на початку XVII ст., проте слід підкреслити, що це не ринок цінних паперів у сучасному розумінні: тоді в обігу перебували лише боргові інструменти, а титулів власності як таких ще не існувало.

Вже у наступному столітті активізується діяльність ринку цінних паперів у всій Європі, а фондові біржі, що і були єдиним місцем зустрічі для торгівлі тодішніми цінними паперами, почали виникати у великих торговельних містах Франції, Великобританії, Німеччини, Російської імперії та США [53, с. 278].

Вже наприкінці XVIII ст. Великобританія стала фінансовим центром Європи, а Лондонська біржа виконувала численну низку операцій з цінними паперами і титулами власності, зокрема. Це етап на якому формуються та набувають довершених форм інститути міжнародного ринку цінних паперів.

Проте до кінця XIX ст. ринок цінних паперів, що уособлювався на той момент лише переважно фондовими біржами, не мав значного впливу на економіку держав. Лише з початку XX ст. відбувається значне збільшення емісії цінних паперів, що було пов'язано з виникненням великих компаній, часто монополій. І лише тепер фондові біржі та ринок цінних паперів нарешті починають набувати сучасних рис та характеристик. Проте приходить час Великої Депресії 1929 р., що почалась з падіння курсу акцій на Нью – Йоркській фондовій біржі та потягнуло за собою світову економічну кризу. В наступні кілька десятиліть ринок цінних паперів перебував у депресивному стані і лише у 1960-х роках розпочалося нове піднесення біржової активності [53, с. 278]. Відтоді обсяги операцій на цьому ринку зростали високими темпами, швидко розвивалися нові технології, набули поширення нові, інноваційні види цінних паперів. Відбулися процеси фінансової лібералізації, що сильно вплинуло на зміцнення взаємозалежності між фінансовими ринками різних країн, передусім розвинених. Це спричинило виникнення власне інституту міжнародного ринку цінних паперів як великої системи взаємопов'язаних інститутів.

Упродовж попередніх п'яти століть, з моменту виникнення першої фондової біржі, процеси становлення і розвитку ринку цінних паперів були об'єктом дослідження представників різних економічних шкіл. Це супроводжувало еволюцію міжнародного ринку цінних паперів як інституту, породжуючи функції, через які цей інститут себе проявляв. Саме тому доцільно розглянути головні їхні ідеї.

Звичайно ж, теоретична роль ринку цінних паперів часто розглядалась представниками різних економічних шкіл і, як наслідок, це впливало на політику різних держав щодо ринку цінних паперів, адже так склалось, що

уряди держав завжди мимоволі прислухались до думки економістів – сучасників [54,с. 329]. Справа в тому, що економічні погляди та ідеали не могли не залишити слід у рішеннях, що приймалися державами де ці погляди мали панівний характер.

Поява перших фондових ринків збіглася із зародженням нової економічної парадигми – меркантилізму. Тоді ж, у XVI ст., відбулося збільшення кількості кредитних грошей в обігу [55, с. 405]. Це було пов'язано з тим, що збільшення товарообігу у країнах Західної Європи стримувалося нестачею грошей, функції яких на той час виконували золоті та срібні монети [56, с. 310]. Представники меркантилізму стверджували, що багатство держави залежить від кількості золотих та срібних монет, якими вона володіє, а, отже, слід всіляко стимулювати їх надходження в країну та обмежувати їх витікання з неї. У цей же час в обігу з'являються перші паперові та кредитні гроші. Проте, представники меркантилізму досить неоднозначно ставились до появи перших цінних паперів. Їм було складно погодитись з думкою про те, що такі квазігроші мають внутрішню вартість [54, с. 330].

На початку XVIII ст. набувають поширення ідеї економічного лібералізму, який проповідував абсолютно протилежні меркантилістам наукові погляди. Його прихильники стверджували, що існують об'єктивні економічні закони, зокрема, закон вартості та , які неухильно спрямовують ринок до стану його рівноваги, а тому уряд не повинен втручатись в економіку, оскільки це може лише завдавати їй шкоду [56, с. 334]. Вільям Петті у своїй творчості згадував про кредитні гроші, які на той час були поширені у Франції: у Парижі в XVII ст. було простіше отримати решту банкнотами, аніж золотими монетами. Адам Сміт у своїй праці «Дослідження про природу і причини багатства народів» згадує про існування «знаків, що використовуються заможними людьми для обміну у роздрібній торгівлі», які і були, очевидно, цінними паперами [57]. Джон Стюарт Мілль, який вважав себе послідовником Д. Рікардо, також згадує у своїх «Основах політичної економії» про те, що «ніщо так не викликає дебати та непорозуміння у політичній економії як категорія кредиту». Він також

розглядав позитивну функцію векселів як незалежних носіїв вартості [58]. З усього цього стає зрозумілим, що як меркантилісти, так і класики дослідженню природи цінних паперів не приділяли значної уваги у своїх творах та теоретичних побудовах. А навіть якщо вони і згадували про деякі фінансові інструменти (векселі), то вважали, що їх слід обмінювати на золоті чи срібні монети за першої ж нагоди. Фактично, на цьому етапі розвитку суспільних відносин міжнародного ринку цінних паперів як інституту ще не існувало.

Набагато більшого значення дослідженню ролі і місця цінних паперів у економічному житті держави надавав К. Маркс. Він, зокрема, дослідив наслідки, від яких потерпала економіка Англії після кризи 1847 року, а також з'ясував, що ця криза мала чисто фінансову основу. У третьому томі «Капіталу», він називає цінні папери не інакше як «фіктивним капіталом», що містить в собі елементи «оманливої соціальної вартості» [59, с. 212]. Це положення він обґрунтовує тим, що зменшення чи збільшення курсової вартості цінних паперів жодним чином не відбивається на величині реального капіталу підприємства, яке ці папери репрезентують, проте воно сильно впливає на його платоспроможність. Незважаючи на свою критику фіктивного капіталу, Маркс, разом з тим, відзначає позитивні наслідки для економіки, спричинені існуванням ринку цінних паперів, а саме, – значне розширення масштабів виробництва та появу компаній, існування яких було б неможливим для окремо взятого капіталу. На думку Н. К. Родіонової та І. С. Кондрашової, у «Капіталі» Маркса міститься низка важливих теоретичних положень, що стосуються ринку цінних паперів [60]:

- цінні папери – фіктивний капітал, бо є лише формою капіталу та не мають справжньої, реальної вартості;
- цінні папери мають ринкову вартість завдяки свої юридичній основі, а відтак надають право на володіння реальним капіталом;
- ринкова ціна капіталу та його реальний стан – взаємопов'язані, бо зміна у фізичному капіталі тягне за собою зміну ринкової вартості;

- курсова вартість залежить не лише від фактичного капіталу, але й від оцінки його потенційними інвесторами;
- таким чином, цінні папери стають товаром, що обумовлює існування певного ринку торгівлі ним;
- введено поняття капіталізації ринку цінних паперів.

Саме завдяки критиці ринку цінних паперів Марксом, на думку автора, цей ринок вперше проявив себе як інститут. Вперше відбувається оцінка цього ринку з погляду функцій, які він виконує і наслідків його функціонування для макроекономічного середовища.

Стрімкий розвиток виробництва та поява великих компаній на початку ХХ ст. вимагали все більшого залучення капіталу та підвищення рівня його мобільності. Це стало причиною створення тієї світової індустрії фондових бірж, яка спостерігається сьогодні. Водночас з розвитком ринку цінних паперів зростала кількість наукових публікацій в яких він був безпосереднім об'єктом дослідження, або ж в яких досліджувалися окремі його складники.

Глибокий аналіз ролі ринку цінних паперів в економічній системі здійснив Джон Мейнард Кейнс у праці «Загальна теорія зайнятості, процента та грошей». Він є, як відомо, творцем абсолютно нової парадигми економічної науки, яка заперечувала загальноприйняті на той час постулати класичної та неокласичної шкіл про «невидиму руку» і загальну ринкову рівновагу. На його думку, ринок не може самостійно досягати стану рівноваги, а тому держава має активно втручатись в усі сфери економічного життя, зокрема, і в ринок цінних паперів, використовуючи відповідні інструменти макроекономічної політики. Кейнс виділяв низку переваг та недоліків акціонерної форми власності. Головні її переваги полягають в тому, що вона дає змогу реалізовувати масштабні виробничі проекти та відокремити управлінські функції від власності на капітал, що підвищує ефективність діяльності акціонерних товариств. Він відзначав, що вища вартість акцій певної компанії порівнювана з можливістю взяти в банку кредит під нижчі відсотки [61]. Серед недоліків цієї форми власності Кейнс називав такі: розрив між реальним станом акціонерного

товариства і вартістю його акцій та наявність на ринку цінних паперів великої кількості необізнаних інвесторів, що спотворюють ринкове ціноутворення [62, с. 259 – 260]. Він також зазначав, що переважна більшість професійних учасників цього ринку не зацікавлена у визначенні реальної вартості об'єктів інвестування, а що їх цікавить, то це лише те, як саме акції оцінить ринок. Їм важливо отримувати цю інформацію швидше за інших, щоб мати змогу своєчасно купити чи продати певні цінні папери. Кейнс доходить висновку про те, що різка зміна курсу акцій може бути спричинена зміною настроїв гравців на ринку, а не зміною величини капіталу емітента [63, с. 160-162]. В цьому криється, на його думку, головна причина розбіжності між ринковою та реальною вартістю. У результаті таких розмірковувань Кейнс уводить у фінансову теорію поняття «спекуляція», що означає намагання учасників фондового ринку отримувати прибуток від коливань курсів цінних паперів.

Отже, на думку Кейнса, фондові біржі не завжди виконують функцію збільшення позичкових можливостей та підвищення обсягів інвестицій у реальну економіку. Варто наголосити, що в теорії Кейнса важливим інструментом взаємодії між реальним та фінансовим секторами національної економіки є грошово – кредитна політика. У його моделі показником реальної економіки є ВВП країни, грошового ринку – грошова маса, а ринку капіталу та, зокрема, цінних паперів – інвестиції та норма проценту.

Як бачимо, Кейнс і його наступники заклали основи макроекономічного аналізу ринку цінних паперів та дослідили його взаємозв'язок з реальним сектором, а також обґрунтували необхідність державного регулювання цього ринку. Необхідність його регулювання зумовлена спекулятивними процесами, які можуть спричиняти серйозні диспропорції на фондовому ринку у випадку їх ігнорування. На цьому етапі свого розвитку, міжнародний ринок цінних паперів стає повноцінним інститутом глобальної світової економіки. Він стає не просто методом акумуляції коштів, а ще й ціноутворюючим механізмом та місцем зустрічі. Інститут міжнародного ринку цінних паперів набуває довершених форм.

Систему наукових поглядів на роль і місце ринку цінних паперів у національній економіці доповнюють ідеї монетаристів. Монетаризм являє собою впливову економічну течію, що виникла у 60-х роках ХХ ст. на основі теоретичних напрацювань Мілтона Фрідмана [56, с. 581]. Представники цієї течії вважають, що причини багатьох проблем, що виникають у національній економіці слід шукати перш за все у монетарній сфері. На їхню думку, гроші відіграють набагато вагомішу роль у сучасній ринковій економіці, ніж вважають представники багатьох економічних шкіл. Заслуга монетаристів полягає, зокрема, в тому, що вони першими почали використовувати економетричні моделі для аналізу взаємозв'язків між сферою виробництва та сферою грошово – кредитного обігу. На основі кількісної теорії грошей та деяких інших теорій, вони запропонували низку рекомендацій щодо можливих напрямів підвищення ефективності національної економіки. Монетаристи вважають, що державне регулювання економіки має здійснюватись переважно з використання інструментів грошово – кредитної політики. При цьому перевага повинна надаватися операціям на відкритому ринку, за допомогою яких уряд, продаючи чи купуючи державні облігації на ринку цінних паперів, може змінювати пропозицію грошей в економіці. Отже, монетаризм обґрунтовує виняткову важливість ринку цінних паперів як однієї з ключових підсистем національної економіки. Автор вважає, що монетаристи, самі, можливо, цього не усвідомлюючи, вже досліджували міжнародний ринок цінних паперів як інститут. Вони розглядали його як важливий елемент ринкової економіки, інститут, за допомогою якого держави можуть стимулювати розвиток національних економік та регулювати їх. На цьому етапі міжнародний ринок цінних паперів стає системно важливим елементом глобальної економіки. Без нього подальший розвиток вже не видається можливим.

Як було з'ясовано, упродовж останніх кількох століть теоретичні знання економістів про ринок цінних паперів еволюціонували від примітивних уявлень про нього, в основі яких було дослідження обігу векселів, до усвідомлення надзвичайної його важливості як інституту, що забезпечує акумуляцію та

перерозподілу фінансових ресурсів у сучасній економічній системі. Дослідження ринку цінних паперів різними течіями економічної науки – це яскравий приклад колективного творення нових наукових понять та постійного уточнення їхнього змісту у зв'язку зі змінами, що відбуваються в економіці та певних її частинах. Сьогодні ринок цінних паперів перестав бути доповненням до товарних ринків. Він функціонує незалежно від них і став глобальним інститутом залучення інвестицій.

Автор дослідив вплив основних економічних течій на формування категорії «міжнародний ринок цінних паперів» як інституту ринку. Проте, в економічній та, зокрема, фінансовій теорії часто спекують на питанні прогнозованості ринку цінних паперів, оскільки саме ціноутворення є основною функцією міжнародного ринку цінних паперів як інституту. Це питання вперше порушив Кейнс, апелюючи на те, що учасники ринку намагаються передбачити рух цін з метою здійснення спекуляції. Існують численні автори, як практики, так і теоретики, що написали низку книжок та підручників про те, як передбачити рух цін на фінансові активи на ринку цінних паперів. Справді, питанням ціноутворення на ринку цінних паперів цікавились ще з моменту його виникнення у сучасному вигляді: надто вже багато сторін могли б отримати від розуміння механізму ціноутворення на фондовому ринку певні «дивіденди».

Так, представники влади та уряди країн з розвиненою та перехідною ринковою економікою бажали знати яким чином вони могли б використати ринок цінних паперів для стимулювання економічної системи своїх країн, себто використовувати його як інститут регулювання вітчизняної економіки. Адже, як відомо, фондовий ринок вважається одним з вагомих інструментів досягнення державою своїх економічних цілей, а тому глибоке розуміння внутрішніх механізмів його функціонування надало б можливість ефективніше його використовувати. Справа в тому, що погляди економістів різних епох на ринок цінних паперів певним чином відбивались на економічній політиці держав, що спостерігаємо і зараз. З іншого боку, інвестори, як індивідуальні,

так і інституційні, зацікавлені у глибокому розумінні ринкових стимулів: для них основним стимулом є додатковий прибуток, який не завжди можна отримати, оскільки торгівля на фондовому ринку несе в собі певні ризики і що більша винагорода, то більший ризик. Вони розглядають міжнародний ринок цінних паперів як інститут, що забезпечує додатковий прибуток.

В економічній літературі існують численні ідеї про те, яким чином функціонує ціноутворення на міжнародному ринку цінних паперів. В основному, теорії міжнародного фінансового ринку, або, в даному випадку, міжнародного ринку цінних паперів – це сукупність різноманітних ідей про принципи формування цін та законів ціноутворення на цьому ринку. Вони являють собою скоріше гіпотези і, насправді, навряд їх можна вважати абсолютною істиною, бо жодна з них не була переконливо доведеною. З іншого боку, усі вони мають певні ідеї, що надають можливість глибше зрозуміти міжнародний ринок цінних паперів як інститут. Найвідомішими теоріями ціноутворення на міжнародному ринку цінних паперів вважаються: теорія ефективного ринку, теорія катастроф, теорія шуму, теорія когерентного ринку, теорія рефлексивного ринку, теорія хаосу, теорія міцного фундаменту, теорія повітряних замків, гіпотеза адаптивного ринку Ло, хвильова теорія Еліота та теорія поведінкових фінансів. Значною мірою усі теорії можна розподілити на дві великі групи: ті, які передбачають можливість прогнозу зміни ціни та ті, які визначають неможливість прогнозування зміни цін на ринку цінних паперів. Отже коротко розглянемо кожен з теорій.

Однією з найбільш досконалих та часто застосовуваних у сфері фінансів є теорія ефективних ринків. Її витоки знаходимо у докторській дисертації з математики Л. Башельє «Теорія спекуляцій» 1900 р. [64]. Остаточню цю теорію сформулював Юджин Фама у 1965 р. Вона стала однією з найвизначніших теорій і здійснила потужний вплив на розвиток фінансової теорії [65]. Такий висновок можна зробити на підставі того, що переважна більшість наступних теорій у цій царині намагались її або підтвердити, або заперечити. Головним положенням цієї теорії є твердження про те, що усі фінансові ринки є

абсолютно ефективними. Тут під ефективністю мається на увазі здатність цін фінансових активів своєчасно та повною мірою відображати усю наявну про них інформацію. Іншими словами, прихильники цієї теорії вважають, що усі інвестори володіють повною однаковою інформацією, а тому вона вже врахована в динаміці цін [66, с. 18]. Зміни у цінах на ринку цінних паперів відбуваються миттєво та лінійно в результаті отримання інвесторами нової інформації про активи; інвестори є раціональними у прийнятті інвестиційних рішень. Отже, теорія ефективного ринку підтверджує так звану гіпотезу випадкового руху, яка стверджує, що зміни у цінах фінансових активів є випадковими і вони жодним чином не залежать від попередньої їх динаміки. Отож, немає сенсу в існуванні професійних учасників ринку цінних паперів, адже він не дає їм змогу передбачати ринкову кон'юнктуру і отримувати певні вигоди від цього [67, с. 11]. В такому контексті Ю. Фама розглядає ринок як повністю справедливий інститут: на зміну цін впливає лише нова інформація, яка, до того ж, буде мати негайний вплив оскільки про неї знатимуть усі інвестори. Очевидно, це означає, що вплив інституційного середовища також вже врахований у ціні фінансового активу.

У своїй наступній праці (1970 р.) Ю. Фама більш детально описав концепцію ефективного ринку і виділив три форми ефективності [68, с. 404-410]. Він провів емпіричні тести на основі яких визначив, що ринок цінних паперів перебуває у стані:

- слабкої ефективності, якщо поточні ринкові ціни містять в собі хоча б якусь інформацію про попередню динаміку цін;
- напів – сильної ефективності у випадку, коли поточні ринкові ціни містять в собі інформацію про усю наявну публічну інформацію (як і ту, що стосується попередньої динаміки цін, так і ту яка нова – економічні новини, фінансова звітність, тощо);
- сильної ефективності, якщо ціни відбивають усю публічну, а також привілейовану інформацію (якою володіють лише менеджери компаній, а

також професійні учасники ринку робота яких полягає у зборі такої специфічної інформації).

Ці ідеї викликали дискусію між прихильниками та противниками теорії ефективних ринків, яка триває й нині. Критики цієї теорії вважають, що хибним є саме припущення про ефективність фінансових ринків, оскільки ті, хто її дотримуються так і не змогли її верифікувати. Річ у тім, що нерідко буває так, що одні інвестори мають доступ до внутрішньої, інсайдерської, інформації, а інші – ні. Тому учасники фінансових ринків апріорі перебувають у нерівних умовах, а відтак ціни не можуть відображати повну інформацію про яку говорять апологети гіпотези ефективних ринків. Крім того, як наголошують противники цієї гіпотези, ціни фінансових активів змінюються нелінійно, не випадково і, більше того, не миттєво. Підтвердження цього наводяться у дослідженнях різних авторів, а саме твердження про раціональну поведінку інвесторів не може бути абсолютною істиною, адже практика показує, що інвестори часом приймають ірраціональні рішення на підставі доступної їм (неповної) інформації та особистих їх очікувань щодо можливого рівня ризику [69, с. 60-78]. Проте, зазначені аргументи, що заперечують гіпотезу ефективного ринку, на думку її захисників, є непереконливими. Відтак, багато фінансистів, незважаючи на деяку відірваність цієї теорії від економічної реальності, активно використовують її як базу для своїх власних досліджень. Гіпотеза ефективного ринку, на нашу думку, є однією з тих моделей, які ілюструють, яким чином мали б працювати інститути міжнародного ринку цінних паперів, а не яким чином все відбувається насправді. Очевидно, що ця гіпотеза не відображає достатньо адекватно ті процеси, що відбуваються на ринку. Проте вона була однією з перших фундаментальних теорій, що описують механізм ціноутворення на фондовому ринку і знаходить широке застосування в сучасних його дослідженнях, як інституту ринкової економіки, зокрема.

Авторство теорії катастроф належить К. Зіману (1974 р.), який вирішив адаптувати теорію катастроф, що застосовують в теоретичній математиці та

фізиці, для аналізу певних економічних взаємозв'язків. Він застосував математичні моделі для пояснення ринкових коливань на фондовому ринку та поділив усіх його учасників на дві групи: фундаменталістів та чартистів [70, с. 39]. Фундаменталісти намагаються передбачити рух цін на ринку та приймати інвестиційні рішення за допомогою так званого фундаментального аналізу, тобто з урахуванням сукупності всіх економічних складових, які теоретично можуть впливати на його цінову динаміку (фінансова звітність, макро – та мікроекономічні показники тощо). Чартисти ж, навпаки, намагаються передбачити зміни у цінах цінних паперів на основі технічного аналізу, тобто на основі математично – статистичного аналізу графіків, що відображають попередній їх рух. К. Зіман уважав, що чартисти є не хто інші як спекулянти. На його думку саме вони є причиною нераціональних коливань цін на ринку та обвалів котирувань цінних паперів. Це пов'язано з тим, що чартисти можуть раптово входити в ринок, що зростає, дестабілізуючи його та створювати на ньому негативні тенденції. Власне, це він і називає катастрофою: необґрунтовану неперервну зміну поведінки учасників ринку, що спричиняє перервний негативний вплив на котирування курсів цінних паперів [71, с. 362]. З іншого боку, фундаменталісти є справжніми учасниками ринку, оскільки вони, ґрунтуючись на аналізі низки економічних всеохоплюючих показників, вчасно виходять з ринку та повертаються лише у випадку, якщо цінні папери, на їхню думку, знову недооцінені. Фактично, Зіман розподіляє інститути міжнародного ринку цінних паперів на дві категорії: ефективні та неефективні.

Насправді ж, як нам видається, на практиці доволі складно чітко визначити на ринку ці дві категорії гравців, оскільки професійні учасники ринку, зазвичай, застосовують обидва методи передбачення зміни у цінах для ухвалення інвестиційних рішень. Буває так, що чартисти використовують фундаментальні методи для того, щоб визначити у якому напрямі їм доцільно рухатись, тоді як фундаменталісти часом приймають циклічні рішення, і тоді їхня поведінка нагадує спекулятивну. Отже, обмеженість цієї теорії очевидна і вона не може достеменно пояснити зміну цін на фондовому ринку.

Теорію шуму було запропоновано Ф. Блеком у 1985 р. в його статті «Шум». Він також поділяє ринок на дві категорії учасників: арбітражерів та торговців шумом. Арбітражери, за Блеком, є професійними учасниками ринку, які застосовують фундаментальний аналіз для ухвалення інвестиційних рішень, тому їхні дії є раціональними. На відміну від них, торговці шумом, з точки зору автора цієї теорії, є нераціональними учасниками ринку, бо приймають рішення не лише на основі чинників, які реально впливають на формування цін, а й на основі сторонніх чинників – емоцій, слухів, здогадів та інтуїції [72, с. 528-534]. Існує декілька причин існування шумів: елементарна нездатність деяких учасників ринку приймати раціональні рішення через застарілу інформацію, якою вони володіють про ринок; прийняття рішень на основі здогадів, слухів, припущень, домислів тощо; соціальна імітація або ефект маси, тобто орієнтація на поведінку більшості тих, хто приймає рішення, а не на власний аналіз ринкової ситуації. В результаті дій торговців шумом раціональні учасники ринку піддаються ризику, пов'язаному з тим, що ціна бажаного для них активу може бути сформована не на основі достовірної інформації, а на основі домислів та слухів. Ф. Блек вважає, що ринок цінних паперів не зміг би існувати без торговців шумом, оскільки вони надають йому додаткової ліквідності [72, с. 530]. Проте, з іншого боку, наявність шуму знижує можливості для проведення арбітражу, що дещо уповільнить повернення ціни фінансового активу до своєї реальної ціни [73]. Тож автор загалом виділяє і негативні і позитивні моменти існування шумів на ринку. Варто зазначити, що ця теорія є деякою мірою протилежною до теорії ефективних ринків, адже стверджує, що не вся інформація наявна на ринку несе в собі цінність для прийняття інвестиційних рішень. Як і у наведеній вище теорії Зімана, автор, по суті, виділяє ефективні та неефективні інститути міжнародного ринку цінних паперів.

Теорію когерентного ринку у 1991 р. запропонував Т. Вега. Вона також являє собою статистичну модель, що визначає розподіл ставок дохідності цінних паперів в залежності від двох чинників: фундаментальних (тобто

загальноекономічних) та групових настроїв учасників ринку [74, с. 36]. Автор цієї теорії вважає, що різноманітні комбінації двох цих чинників і визначають стан ринку, який може перебувати у чотирьох фазах. Перша фаза – випадкового блукання – відповідає нейтральним настроям на ринку; інвестори приймають рішення незалежно один від одного, а тому ціни змінюються випадково. Друга фаза – перехідного ринку – передбачає формування групової свідомості учасників торгів, що спричиняє тривалий вплив деяких подій на ринок. Третя фаза – хаотичний ринок – настрої інвесторів істотно змінюють групову свідомість і, як наслідок, це зумовлює значні зміни цін на фондовому ринку, а економічні чинники у цьому випадку є переважно нейтральними або невизначеними. Вже на цьому етапі існує можливість потужних хаотичних рухів ринку у відповідь на паніку спричинену невірною інформацією або ірраціональною поведінкою інвесторів. Четверта фаза – когерентний ринок – передбачає сильний вплив на ринок як економічних чинників, так і групових настроїв інвесторів, що формує потужний позитивний або негативний тренд на ринку цінних паперів, який зберігається впродовж тривалого періоду часу [74, с. 38-46]. Теорія когерентного ринку є однією з перших теорій, які покликані пояснювати процеси на фондовому ринку на основі поведінки учасників та економічних чинників. Головною особливістю цієї теорії є розподіл ринку на кілька фаз в залежності від подій на ньому. Фактично автор теорії визначає етапи формування елементів міжнародного ринку цінних паперів як інститутів: від неефективного до ефективного. Проте автор, на нашу думку, надмірно заглиблюється в математику і при цьому звертає недостатню увагу на логіку взаємозв'язку між економічними процесами.

Теорію рефлексивного ринку запропонував наприкінці 80-х років ХХ ст. відомий американський фінансист Джордж Сорос. Ця теорія, як і теорія когерентного ринку, базується на двох групах чинників. На нашу думку, вона є спробою переосмислення та доповнення теорії Веги, оскільки він стверджує, що ці чинники впливають не лише на ринок, а й один на одного. Саме це, на його думку, і пояснює те, що іноді учасники ринку передбачають майбутні

економічні чинники: колективні очікування учасників ринку можуть змінити фундаментальні умови ринку так само, як і фундаментальні чинники можуть змінювати очікування його учасників [75, с. 321-322]. Ця модель не передбачає констант, а тому, на думку автора, ринок ніколи не досягає рівноваги і курси цінних паперів неперервно змінюються. В цьому і полягає рефлексивний закон ринку за Соросом.

Дж. Сорос також визначає таку категорію як само зміцнюваний процес – зміна очікувань учасників ринку впливає на фундаментальні економічні чинники таким чином, що протягом тривалого часу підтримує власну ж зміну у певному напрямку. Фінансист наводить приклад країн з фондовими ринками, що розвиваються: очікування потенційних інвесторів отримати вищу віддачу на свої інвестиції, у зв'язку з реформами у напрямку лібералізації фондового ринку, спричиняє потужний приплив інвестицій в ці країни. Збільшення інвестицій надає змогу покращувати економічні показники ринку шляхом оздоровлення важливих секторів національної економіки. Вказані тенденції спричиняють ще більші інвестиції, що пов'язано з позитивними очікуваннями зростання економіки. Отже, відбувається формування само зміцнюваного процесу, що спричиняє довгострокове зростання національних економік з ринками, що розвиваються [75, с. 310]. Такий погляд на міжнародний ринок цінних паперів свідчить, що автор вважає інститути ринку не просто незалежними елементами: вони взаємодіють між собою та впливають одне на одного, а цей вплив проявляється через ціну, як основну функцію інституту.

Насправді ж, ця теорія, на нашу думку, поверхнево розкриває зміст механізму ціноутворення на фондовому ринку, адже автор лише пропонує гіпотезу взаємовпливу відповідних чинників і не пояснює глибинні економічні взаємозв'язки між ними. Отож, хоча ця теорія і пояснює окремі епізодичні події на фондовому ринку, вона не є достатньо переконливою.

Теорію хаосу фінансисти запозичили у фізиків та математиків, які використовують її для дослідження певних нелінійних та динамічних природних процесів, наприклад клімату. Головна її ідея полягає в тому, що

будь – яка хаотична система, природна чи штучна, складається з певних елементів, що постійно взаємодіють між собою – тобто у випадку міжнародного ринку цінних паперів – інститутів цього ринку. Ці численні взаємозв'язки між елементами мають тенденцію спонтанно виникати та певним чином адаптуватись до системних змін [76, с.11]. На думку деяких економістів, цю теорію можна застосовувати і для пояснення функціонування міжнародного ринку цінних паперів, оскільки він є подібним до хаотичної системи: зміни цін виглядають випадковими, проте існують певні стійкі тренди. В межах цієї теорії застосовується гіпотеза частини цілого (*fractal hypothesis*), яка стверджує, що частина і ціле мають між собою нерозривний зв'язок і, таким чином, мають певну схожість між собою – національні ринки є пов'язаними з міжнародним ринком. У фізиці іноді наводять приклад дерева та його гілок: усі знають як виглядає дерево, проте ніхто не може з впевненістю сказати, дивлячись на дерево, яка довжина гілок на ньому, їхня вага, товщина тощо. Те саме і з фондовим ринком – його частини завжди мають щось спільне з цілим, проте передбачити, яка буде ціна на ринку, чи скільки буде продано активів, чи інші подібні явища – неможливо. Крім того, ця теорія також передбачає сильну залежність хаотичної системи від своїх первинних умов. І якщо у системі відбуваються зміни, то їх наслідок є непередбачуваним, адже поведінку таких складних систем неможливо передбачити – це стосується і міжнародного ринку цінних паперів. Теорія хаосу є доволі непростою для розуміння через її високий рівень математизації та наявність у ній складних математико – статистичних моделей. Вперше для пояснення процесів на фінансовому ринку цю теорію спробував застосувати Едгар Пітерс у 1991 р. у своїй книзі «Порядок та хаос на фінансовому ринку». Підсумовуючи, можна стверджувати, що вона є протилежністю гіпотези ефективних ринків, оскільки заперечує раціональність та ефективність економічних процесів на міжнародному ринку цінних паперів.

Розробником теорії міцного фундаменту є Джон Вільямс, який у книзі «Теорія інвестиційних цінностей» стверджує, що існує певна внутрішня (за автором – справжня) цінність будь – якого фінансового активу і вона

відрізняється від його балансової та ринкової вартості [77]. Внутрішню вартість він називає «якорем» активу, бо якщо його ринкова ціна є нижча (або вища) від неї (цього міцного фундаменту внутрішньої цінності), то тоді виникає можливість купівлі (або продажу) цього об'єкта, тобто проведення арбітражної операції. Така можливість зберігається недовго, адже ринкові сили доволі швидко приводять ринкові ціни до їхньої внутрішньої вартості і ринок повертається до стану рівноваги. За Вільямсом, ця внутрішня вартість визначається низкою чинників, один з яких – теперішня вартість усієї вигоди, яку може отримати власник активу у майбутньому від володіння ним [78]. Це не що інше як дисконтування. Вперше у фінансову теорію ця категорія була введена саме Дж. Вільямсоном, а потім набула поширення через дослідження Ірвінга Фішера. Єдиним слабим місцем цієї теорії є те, що її автор передбачав, що слід наперед визначати період протягом якого відбудуватиметься зростання внутрішньої вартості. Проте на практиці визначити його тривалість неможливо: не можливо передбачити напевне коли саме фондовий ринок почне падати і коли знову він увійде у стадію зростання. А тому і не можемо визначити період, протягом якого слід дисконтувати майбутні вигоди. Отже, фундамент (внутрішня вартість активу) виявляється не таким вже й міцним, як може здаватися з першого погляду.

Протилежною до теорії міцного фундаменту є теорія повітряних замків, постулати якої були викладені Джоном Мейнардом Кейнсом у 1936 році. Він уважав, що брокери Лондонської фондової біржі «траплять години свого життя у переповнених офісах», тоді як йому «достатньо усього пів години зранку» для того аби досягнути бажаного фінансового результату [63]. Кейнс уважав, що недоцільно витратити час на визначення якихось ефемерних та сумнівних майбутніх вигод від фінансового активу, бо усі гравці все одно просто «будують повітряні замки». Він стверджував, що потрібно передбачати не динаміку курсу цінного паперу, а те, що про цю динаміку думає більшість гравців на ринку, оскільки саме від цього вона і залежить, позаяк більшість гравців – спекулянти. Розумний спекулянт стежить за ринковими тенденціями з

тим, щоб вловити момент коли більшість починає будувати повітряний замок, а відтак намагається придбати певний фінансовий актив дещо раніше, ніж настає цей момент. У результаті керуючись таким підходом Кейнс досить непогано заробив граючи на фондовому ринку і став заможною людиною. Фактично він підкреслював важливість передусім психологічних мотивів у інвестуванні, а не фундаментальних економічних показників. Отже, Кейнс відстоював думку про випадковість динаміки цін на фінансові активи на фондовому ринку, що можна трактувати як неефективність цього ринку як інституту.

Гіпотеза адаптивного ринку була запропонована Ендрю Ло у відповідь на гіпотезу ефективного ринку [79, с. 1-2]. Базуючись на низці чинників (психологічних, соціологічних та біологічних) автор концентрується на винятковій важливості аналізу прийняття інвестиційних рішень інвесторами як чиннику формування ціни на фінансові активи. Він вважає, що інвестори не є раціональними оптимізаторами ринку, як каже класична економічна теорія, а скоріше просто приймають рішення на основі емпіричного досвіду набутого в межах певного ринкового контексту. І хоча таким чином ціни відбивають інформацію, що була продиктована певними навколишніми умовами, а тому несуть в собі певну частку «поведінкових рішень», їх не можна відкидати як такі, що є ірраціональні [80, с. 21]. Зміна в навколишніх умовах обов'язково змінює ціну. Згідно цієї теорії, твердження про випадкове блукання цін та відсутність раціональності є недоречним: можливості для арбітражу та передбачення зміни ціни існують, проте не завжди і вони залежать від здатності гравців пристосувати певну торговельну стратегію до конкретного ринкового середовища у конкретний момент часу [79, с. 21-22]. З такого погляду міжнародний ринок цінних паперів є інститутом, що діє в межах інституційного середовища. Зміна останнього буде змінювати самі інститути.

Ще одну теорію запропонував Р. Еліот у 1930 р. Він розвинув емпіричний інструмент для передбачення ринкових цін. Своєю гіпотезу він назвав хвильовою теорією і був переконаний, що ринкові ціни проходять певний цикл. Він уважав, що поведінку ринкових цін можна визначити за допомогою хвиль:

п'ять основних хвиль, що визначають загальний тренд, так звані домінантні хвилі, за якими ідуть три корегуючі хвилі, які спрямовані проти загального тренду [81, с. 2-3]. Принцип 5-3 на думку Еліота є константою, а час між хвилями може бути різним. Ринок може перебувати у двох станах – бичачому та ведмежому. Насправді, теорія Еліота не описує загальних тенденцій на ринку цінних паперів, а є лише одним з теоретичних методів передбачення цін на фондовому ринку. Крім того, практичне використання теорії ускладнюється тим, що з її допомогою легко побачити хвилі на основі історичних курсів цінних паперів, проте доволі складно передбачити майбутнє [82, с.19]. Автор теорії визначає міжнародний ринок цінних паперів як інститут, що має певні закономірності функціонування: етапи піднесення та спаду на ринку, що проявляються через ціноутворення.

Наймолодшою серед тих, які аналізуємо, є теорія поведінкових фінансів. Вона стала доволі популярною в останні десятиліття і все більше її прибічників вступають у безкінечні баталії з прихильниками теорії ефективних ринків, адже ця теорія – її повна протилежність. Базу для створення цієї теорії заклали психологи А. Тверські та Д. Канеман у своєму дослідженні про теорію прийняття рішень у невизначених умовах (1974 р.). Саму ж теорію поведінкових фінансів розпочали формувати де Бонд та Тайлер у 1985 р. [82, с. 3]. Поведінкові фінанси – це практично окрема галузь економічного і, водночас, психологічного знання зі своїми відгалуженнями. Основний постулат теорії – на прийняття інвестиційних рішень потужний вплив чинять емоції та психологія, що змушує потенційних інвесторів часом приймати непередбачувані та нерациональні рішення. Таким чином, ця теорія намагається будувати моделі в яких передбачається певна нерациональність гравців у прийнятті рішень, зокрема і інвестиційних [83, с. 1063-1073]. Вони базуються на основних постулатах когнітивної психології про прийняття рішення людьми і, зокрема, про нерациональне прийняття рішень. Поведінкові фінанси визначають кілька основних причин того, чому інвестори приймають інвестиційні рішення нерационально: метод спроб і помилок, надмірна

самовпевненість, помилкове розмежування економічних процесів, рамкове мислення, помилка репрезентативності, консерватизм, ефект диспозиції та інші [84, с. 430-432]. Згідно з теорією, усі ці моменти зумовлені тим, що інвестори роблять одну з двох великих помилок при прийнятті інвестиційних рішень, результатом чого і є прийняття нераціональних інвестиційних рішень та формування нераціональної динаміки цін. Це так звані надмірні реакції та недостатні реакції. У першому випадку інвестори надто сильно покладаються на надто слабкі сигнали ринку, що спричиняє нераціональне рішення, тоді як у другому випадку навпаки – гравці випадково недооцінюють силу певних ринкових сигналів [85, с. 1840-1867]. В такому контексті можна стверджувати, що апологети поведінкових фінансів також розглядають міжнародний ринок цінних паперів як інститут. Різниця лише в тому, що вони не вважають цей інститут достатньо ефективним та раціональним.

Теорію поведінкових фінансів також часто критикують. В основному ця критика пов'язана з тим, що пояснити ринкові аномалії, що вже відбулися цілком можливо, застосовуючи інструментарій економічного та психологічного моделювання. Проте всеосяжна фінансова теорія повинна не просто пояснювати причини, вона повинна бути спроможною ще й передбачати, яким чином ситуація буде змінюватись у майбутньому. Але поки що теорія поведінкових фінансів не може цього зробити: вона ще не досягла відповідного рівня розвитку. З іншого боку, автор вважає, що саме ця теорія набуде потужного розвитку у наступні десятиліття і дасть змогу поглибити наші знання про механізм функціонування ринку цінних паперів. Отож, сподіваємося, що у майбутньому економісти та психологи сформулюють концепційний підхід до розв'язання такого складного завдання, як передбачення динаміки цін на фондовому ринку.

Висновки до розділу 1

На підставі викладеного можна сформулювати наступні висновки:

1. Ринок цінних паперів є важливою частиною світового фінансового ринку. До нього відносять ринок акцій, облігацій та похідних фінансових інструментів. Ринок цінних паперів виконує низку важливих функцій: акумулює та розподіляє тимчасово вільні кошти, встановлює ціни на фінансові активи в процесі взаємодії попиту та пропозиції, залучає значні обсяги інвестицій на розвиток галузей національної економіки різних країн світу, тощо.

2. Існування світової мережі фондових бірж, яка є інституційною основою функціонування міжнародного ринку цінних паперів, є одним з найбільш усталених механізмів у світовій економіці: без нього міжнародна економіка була б не здатна досягнути того рівня розвитку, який бачимо сьогодні.

3. Існує безмежна кількість інституцій. Фактично, усе що лежить в основі економічних та соціальних дій у суспільстві є інституцією. Адже суть будь – якої інституції є інформація, яку вона несе: про норми, правила, писані та неписані. Інститути є кластерами інституцій.

4. Інституції формують інституційне середовище. Разом з макроекономічними чинниками, вони впливають на всю економічну систему та міжнародний ринок цінних паперів, зокрема.

5. Міжнародний ринок цінних паперів є інститутом, що складається з інститутів нижчого рівня – його елементів. Вони взаємодіють між собою та функціонують в межах інституційного середовища. Основною функцією ринку як інституту є ціноутворення на ринку.

6. Існують різні групи показників, що відображають ефективність функціонування міжнародного ринку цінних паперів – комплексні та поточні. Комплексні показники характеризують ринок або біржу та їх конкретні кількісні характеристики, тоді як поточні лише показують тенденцію руху ринку в тому чи іншому напрямку і є зазвичай відносними. Обидва не є

взаємозамінними, а тому, зазвичай, їх аналізують у комплексі, адже вони не лише пов'язані між собою, а й часто впливають одне на одного.

7. Ринок цінних паперів виник ще у Середньовіччі та пройшов доволі довгий еволюційний шлях для того, щоб стати інститутом. Від нерозуміння для чого використовувати «папірці» замість «справжніх грошей» 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.

8. Економісти дуже цікавились глибинним розумінням функціонування ринку цінних паперів, його механізмом ціноутворення. Теорії, що пояснюють цей вид ринкового механізму значною мірою характеризуються як гіпотези, бо жодну з них не було переконливо обґрунтовано. Водночас, чітко простежується те, що їхні автори у дослідженні ринку цінних паперів критично використовують напрацювання своїх попередників. Усі вони, несвідомо, 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 надає можливість 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.

Основні результати розділу опубліковано автором в наукових працях:

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.

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.

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.

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.

РОЗДІЛ II

АНАЛІЗ ІНСТИТУТІВ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

2.1 Система інфраструктурного забезпечення міжнародного ринку цінних паперів як його інституційної основи

На думку автора, роль інститутів ринку цінних паперів, що несуть в собі певні атрибути – інституції виконують не лише національні ринки цінних паперів як утворення, а перш за все 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 [86, с. 66]. Інфраструктура міжнародного ринку цінних паперів загалом є аналогічною до національних ринків. Фактично вона являє собою 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.

Існування інфраструктури ринку цінних паперів перш за все зумовлене наявністю трансакційних витрат. Як уважає Р. Коуз, діяльність суб'єктів ринку супроводжується пошуком необхідної інформації, для здійснення відповідного вибору. Витрати, що пов'язані з пошуком такої інформації та проведенням операцій купівлі-продажу називають трансакційними [87, с. 15-18]. А наявність інфраструктури ринку покликана такі витрати мінімізувати.

В економічній літературі немає чіткої згоди вчених щодо класифікації та структуризації інфраструктури ринку цінних паперів. Розглянувши низку публікацій [86, 88, 89], автор об'єднав різноманітні підходи до структуризації інфраструктури фондового ринку. Так, Лапішко З.Я. запропонувала своє бачення інфраструктури ринку цінних паперів, що базується на функціях яку ця

інфраструктура виконує, відзначаючи при цьому, що вона є доволі умовною, адже інколи посередники можуть виконувати одночасно декілька функцій [89]. Мацкайлова поділяє інфраструктуру ринку цінних паперів на внутрішню – яка забезпечує безпосередньо укладання угод та виконання функцій фондового ринку та зовнішню – що покликана забезпечувати виконання внутрішньою своїх функцій [86, с. 68].

Внутрішня інфраструктура містить наступні елементи [86, с. 68; 89]:

1. Торговельно – організаційна або інфраструктура фінансового посередництва – сюди відносять усі ті інститути, що вважаються основними на ринку цінних паперів, себто вони забезпечують виконання усіх основних функцій ринку цінних паперів як підсистеми ринкової економіки: ефективна акумуляція, розподіл та перерозподіл фінансових ресурсів на засадах конкуренції та ринкової взаємодії. Саме вони забезпечують безперервність інвестиційного процесу та розвиток фондового ринку. Серед них фондові біржі, позабіржові торговельні майданчики, альтернативні торговельні системи (електронні та інтернет торговельні системи, системи прямого доступу тощо), а також ті хто безпосередньо бере участь в торгах – звичайні та інституційні інвестори (інвестиційні та пенсійні фонди, страхові компанії, фонди взаємного інвестування), банки, компанії з управління активами тощо.

2. Інформаційна – до неї відносяться ті, хто покликаний надавати повну та адекватну інформацію суб'єктам цього ринку та торгувати нею в своїх інтересах та одночасно інтересах ринку. Серед них професійні учасники фондового ринку (дилери, брокери тощо), інформаційно – аналітичні компанії, електронні та друковані ЗМІ, рейтингові агентства, аналітичні та консалтингові компанії, технічні центри, статистичні бюро тощо.

3. Обліково – клірингова – до неї відносяться інститути, єдиним завданням яких є функція реєстратора та бухгалтера усіх проведених операцій, а також проведення клірингу та розрахунків за ними. Це реєстратори, депозитарії, депозитарні відділи фондових бірж, трансфер – агенти, зберігачі, а

також розрахунково – клірингові центри, клірингові палати фондових бірж та комерційних банків тощо.

4. Регулятивна – стосується регулятивних органів та усіх інших інституцій, що покликані регулювати діяльність суб'єктів на ринку цінних паперів для уникнення зловживань та спекуляцій. Сюди відносять органи державного регулювання та саморегулювальні організації, законодавство та норми, що контролюють та обумовлюють діяльність суб'єктів фондового ринку, а також усі інші подібні інститути, що здійснюють наглядові, ліцензійні, регулятивні функції.

Зовнішня інфраструктура складається з [86, с. 68]:

5. Технічна – усі ті інститути, що задіяні у розробці програмного забезпечення та усіх інших засобів комунікації за допомогою яких здатна існувати та торкатися усіх інших елементів інформаційна інфраструктура ринку цінних паперів. Це компанії, що створюють програмне забезпечення, проектні організації, наукові заклади та інститути, а також спеціалізовані організації з виготовлення необхідного для торгівлі на ринку цінних паперів (носії, оргтехніка тощо).

6. Страхова – що займаються страхуванням ризиків учасників торгів та інколи іншими посередницькими функціями. Це страхові компанії, фонди та товариства страхування.

7. Інноваційна – покликана розвивати та забезпечувати постійний розвиток та введення інновацій на ринку цінних паперів для швидшого та кращого його функціонування, підвищення ліквідності. Це науково – дослідні, венчурні, інжинірингові центри та компанії, кадрові агентства, тощо.

Як можна спостерігати, кожен з цих елементів інфраструктури виконує свої функції і у поєднанні вони створюють велику систему інформаційних взаємозв'язків міжнародного ринку цінних паперів. Кожен інститут цієї інфраструктури несе в собі певні інституції, що лежать в основі виконуваних функцій. Так на думку Коваленко основними інституціями, що формують інституційне середовище фінансового сектора економіки є інституції [90, с. 95]:

- Права – що визначає правові взаємовідносини між учасниками ринку цінних паперів (включно з інституцією права власності);
- Фінансового ринку – що регламентує порядок взаємодії, який виникає між учасниками ринку у процесі купівлі – продажу фінансових активів;
- Податків – яка опосередковує відносини між інститутами ринку цінних паперів та державною щодо фіскальних питань;
- Суспільного вибору – що регулює процесом прийняття суспільно – політичних та макроекономічних рішень на основі принципів демократії;
- Освіти – поповнення нових знань про ринок та створення інновацій, введення нового, що має антикризовий ефект;
- Зовнішньоекономічних відносин – що опосередковує порядок взаємодії національних фінансових інститутів зі світовими та об'єднання та їх функціонування в межах єдиного міжнародного ринку цінних паперів.

Погоджуючись з тим, що перелічені інституції є найважливішими, автор вважає за необхідне додати до них кілька інших та визначити серед них ті, що є характерними для ринку цінних паперів. Це, передусім, інституція конкуренції, яка створює основу для будь-яких ринкових взаємодій. Саме завдяки конкуренції відбувається рух та перерозподіл фінансових ресурсів на ринку цінних паперів, оскільки вільні кошти завжди шукають найкращого застосування. Лише конкурентні варіанти отримують інвестиційне наповнення.

Автор вважає, що важливими для ринку цінних паперів є такі інституції:

- Посередництва, яка тісно пов'язана з інституцією інформації. Необхідність її виокремлення обумовлена тим, що ринок цінних паперів є своєрідним, оскільки не може функціонувати без інфраструктури посередників, яка об'єднана такою собі «мережею інформації»;
- Етики фондового ринку, що визначає неформальні правила ведення бізнесу на ринку цінних паперів;
- Інновації, адже завдяки постійним технічним, науковим та методологічним інноваціям ринок цінних паперів досягнув свого сучасного стану, випередивши за темпами розвитку усі інші ринки.

Існує, на думку автора, ще одна інституція, яка, характерна лише для найрозвинутіших ринків цінних паперів, яка тісно пов'язана з інституцією права і яку доцільно називати інституцією регулятивного захисту. Вона пов'язана з тими інституціями регулювання ринку цінних паперів, які покликані утримувати його в певних межах, знижуючи ризик виникнення на ньому небезпечних «бульбашок» та спекулятивних тенденцій. Тут іде мова не лише про правові та законодавчі обмеження, а також про інститути ринку, які мали б ринково реагувати та негативні тенденції та спекуляції, що можуть завдати шкоди усій фінансовій системі. Адже зазвичай такі негативні тенденції, зауважують вже тоді, коли недосконалий механізм запущений, а «бульбашка» луснула, створивши негативні наслідки від яких кілька років оговтується реальна економіка. Одні лише правові обмеження не можуть передбачити та попередити такі події, адже вони не встигають, частіше за все, за інноваціями, що несуть не лише вигоду, але й небезпеку. Власне тому мають існувати інститути «вмонтовані» усередині ринку і за допомогою цього ринку попереджувати такі можливі негативні дії. Сьогодні, лише в найрозвинутіших країнах вдалось «вмонтувати» таку внутрішню інституцію у структуру ринків цінних паперів. Інші ж країни не спромоглись цього зробити, а тому не використовують, на думку автора, в повній мірі блага ринкової економіки.

Інституції, впливаючи на реальну економіку та міжнародний ринок цінних паперів, зокрема, створюють інституційне середовище в межах якого функціонують усі економічні суб'єкти певного ринку. Сегменти міжнародного ринку цінних паперів, на думку автора, працюють власне в межах цього середовища, яке впливає на них і на динаміку міжнародного ринку цінних паперів загалом.

Як вже зазначалось раніше, міжнародний ринок цінних паперів складається з трьох сегментів. Більше половини емісії на міжнародному ринку цінних паперів припадає власне на облігації, що є борговими інструментами міжнародного ринку цінних паперів. Серед них найбільш поширеними є

іноземні та єврооблігації. Проте близько 90% всієї емісії облігацій на міжнародному ринку цінних паперів як правило здійснюється через Євроринок.

Як вже було зазначено у попередньому розділі, єврооблігації – це боргові цінні папери, що випускаються у іноземній для емітента валюті на іноземних для емітента ринках цінних паперів. В даному контексті емісія відбувається в межах міжнародного ринку цінних паперів, проте фактично це емісія на кількох національних ринках цінних паперів. До прикладу, українська компанія могла б випустити єврооблігації в доларах у Польщі, Німеччині та Великій Британії.

Загалом історія ринку єврооблігацій як інституту міжнародного ринку цінних паперів розпочинається у 60-их роках минулого сторіччя [91, с. 204]. Його поява була зумовлена реакцією фінансового ринку на обмеження щодо вивезення капіталу, запровадженими у США. Це спричинило переміщення операцій з цінними паперами у Європу. Як наслідок, виник новий ринок – Євроринок, головною частиною якого став ринок єврооблігацій. Звичайно, на початку цей ринок не виконував функції інституту. Проте згодом єврооблігації стали важливим елементом міжнародного ринку цінних паперів.

Зокрема, найбільшою перевагою ринку є те, що, оскільки емітент здійснює емісію в кількох державах одночасно, жоден з регуляторів цих країн не може вимагати слідування емітентом правил конкретного національного ринку цінних паперів. Це дає емітентам набагато більше волі, ніж на національних ринках цінних паперів. В такому контексті ринок слугує інститутом, що виконує функції притаманні сегментам міжнародного ринку цінних паперів. Перш за все, він дає можливість емітентам здійснювати акумуляцію вільних коштів. Крім того, емітенти цього ринку є позичальниками з відмінною репутацією, а тому для інвесторів це перевага – вони можуть бути відносно впевненими у своїх інвестиціях.

Як і будь – який інститут, ринок єврооблігацій формує ціну позички. На цьому ринку вона являє собою відсоток за облігацією. Важливо зазначити, що, як згадувалось у першому розділі, рейтинг позичальника відіграє ключову роль при визначенні ціни облігації. Так, що вищий рейтинг позичальника, то

меншим буде відсоток за облігацією, яку повинен буде сплатити емітент своїм інвесторам. Це пояснюється рівнем ризику неповернення коштів, який є набагато нижчий у випадку якщо рейтинг є високим.

Як вже зрозуміло, серед інститутів нижчого рівня цього ринку можна назвати його учасників та регулятора. Зокрема, основними емітентами на ринку можуть бути великі корпорації та держава. Тоді як інвесторами на ринку виступають інституційні та дрібні інвестори. До інституційних відносять великі фонди та інвестиційні компанії. Як вже відомо, вони здійснюють професійну діяльність на міжнародному ринку цінних паперів.

Ринок єврооблігацій також вважають інститутом, що виконує функції індикатора ділової активності та здоров'я економіки загалом. Зокрема, вважається, що коли існує висока ймовірність неплатоспроможності держави емітента, дохідність за її облігаціями стає вищою за 7% [91, с. 207].

У зв'язку з відсутністю національного регулятора, регулювання ринку єврооблігацій здійснюється саморегулювальними організаціями. Зокрема, основним регулятором на ринку єврооблігацій є Міжнародна асоціація ринків капіталів (*ICMA – International Capital Market Association*) [92]. Остання розробляє стандарти та правила проведення угод, проводить різноманітні семінари та конференції з метою вироблення корпоративної етики на ринку та навчання учасників ринку. Важливо підкреслити, що усі директиви цієї організації є виключно рекомендаційними. Тим не менш, *ICMA* відіграє важливу роль у системі інститутів ринку єврооблігацій, оскільки впорядковує ринок та надає йому певної структури, оскільки, як відомо, там де впорядкування будь – якого ринку є необхідним, бо інакше він буде надто хаотичним.

Окрім інвесторів, емітентів та регулятора на міжнародному ринку цінних паперів важливе місце займає ще один інститут ринку – клірингові компанії. Вони зазвичай виконують обліково – клірингові функції та зберігають цінні папери придбані інвесторами. Існують національні та міжнародні клірингові компанії. Національні, звичайно ж, здійснюють централізовану реєстрацію та

облік за цінними паперами, що були випущені та котируються в межах національного ринку цінних паперів.

Поряд з національними існують і міжнародні клірингові компанії. Спочатку метою їх створення було здійснення ними реєстрації та обліку цінних паперів, що торгуються на міжнародному ринку цінних паперів, перш за все ринку єврооблігацій, проте згодом вони дещо розширили свої функції та почали надавати послуги клірингу для деяких сегментів національних ринків цінних паперів [93, с. 136-138]. Зазвичай, у кожній розвинутій країні є свої власні національні та міжнародні клірингові компанії. Так, у США такі послуги надає *Depository Trust & Clearing Corporation*, тоді як у Європі найбільш відомими міжнародними кліринговими компаніями є *Clearstream International* та *Euroclear Group*. Так, *Clearstream* проводить операції та кліринг з цінними паперами більш як 110 країн світу та у своїй роботі співпрацює з національними кліринговими компаніями цих країн, депозитаріями або іншим національним фінансовим інститутом. *Euroclear* здійснює свою діяльність у 90 країнах світу [94]. Фактично, клірингові компанії діють як інститути ринку, адже вони виконують функції притаманні посереднику.

Основними центрами торгівлі єврооблігації є Лондон та Люксембург. Зокрема, в Люксембурзі здійснюється первинна емісія більшості єврооблігацій, тоді як більшість операцій з ними проводиться в Лондоні.

Нижче (табл. 2.1) подано інформацію щодо емісії міжнародних облігацій у Великої Британії з 2000 по 2015 рік станом на 4 квартал кожного року. У таблиці показано окремо загальний обсяг емісії в мільярдах доларів США, а також окремо емісія корпоративними емітентами та урядами країн.

Як видно з наведеного нижче, емісія на міжнародному ринку облігацій зростає щороку. Так, за 15 років обсяг емісії облігацій в Лондоні зріс майже у 5 разів, що підтверджує важливість цього інституту міжнародного ринку цінних паперів у контексті його розвитку та залучення додаткових коштів.

Якщо розглянути структуру емісії, то можна звернути увагу на те, що лівова частка емісії припадає саме на корпоративні облігації великих емітентів.

Лише незначна частка ринку міжнародних облігацій Великої Британії припадає на державний випуск єврооблігацій.

Таблиця 2.1

Емісія на міжнародному ринку облігацій Великої Британії з 2000 по 2015рр. (у млрд. доларів США)

Рік	Всього	Корпорації	Державні
2000	696	685	11
2001	744	741	3
2002	929	929	0
2003	1291	1288	3
2004	1707	1703	4
2005	1890	1887	3
2006	2492	2488	4
2007	3152	3148	4
2008	3425	3425	0
2009	3710	3710	0
2010	3540	3519	21
2011	3471	3450	21
2012	3463	3442	21
2013	3452	3430	22
2014	3250	3228	22

Джерело: створено автором на основі статистики BIS [95].

Загалом щось повинно стимулювати такий потужний розвиток міжнародного сегменту британського ринку облігацій. Автор вважає за доцільне розглянути динаміку емісії у цій країні у контексті впливу на неї інституційного середовища. За основу взято показники *World Governance Indicators*, які використовуються для оцінки стану інституційного середовища у тій чи іншій країні. Для порівняння використано середнє значення шести груп показників інституційного середовища.

На рис. 2.1 зображено графік емісії облігацій на міжнародному ринку Великої Британії та показники, що відображають стан інституційного середовища країни у шести ключових вимірах.

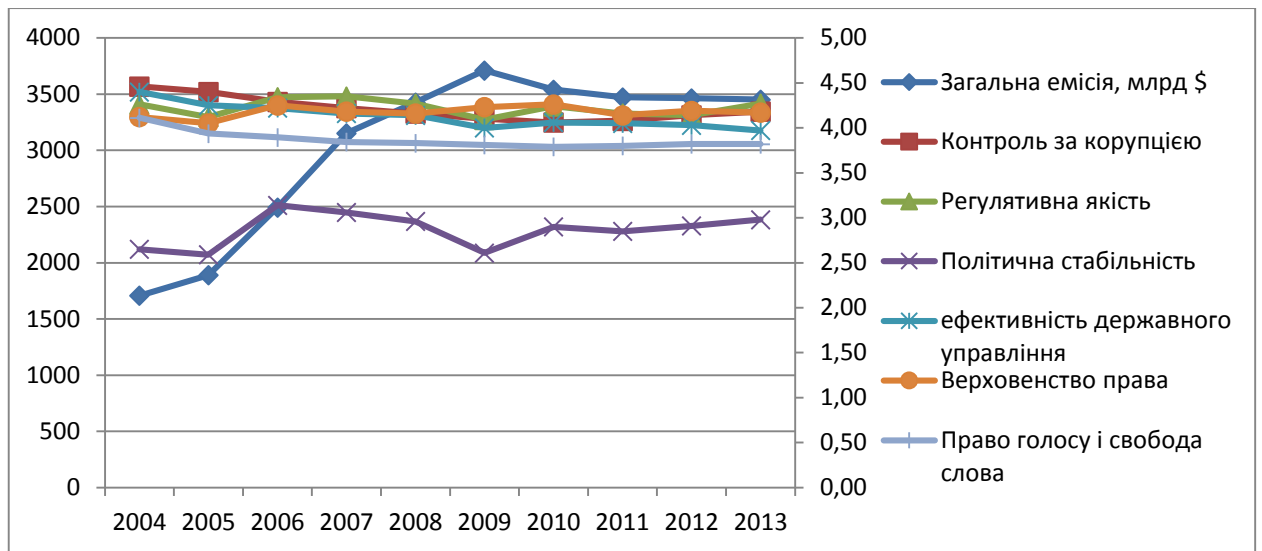


Рис. 2.1 Взаємозв'язок емісії та інституційного середовища Великої Британії протягом 2004 – 2013 років.

Джерело: створено автором на основі статистики BIS [95].

Як видно з рисунку (рис. 2.1), не можна підтвердити, що покращення інституційного середовища позитивно впливає на розвиток ринку міжнародних облігацій Великої Британії, адже лінії, що відображають виміри інституційного середовища є відносно стабільними.

Однак можна припустити, що саме стабільність інституційного середовища, в першу чергу, забезпечувала стабільне зростання ринку протягом досліджених років. Справа в тому, що, як вже зазначалось вище, інституційне середовище впливає на рішення, що приймаються інститутами ринку міжнародних облігацій. Як наслідок, ринок, який теж є інститутом за своєю суттю, певним чином реагує на зовнішні стимули. Без достатнього інституційного забезпечення міжнародний ринок облігацій та й загалом міжнародний сегмент ринку цінних паперів Великої Британії, на думку автора, не мав би такого потужного розвитку.

Можна підсумувати, що інституційне середовище є важливим для міжнародного ринку облігацій. Відсутність достатнього розвитку інституційного середовища не дало б можливості досягти такого рівня розвитку ринку.

Ще одним сегментом міжнародного ринку цінних паперів є ринок деривативів. І хоча є економісти і дослідники, що заперечують його відношення до міжнародного ринку цінних паперів, автор вважає його ще одним інститутом цього ринку. Перш за все тому, що він впливає на інші сегменти міжнародного ринку цінних паперів, оскільки саме боргові зобов'язання та титули власності лежать в основі похідних фінансових інструментів. Як і усі інші інститути, він виконує функції їм притаманні, головною з яких є формування ціни на похідний фінансовий інструмент.

Існують різноманітні види похідних фінансових інструментів. Їх головна функція – торгівля ризиком. Фактично, це контракти, що дають можливість їх власнику за певну винагороду перекласти несприятливі ризики руху цін на базовий актив на продавця деривативу. В такому контексті міжнародний ринок деривативів виконує важливу функцію – перерозподіл ризиків. Це, а також зазначене вище, дає можливість трактувати міжнародний ринок деривативів як інститут нижчого рівня, який пов'язаний з іншими інститутами міжнародного ринку цінних паперів.

Важливо зазначити, що міжнародний ринок деривативів є в основному позабіржовим. Так, за В. Шелудьком, станом на 1990-і роки співвідношення біржового та позабіржового ринку становило 39,9 до 60,1 на користь позабіржового, тоді як вже наприкінці 2013 року частка позабіржового міжнародного ринку деривативів становила вже 90,8% [96, с. 82]. Тобто існує тенденція зменшення частки біржового міжнародного ринку деривативів. Щодо географічної структури, то більше 50% торгівлі деривативами припадає на ринок США, а ще близько 40% – у Європі [96, с. 83]. Тому існує сенс аналізувати перш за все позабіржовий міжнародний ринок деривативів та розглядати його у розрізі інститутів ринку в США та Європі.

Як і на міжнародному ринку боргових зобов'язань, інститутами ринку деривативів є інвестори та продавці деривативів, регулювальні інститути, а також депозитарно – клірингові установи.

Характерною ознакою регулятивної системи міжнародного ринку деривативів є те, що біржова торгівля цими фінансовими інструментами регулюється державою, тоді як позабіржовий ринок регулюється недостатньо. Зокрема, у США біржовий ринок регулюється як відповідними законодавчими актами, так і саморегулювальними організаціями 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*). Вони виконують функції, що пов'язані з виробленням стандартів та вимог щодо проведення операцій учасниками на національному та міжнародному сегментах ринку деривативів США, а також здійснюють контроль та нагляд за такою діяльністю. Фактично вони є елементом регулятивної інфраструктури ринку, що діють як інститути, бо виконують функції обліку та контролю. Водночас, клірингова і депозитарна діяльність забезпечується небанківською установою – Депозитарно-трастова і клірингова корпорація (*The Depository Trust & Clearing Corporation – DTCC*). Вона також проявляє себе як інститут ринку виконуючи функції посередника на ринку та, частково, реєстратора і контролера.

Інститути міжнародного ринку деривативів США мають доволі вільну структуру – система зосереджена, перш за все, на саморегулюванні. Хоча така модель регулювання вважається ефективною, автор вважає, що вона могла частково слугувати чинником завдяки якому виникають кризи на фінансовому ринку. Особливо це стосується міжнародного ринку деривативів, основною функцією якого є торгівля ризиком.

Система інститутів міжнародного ринку цінних паперів ЄС дещо відрізняється від американської. В ній наявні ті ж інститути ринку, проте у регулюванні крім національного, також передбачається наявність наднаціонального регулятора, що покликаний забезпечувати фінансову стабільність усіх взаємопов'язаних ринків цінних паперів країн – членів ЄС. Це Європейське управління за наглядом ринками цінних паперів (*European*

Securities and Markets Authorities – ESMA) [96, с. 87]. Важливо зазначити, що *ESMA* є особливим інститутом ринку, адже основна діяльність учасників регулюється відповідними правовими актами. Завданням ж *ESMA* є забезпечення цілісності фінансової системи всього ЄС, попередження системних ризиків, а також нагляд за тим, щоб законодавство ЄС правильно синхронізувалось з національним законодавством країн – членів. В такому контексті *ESMA* не має аналогів серед інститутів у світі, оскільки відіграє роль не просто інститута, а ще й інституції, яка забезпечує попередження макроризиків. Взаємодіючи з іншими інститутами міжнародного ринку цінних паперів, вона має бути здатна попереджувати несприятливі коливання на ринку та вжити заходів для їх уникнення.

Щодо міжнародного ринку титулів власності, то тут основна торгівля (близько 90%) відбувається, перш за все, на фондових біржах. Це пов'язано з тим, що зазвичай законодавство багатьох країн вимагає від компанії для емісії офіційного котирування на місцевій біржі. Крім цього, на ринку також присутні інвестори та регулятори, а також саморегульовані організації, які забезпечують функціонування цього ринку.

Усі разом, інститути цих трьох сегментів міжнародного ринку цінних паперів забезпечують функціонування ринку та уособлюють в собі інституції, що є їх основою.

2.2 Дослідження інституційних та макроекономічних визначників розвитку міжнародного ринку цінних паперів

Продовжуючи дослідження, слід зазначити, що ще з середини ХХ століття відкритим залишалося питання взаємозв'язку між розвитком фінансового ринку та основними показниками національної економіки. Дослідники вважають, що існує дві великих групи показників, що впливають на розвиток ринку цінних паперів: макроекономічні та інституційні [97, с. 607]. Як було сказано раніше, інституційні чинники є результатом впливу інституційного середовища на

міжнародний ринок цінних паперів. Їх доповнюють показники, що відображають вплив макроекономічного середовища на міжнародний ринок цінних паперів. В цьому контексті плідним буде дослідження одного з сегментів міжнародного ринку цінних паперів – міжнародного ринку титулів власності. Левова частка цього ринку припадає на біржову торгівлю, тому є можливість аналізувати її в інституційному контексті: існує достатня статистична база для проведення глибокого дослідження, на відміну від міжнародного ринку боргових цінних паперів та титулів власності.

Щодо макроекономічних показників, то економісти часто проводили дебати щодо напряму взаємозв'язку: чи то стабільний розвиток економіки стимулює розвиток фінансового ринку, чи то, можливо, міцний та стабільний фінансовий ринок є передумовою стабільної економічної системи [98]. На сьогодні вже є очевидним, що обидва впливають одне на одного: добре спрацьована фінансова система з міцним ринком цінних паперів є однією з основних передумов розвитку країни та її економічного зростання та навпаки [99]. Крім цього, як вже було зазначено вище, автор вважає, що на ринок цінних паперів та його розвиток також впливають і чинники інституційного середовища або інституційні чинники. Відповідно, доцільно здійснити огляд літератури, що стосується цього питання та визначити які ж детермінанти розвитку ринку цінних паперів.

Розвиток фондового ринку є багатовимірним процесом. Як вже було загадано у розділі 1, для його аналізу перш за все використовують різноманітні показники, що вимірюють обсяг фінансового ринку, його ліквідність, волатильність, концентрацію, його індекси та взаємозв'язок з іншими ринками. Саме ці показники використовують економісти для оцінки ефективності функціонування самого ринку цінних паперів. Вони є так званими внутрішніми чинниками ринку цінних паперів – найнижчим та найдетальнішим описом стану міжнародного ринку цінних паперів. Проте ці показники формуються під впливом великої кількості інших індикаторів: макроекономічних та інституційних. Саме тому в першу чергу варто розглянути вплив

макроекономічних показників, адже вони визначають напрямки та масштаби розвитку фондового ринку конкретної країни. Їх доповнюють інституційні чинники, що визначають межі діяльності суб'єктів ринку і, певним чином, спрямовують ринок цінних паперів у відповідному руслі.

В економічній науці проведено багато досліджень, як на теоретичному так і на емпіричному рівнях, які присвячені вивченню взаємозв'язку основних показників фондового ринку та основних макроекономічних показників. Для початку розглянуто вплив макроекономічних показників в контексті їх впливу на комплексні показники міжнародного ринку цінних паперів.

Більшість економістів вважають, що основними індикаторами, що визначають коливання фондового ринку є ВВП, рівень інфляції, рівень безробіття, відсоткові ставки, зростання грошової маси та валютний курс [100]. Також з огляду можна зробити висновок, що сильний вплив справляють прямі іноземні інвестиції, а також у деяких країнах індекси промислового розвитку. Існують також підтвердження взаємозв'язку між глобальними фондовими індексами та ринками цінних паперів окремих країн, а також є випадки, коли фондові індекси розвинутих країн (США, Велика Британія тощо) впливають на ринок цінних паперів менш розвинутих.

Проте деякі економісти, які працюють у сфері інвестування та фондових бірж наголошують на тому, що не варто шукати якогось єдиного показника, який би пояснив рух показників ринку цінних паперів, адже показники діяльності ринку є наслідком взаємопов'язаного впливу найрізноманітніших макроекономічних показників, які, до того ж, ще й впливають одне на одного [101]. Тому далі буде охарактеризовано теоретичний взаємозв'язок згаданих вище макропоказників та комплексних показників, паралельно наводячи приклади досліджень такого взаємозв'язку у різних країнах.

Очевидно, що з вибірки усіх макроекономічних показників наведених вище є три на які в першу чергу звертає увагу будь – який інвестор чи трейдер: ВВП, рівень інфляції та рівень безробіття [102].

Як відомо, обсяги ВВП та його зростання, що публікуються кожного місяця чи квартално, фактично відображають економічне зростання чи спад. Якщо ВВП показує тенденцію до зростання то це означає, що компанії нарощують свої виробничі потужності, що надасть їм вищий прибуток. Це впливає на поведінку інвесторів і в кінцевому результаті відіб'ється на зростанні вартості акцій цих компаній та всього фінансового ринку загалом, створюючи пряму залежність між обсягом зростання ВВП та показниками фондового ринку. З іншого боку, зниження ВВП означає, що споживачі зменшують споживання, що відповідно знизить і обсяги продажу компаній та їх прибутки. Як результат: падіння показників фінансового ринку і цін акцій зокрема. Таким є теоретичний взаємозв'язок ВВП та ринку цінних паперів. Очевидно, що такому взаємозв'язку присвячена низка фахових публікацій. Зокрема, аналіз проведений у численних дослідженнях підтверджує такий взаємозв'язок для Індії [103], Південної Кореї, Малайзії, Філіппін, Зімбабве [98], Казахстану [104], Словаччини [105], Ірану [106], Чехії [107], Аргентини [108], Кенії [109], Намібії [110], Литви [111], Бразилії [112], Болгарії [113]. Дослідження ринку цінних паперів 13 країн центральної та східної Європи, серед яких є і Україна, аналогічно показало позитивний вплив ВВП на фондовий ринок цих країн [114]. З іншого боку, такий взаємозв'язок відсутній у Чилі, Колумбії, Греції, Пакистані та Венесуелі [98]. Р. Левін та С. Зервос у своєму дослідженні 41 країни з 1976 по 1993 підтверджують міцний емпіричний зв'язок між реальним ВВП на душу населення та фондовими індексами [115]. Дослідження проведене Аль Джафарі та іншими підтверджує міцний прямий взаємозв'язок для розвинутих країн, але не підтверджує його для країн, що розвиваються [116]. Проте, з іншої сторони, дослідження проведене аналітиками взаємного фонду взаємного інвестування «Віртус» доводить протилежне [117]. Вражаючий взаємозв'язок між реальним ВВП на душу населення та вартістю акцій компаній у 16 розвинутих країн з 1900 по 2000 рік є оберненим [117]. Тоді як аналогічний взаємозв'язок для країн, що розвиваються з 1988 по 2002 є прямим. Такі результати аналітики пояснюють

багатьма факторами [117]: багатонаціональні корпорації можуть отримувати прибутки за кордоном, а не лише в одній країні; фондовий ринок відображає далеко не всю економіку, адже є ще державні підприємства та новостворені; складно абсолютно точно виміряти ВВП. Отже, підсумовуючи, взаємозв'язок між ВВП та вартістю акцій чи фондовим індексом є двозначним. Не можна однозначно визначити напрям такого взаємозв'язку: він відрізняється від країни до країни та, більше того, відмінний у різних часових періодах [97].

Вплив рівня інфляції на фондовий ринок є доволі складним та неоднозначним процесом. Підвищення вартості ресурсів означає, що витрати компанії теж збільшуватимуться, тому тут все залежить від того наскільки компанія може перенести свої витрати на споживачів через ціну своїх товарів. Якщо її позиції на ринку дозволяють це зробити, то компанія може виграти у порівнянні зі своїми конкурентами, якщо ж ні і конкуренція на її ринку жорстка – її прибутки будуть знижуватись, а як наслідок і вартість її акцій. З іншого боку деякі економісти вважають, що часом інфляція може стимулювати збільшення вартості акцій, оскільки неочікувана інфляція підвищує вартість самої компанії (Кесель, Іоннідіс та інші) [118]. Загалом вважають, що інфляція має негативні наслідки для цілого фінансового ринку, бо не лише змушує вартість акцій знижуватись через передавальний механізм описаний вище, але й знижує віддачу від інвестицій конкретних інвесторів. Одночасно, очевидним є те, що зниження рівня інфляції, або дефляція, позитивно впливатимуть на фінансовий ринок. Існує багато праць присвячених дослідженню такого взаємозв'язку. Ар-Рджоб у своєму дослідженні п'яти країн Близького Сходу підтверджує міцну негативну статистичну залежність між інфляцією та вартістю акцій [119], як і Оскенбаєв для Казахстану [104]. Аналіз фондового ринку трьох країн південної Азії, Пакистану [120], Індії [121, 122] та Шрі – Ланки [103], також підтверджує зворотний зв'язок для цих країн [123]. Аналогічно, зворотній, взаємозв'язок підтверджено для США [124], Канади, Мексики, Великої Британії, Італії, Південної Африки, Росії та Китаю [125], Німеччини та Великої Британії [126], Філіппін [127], Тайланду [128], Ірану

[106], Чехії [107], Румунії [129], Аргентини [108], Кенії [109], Саудівської Аравії [130], Намібії [110], Кувейту [131], Бразилії [112], Болгарії [113], Канади [132], Швеції [133], Китаю [134]. Дослідження ринку цінних паперів 13 країн центральної та східної Європи, серед яких є і Україна, аналогічно показало зворотний вплив інфляції на фондовий ринок цих країн [114]. Дослідження Чатрас та Адрангі підтверджують лише частково загальну тенденцію до зворотного зв'язку у Перу та Чилі [116]. У дослідженні Йорданії простежується відсутність статистичного взаємозв'язку [119]. Отже, фактично у всіх випадках взаємозв'язок між інфляцією та вартістю акцій компаній є зворотним.

Як і рівень інфляції, показник рівня безробіття також має неоднозначний вплив на фінансовий ринок. З одного боку збільшення безробітних означає, що компанія скорочує свої витрати. З іншого ж боку велика кількість безробітних означає, що в національній економіці не все так добре як би хотілося. Коли економіка переживає скрутні часи, це сильно відбивається на компаніях, які зазнають збитків та скорочують виробництво. Оскільки така як раніше кількість людей в компанії не знадобиться, починають скорочувати штат і таким чином поповнюють лави безробітних. Збільшення безробітних є не лише індикатором негативних процесів у різних компаніях, а також і означає зниження купівельної спроможності населення і, як наслідок, зниження прибутків компанії, що в кінцевому результаті негативно вплине на вартість акцій компаній. Загалом дослідження проведені Джоном Бойдом та іншими визначають, що безробіття, однак, може негативно та позитивно впливати на фондовий ринок [135]: підвищення рівня безробіття означає, що процентні ставки, як правило, будуть знижені, що призводить до підвищення вартості акцій, і це добре для фондового ринку. Проте це також означає і негативну тенденцію [135]: зниження майбутніх прибутків та виплачених дивідендів. За Дж. Бойдом, характер впливу на фондовий ринок залежатиме від фази ділового циклу: якщо економіка перебуває на стадії зростання то ефект зниження процентних ставок переважить над ефектом зниження майбутніх прибутків і вартість акцій зростає, а якщо економіка перебуває на стадії спаду відбувається

зворотне і вартість акцій знижується [135]. Така тенденція була підтверджена Гонсалесом та Тарамонті у їх дослідженні очікуваного рівня безробіття [135]. Зворотний взаємозв'язок комплексних показників та рівня безробіття спостерігався в Румунії [129], Литві [111] та інших країнах. Проте загалом не можна виявити однозначної залежності між рівнем безробіття та вартістю акцій компаній на фондових біржах, бо напрям впливу залежатиме від поточного ділового циклу економіки.

Крім наведених вище є й інші показники, що виявляють помітний вплив на фінансовий ринок. Одним з них є процентні ставки. Зниження процентних ставок зменшує вартість нових запозичень, що дає можливість компаніям розвиватися з надією отримати у майбутньому прибутки від інвестованих сьогодні коштів [100]. Очевидно, якщо компанії це вдасться, то це позитивно відіб'ється на вартості її акцій. Проте, не варто забувати, що більшість інвесторів для купівлі акцій здійснюють запозичення. Це означає, що збільшення процентних ставок фактично збільшить вартість запозичень, що знизить попит інвесторів на акції і, як наслідок, ціну самих акцій [100]. Таку зворотну залежність було підтверджено емпірично у різноманітних статтях, що вивчали взаємозв'язок між розвитком ринку цінних паперів та основними макропоказниками при дослідженні економік Індії [103,121,122], Пакистану [120], Шрі – Ланки [123], Малайзії [136], Словаччини [105], США [124], Казахстану [104], Чехії [107], Румунії [129], Намібії [110], Кувейту [131], Литви [111], Бразилії [112], Болгарії [113], Швеції [132]. Аллам та Удін підтвердили у своїх дослідженнях міцний зворотний зв'язок між процентною ставкою та цінами акцій у чотирнадцяти розвинутих країнах та країнах, що розвиваються [116]: Австралії, Бангладеші, Канаді, Чилі, Колумбії, Німеччині, Італії, Ямайці, Японії, Малайзії, Мексиці, Філіпінах, Південній Африці, Іспанії та Венесуелі. Проте вплив відсоткових ставок було відзначено несуттєвим Дж. Гарза – Гарсія та І. Юе при аналогічному дослідженні фондового ринку Китаю [137]. У деяких дослідженнях, що стосувалися взаємозв'язку процентних ставок та фінансового ринку США, зв'язок був прямим [138]. Це можна пояснити тим, що

процентна ставка одночасно є інструментом монетарної політики. Тому, якщо центральний банк активно використовує цей інструмент для стимулювання економіки, тобто знижує процентні ставки, це б мало створити додаткові стимули для компаній. Адже коли центральний банк бачить падіння на фінансовому ринку він одночасно опускає процентну ставку, намагаючись простимулювати економіку. Але економічні суб'єкти не здатні відповідати на зміну економічних умов негайно. Тому утворюється певний часовий лаг, між моментом коли знижується процентна ставка та покращується стан фінансового ринку. Якщо поглянути на динаміку фондових індексів США та процентних ставок Федеральної резервної Системи за цей ж період, то доволі чітко видно, що часовий лаг в середньому становить 2-3 роки [138]. Таким чином пояснюється пряма залежність, яку показують емпіричні дослідження і підтверджується теоретичний взаємозв'язок між фінансовим ринком та процентними ставками, бо сама суть процесу все ж має зворотний характер. Проте у більшості випадків взаємозв'язок між процентною ставкою та вартістю акцій є зворотним.

Обсяги зростання грошової маси є ще однією детермінантою розвитку фондового ринку, яка одночасно є інструментом монетарної політики держави. Б. Бернанке та К. Катнер вважають, що обсяг грошової емісії впливає на вартість фінансових активів через передавальний механізм процентних ставок [139]. Зменшення грошової маси підвищує реальні відсоткові ставки, що в свою чергу підвищить процентну ставку центрального банку і, шляхом передавального механізму представленого вище, знизить вартість акцій та інших фінансових активів. Таким чином між обсягом збільшення грошової маси та показниками фінансового ринку встановлюється пряма взаємозалежність. Ця тенденція підтверджується у різноманітних статтях: про Індію [140], Є. Оскенбаєва та інших про Казахстан [104], Дж. Гарза – Гарсія та І. Юе про Китай [137], про Пакистан [120], про Малайзію [136], Великобританію та Німеччину [126], Тайланд [128], Аргентину [108], Кенію [109], Саудівську Аравію [130], Намібію [110], Кувейт [131], Литва [111],

Болгарія [113], Канади [132], Швеції [133]. З іншого боку, Мукхейрі та Нейк [116] вважають, що, оскільки збільшення грошової маси прямо пов'язане з інфляцією, то перше може зумовити підвищення, а не зниження, облікових ставок. Таким чином, вважають автори, негативний вплив на акції буде нейтралізовано. Така думка авторів була також підтверджена емпірично у праці Ф. Патри та С. Пошаквейл, які досліджували взаємозв'язок макроекономічних показників та показників Афінської фондової біржі [116], а також у аналогічному дослідженні Японії [124]. Підсумовуючи, варто підкреслити, що залежність темпів зростання грошової маси та вартості акцій компаній у різноманітних країнах підтверджує пряму залежність.

Валютний курс є одним з найважливіших показників розвитку фінансового ринку і його можна прирівняти до трьох основних показників за рівнем впливу. Справа в тому, що коливання валютного курсу напряму впливають на міжнародну конкурентоспроможність та торгівельну позицію держави [100]. Іде мова про те, що коли валютний курс підвищується, тобто валюта конкретної країни поціновується, то експортерам цієї країни стає відносно складніше експортувати, адже тепер їх товар за кордоном став відносно дорожчим, ніж раніше. Це вплине на обсяги експорту і прибутків тих компаній, що перш за все зорієнтовані на експорт, що, в свою чергу, знизить вартість акцій таких компаній. І навпаки – зниження валютного курсу створить додаткові можливості для експортерів, адже тепер їх товар став відносно дешевшим. Це збільшить прибутки та, як наслідок, вартості акцій таких компаній. Очевидно, що наслідки коливань валютного курсу національної валюти є неоднозначними, адже далеко не всі компанії здійснюють експорт. Економісти по-різному оцінюють вплив валютного курсу на фондовий ринок. Грейнджер у своєму дослідженні з'ясував, що у Японії та Індонезії не має взаємозв'язку між валютним курсом та вартістю акцій різноманітних компаній, тоді як спостерігається міцний зворотний взаємозв'язок у Кореї, Гонконзі, Таїланді та Тайвані [116]. Аналогічне дослідження Манішата інших для Індії підтвердило зворотний взаємозв'язок [103,140]. Аналогічна ситуація спостерігається і у

Пакистані [120], Туреччині у майже всіх секторах економіки [141], Малайзії [136], Гані [142], США [143], Великої Британії та Німеччини [126], Філіппінах [127], Румунії [129], Намібії [110], Литви [111], Бразилії [112], Болгарії [113], Канади [132], Швеції [133], Китаю [134]. А, наприклад, в Аргентині [108] цей зв'язок виявився прямим. Також автори відзначають, що взаємозв'язок між валютним курсом та вартістю акцій різноманітних компаній перестав простежуватись після Азійської кризи (1997) . Загалом у проаналізованих статтях взаємозв'язок валютного курсу та фінансовим ринком є міцним та вказує на зворотну залежність.

Прямі іноземні інвестиції є ще одним показником, який часто спричиняє потужний вплив на ринок цінних паперів. Існують різні пояснення того, який теоретичний зв'язок існує між потоком іноземних інвестицій в країну та ринком цінних паперів. Так працівники світового банку наводять кілька аргументів: інвестори приходять з розвинутих країн, де отримувати лістинг на біржі країни своєї діяльності є традицією, що збільшує кількість компаній та ліквідність ринку. Більш економічно обґрунтованим є аргумент про те, що збільшення інвестицій в країну змушує місцеві еліти стимулювати прийняття законів, що покращують інвестиційний клімат, що і покращує загальний стан ринку цінних паперів [145]. У будь – якому випадку, наявність взаємозв'язку підтверджується у численних дослідженнях для таких країн як Індія [103,140], Пакистан [144], Філіппіни [127], Іран [106], Бразилія [112]. Більшість дослідження підтверджують двосторонній взаємозв'язок: прямі іноземні інвестиції позитивно впливають на фінансовий ринок країни, але і розвинений фінансовий ринок притягує більше інвестицій.

Очевидним є те, що низка макроекономічних показників, проаналізованих вище, може по – різному впливати на динаміку показників фондового ринку. Звичайно, цей вплив сильно залежатиме від того, як саме обчислюються ці показники, а також, що важливо, наскільки добре діє передавальний ринковий механізм для кожного з цих макроекономічних показників. Міра їх впливу на ринок цінних паперів залежатиме від особливостей економічної системи

конкретної країни, а також від конкретних умов її фінансового середовища та навіть традицій конкретної країни. Необхідний індивідуальний підхід до кожного конкретного ринку та кожної країни зокрема. Тож потенційним інвесторам і трейдерам слід добре обдумати методи прийняття своїх інвестиційних рішень на основі макроекономічних показників. Адже, як можна бачити, часто вони не достатньо репрезентативно відображають ситуацію на фондовому ринку, а інколи навіть відображають парадоксальну залежність, яка є протилежною до загальновизнаної.

Автор вважає, що макроекономічні чинники доповнюються інституційними. Їх не можна досліджувати окремо. Разом вони створюють ефект синергії. Лише у такому випадку аналіз міжнародного ринку цінних паперів можна вважати повним та цілісним. Таким чином він повністю проявляє себе як інститут ринку.

Для визначення поведінки міжнародного ринку цінних паперів як інституту варто розглянути його як структуру, що складається з елементів – національних ринків цінних паперів. На думку автора так можна розглянути закономірності міжнародного ринку цінних паперів, основа яких лежить дещо глибше, ніж просто на поверхні. Тому для аналізу буде здійснено порівняння неоднорідних інститутів міжнародного ринку цінних паперів між собою.

Для цього проведено економетричний аналіз впливу цих чинників на внутрішні показники міжнародного ринку цінних паперів різних країн, які вважаємо оцінками ефективності функціонування самого ринку цінних паперів. У такому контексті макроекономічні та інституційні чинники гратимуть роль зовнішніх, незалежних змінних, тоді як внутрішні – залежних, комплексних індикаторів міжнародного ринку цінних паперів.

Автор висуває наступні гіпотези:

– у розвинутих країнах (США, Велика Британія, Японія та Німеччина) макроекономічні показники є більш визначальними для динаміки комплексних індикаторів ринку цінних паперів, ніж інституційні чинники, оскільки у цих

країнах інституції та інститути, що формують та регулюють інституційне середовище вже давно сформувались;

– у країнах, що розвиваються (Бразилія, Індія, Китай, Південна Африка та Україна) інституційні чинники повинні відігравати набагато важливішу роль, ніж в розвинутих країнах, оскільки у цих країнах ринкова економіка лише формуються, інститути та інституції не набули довершених, закінчених форм, а тому будь – які зміни інституційного середовища є різкими і сильними для нестабільної економічної системи, що спричиняє значну зміну на ринку цінних паперів.

Використано низку макроекономічних показників для аналізу макроекономічного середовища – ВВП, рівень безробіття, рівень інфляції (ІСЦ), реальна процентна ставка, валютний курс, швидкість зростання грошової маси (агрегат М2), рівень валових національних заощаджень, а також обсяги прямих іноземних інвестицій в країну. Для аналізу інституційного середовища використано такі показники як політична стабільність, якість державного управління, верховенство права, контроль за корупцією, ефективність влади та право голосу і свобода вибору. Усі вищезазначені показники розглянуто як незалежні.

До комплексних показників, які вважаються довгостроковою оцінкою стану міжнародного ринку цінних паперів, віднесено 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 як визначники ліквідності ринку.

Також проведено аналогічний аналіз для України для того, щоб зрозуміти яким чином відрізняється наша країна від зазначених вище та які реформи слід проводити для покращення ситуації на ринку цінних паперів.

Для цього використано кореляційно – регресійну модель: для початку парну для кожного з показників з одного боку як незалежну змінну і відповідного комплексного показника з іншого боку як залежну, а потім

множинну між усіма показниками разом як незалежними та відповідними комплексними показниками. Перш за все слід підкреслити, що кореляційно – регресійний аналіз базується на статистиці світового банку за період з 2004 по 2013 роки для Великої Британії, США, Японії, Німеччини, Бразилії, Індії, Китаю, Південної Африки та України [146]. Автор вважає також, що відсутня автокореляція та гетероскедантичність залишків, а залежність між незалежними та залежними змінними – лінійна. Множинні моделі створювались таким чином, щоб уникати поєднання мультиколінеарних між собою змінних в одній моделі. Враховуючи, що усі наступні рівняння регресії є лише оцінками реальних коефіцієнтів регресії та інших елементів рівняння регресії, упускаються помилки та відхилення у розрахунках, вважаючи, що вони відсутні.

Парні кореляційні моделі між комплексними показниками ринку цінних паперів Великої Британії та обраними інституційними і макроекономічними чинниками подані у Додатку К. Як видно з Додатку К, між деякими інституційними показниками та комплексними чинниками ринку цінних паперів існує лінійна кореляційна залежність. Також вона спостерігається і між усіма макроекономічними показниками та комплексними чинниками. Автор використовує ті з показників, що найкраще корелюють з комплексними показниками ринку цінних паперів Великої Британії та створив множинні кореляційні моделі. Множинне рівняння регресії матиме наступний вигляд:

$$\text{Log } \check{Y}_i = a_0 + CoC a_1 + RQ a_2 + PS a_3 + GE a_4 + RoL a_5 + VaA a_6 + GDP a_7 + CPI a_8 + UR a_9 + ExR a_{10} + RIR a_{11} + MS a_{12} + FDI a_{13} + GrS a_{14}, \quad (2.1)$$

де:

$\text{Log } \check{Y}_i$ – теоретичні значення логарифмованого комплексного показника i ;

a_0 – нульовий коефіцієнт регресії;

Z_{ai} – фактичні значення показника Z з відповідним коефіцієнтом регресії a_i .

Методика логарифмування використовувалась для того, щоб було легше представити результати моделей. У даному випадку будь – яка зміна значення однієї з незалежних змінних Z_{ai} на одиницю, за умови, що значення усіх інших змінних залишаються незмінними, спричинить зміну результуючої змінної $\log \hat{Y}_i$ на $a_i \times 100\%$ відсотків.

Результати множинних кореляційних моделей з відповідними множинними коефіцієнтами кореляції, коригованої детермінації, а також відповідними значеннями r для кожної змінної подані у таблиці (табл. 2.2).

Для перевірки сили взаємозв'язку ви використано коефіцієнт кореляції. Як видно з таблиці, усі комплексні показники демонструють дуже тісний взаємозв'язок з обраними макроекономічними та інституційними чинниками. Високі значення коефіцієнтів детермінації вказують на те, що обрані незалежні змінні пояснюють дуже значну частину відхилень залежної змінної, що означає високу адекватність даних моделей. Критерії F моделей мають дуже низькі значення, що свідчить про те, що усі коефіцієнти моделі не є випадковими відхиленнями. До прикладу, у першій моделі, де незалежною змінною є Логарифм відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП, з ймовірністю 95% відхилено нульову гіпотезу про те, що усі результати економетричного моделювання є випадковими математичними відхиленнями. Для наступних моделей відповідні ймовірності зазначені у таблиці.

Якщо більш детально дослідити коефіцієнти регресії, то можна зауважити, що макроекономічні чинники відіграють в основному дещо більшу роль у динаміці комплексних чинників, ніж інституційні визначники, проте їх превалювання незначне. Так серед макроекономічних найкращими визначниками ринку цінних паперів Великої Британії є рівень інфляції, валютний курс, реальна процентна ставка, зростання грошової маси та прямі іноземні інвестиції.

Множинні лінійні кореляційні моделі залежності комплексних визначників ринку цінних паперів Великої Британії та відповідних макроекономічних та інституційних показників

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Log Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Log Кількість лістингових компаній	Log Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Log Відношення обороту ринку ЦП до ВВП
	Нульовий коефіцієнт регресії (a_0)	3,19***	0,28	15,92*	21,13*
	Контроль за корупцією (CoC)	2,25***	-0,14		
	Регулятивна якість (RQ)				-0,40*
	Політична стабільність (PS)	0,11		-0,51*	
	Ефективність державного управління (GE)	2,74***	0,02		-2,04*
	Верховенство права (RoL)				
	Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	-5,55***		-2,91*	
	ВВП (GDP)			$-0,007 \times 10^{-11}$	$-0,05 \times 10^{-11}$ *
	Рівень Інфляції (ІЦІ) (CPI)	-0,07***		0,01	0,01
	Рівень безробіття (UR)		0,03***		
	Валютний курс (за 1 USD) (ExR)		3,11**	-2,82**	-10,84*
	Реальна процентна ставка (RIR)		0,1**	0,05**	-0,14*
	Зростання грошової маси M2 (MS)		0,01**	0,02*	0,02*
	Прямі іноземні інвестиції (FDI)	$-0,03 \times 10^{-11}$ **	$-0,03 \times 10^{-11}$ **	-15×10^{-11} **	$-0,06 \times 10^{-11}$ **
	Валові національні заощадження (GrS)	-0,02	0,03**		
	Коефіцієнт кореляції моделі (r)	0,99	0,99	0,99	0,99
	Коефіцієнт детермінації моделі (R ²)	0,93	0,99	0,99	0,99
	Значущість F моделі (F sign)	0,05**	0,04**	0,02**	0,01*
Примітка: показник *значущий при 1%; **значущий при 5%; ***значущий при 10%.					

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Підвищення рівня інфляції негативно впливає на розміри ринку: додатковий відсоток підвищення рівня інфляції спричинить, за інших рівних умов, зниження відношення капіталізації до ВВП на 7%, відображаючи зменшення віддачі на інвестиції. Проте інфляція позитивно впливає на ліквідність ринку, підвищуючи її пропорційно своєму зростанню, хоч ці значення і статистично незначущі.

Зниження валютного курсу позитивно впливає на розміри ринку та сприяє зростанню капіталізації, що може означати покращення конкурентної позиції держави. Очевидно, зниження валютного курсу сприяло б розвитку експорту та додатковій емісії багатьох акціонерних товариств. З іншого боку його підвищення негативно впливає на ліквідність ринку цінних паперів, сприяючи зниженню обороту цінних паперів. Очевидно, ринок знайшов оптимальну точку в якій він за певного валютного курсу достатньо великий і при цьому достатньо ліквідний.

Реальна процентна ставка, за інших рівних умов, спричинить як зростання ринку за рахунок збільшення кількості лістингових компаній, так і розширення його ліквідності. Можливо, це означає, що процентна ставка надто низька, а її підвищення більше вплине на збільшення кількості інвесторів, ніж на зменшення запозичень. З нею тісно пов'язане зростання грошової маси: у всіх моделях зростання агрегату M2 сприяло б розширенню обсягу та ліквідності ринку цінних паперів. Такі результати є когерентними з результатами інших дослідників щодо грошової маси.

Збільшення прямих іноземних інвестицій в країну негативно впливає на обсяги ринку цінних паперів та його ліквідність у всіх моделях і коефіцієнти є статистично значущими. Автор вважає, що це означає, що додаткові інвестиції не вливаються у ринок цінних паперів, а скоріше надходять у банківську сферу та інші альтернативні джерела інвестування. Це свідчить про відносно низьку привабливість ринку цінних паперів Великої Британії у порівнянні з її банківською сферою.

Звичайно, пояснення, що наведені вище є лише гіпотезами, адже доволі складно однозначно визначити причину тієї чи іншої залежності: це потребує додаткового дослідження власне у цьому напрямку.

Щодо інституційних показників, то вони не справляють такого сильного впливу на ринок цінних паперів як макроекономічні, що поки що відповідає гіпотезі: для розвинутих країн макроекономічне середовище важливіше, ніж інституційне. Так, результати показують, що верховенство права майже не впливає на ринок цінних паперів, тоді як політична стабільність, вищий контроль корупції та ефективність державного управління позитивно впливають на збільшення ринкової капіталізації та розширення ринку цінних паперів. Водночас, підвищення регулятивної якості, ефективності державного управління та права голосу і свободи слова негативно впливають на ліквідність фондового ринку Великої Британії. Автор припускає, що це може означати надто сильну зарегульованість ринку, що стримує його ліквідність: можливо, надто високі вимоги до потенційних учасників ринку та відповідні державні закони стримують приплив інвестицій на ринок, що, за інших рівних умов, міг би бути значно ліквіднішим.

Далі проаналізуємо ринок США, адже їх ринок цінних паперів вважається найрозвинутішим у світі. Використано аналогічний підхід до парного та мультифакторного моделювання та аналогічні показники. Дані візьмемо зі статистики Світового банку.

Результати парної кореляції подано у Додатку Л. Як видно у цьому Додатку, інституційне середовище справляє сильний вплив на розміри ринку цінних паперів США: усі чинники інституційного середовища демонструють помірний взаємозв'язок з досліджуваними комплексними чинниками. З іншого боку, інституційні чинники не надто сильно впливають на ліквідність ринку цінних паперів, яка більше визначається макроекономічними показниками.

Для більш детального аналізу побудовано множинні кореляційні моделі. Результати найбільш вдалих моделей відображено у таблиці (табл. 2.3). Як

видно з таблиці, коефіцієнти кореляції, детермінації та критерій F підтверджують адекватність економетричних моделей.

Щодо макроекономічних показників, то вони справляють на ринок цінних паперів США стабільний вплив. Їх значення підтверджуються низькими значеннями p , які означають 99% ймовірність, що ці показники не є випадковими математичними відхиленнями.

Зокрема, найкращими визначниками величини фондового ринку США є три основні макроекономічні показники: ВВП, рівень інфляції та рівень безробіття. Також добре пояснюють динаміку комплексних показників обсяги прямих іноземні інвестиції та рівень заощаджень.

Характер взаємозв'язку основних макропоказників є неоднозначним. ВВП негативно корелює з показниками обсягу ринку. Це можна пояснити характером самого показника: у його знаменнику знаходиться показник ВВП. З іншого боку, це можна пояснити як переінвестування. Тобто фактично, відбувається зростання заради зростання, яке не відбивається позитивно на ринку цінних паперів. Це, звичайно, також може бути результатом і інших причин. Рівень інфляції та безробіття показують негативний взаємозв'язок, що цілком відповідає теорії. Взаємозв'язок прямих іноземних інвестицій та валових заощаджень також неоднозначний. Збільшення інвестицій впливає на збільшення кількості лістингових компаній, проте знижує їх ринкову капіталізацію. А зростання валових заощаджень навпаки, спричинить зростання капіталізації, проте зменшить кількість лістингових компаній. Частку заощаджень у ВВП, на думку автора, також можна розглядати як показник альтернативного інвестування, адже заощадження є основою для майбутніх інвестицій. А у ринковій економіці для компанії існує лише два джерела інвестицій – цінні папери та кредити. Тому можна припустити, що зворотний зв'язок між комплексними чинниками та заощадженнями означає, що при збільшенні заощаджень інвестувати будуть перш за все у банки, що відіб'ється на ринку цінних паперів. Така ситуація спостерігається на прикладі фондового

Множинні лінійні кореляційні моделі залежності комплексних визначників ринку цінних паперів США та відповідних макроекономічних та інституційних показників

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Log Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Log Кількість лістингових компаній	Log Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Log Відношення обороту ринку ЦП до ВВП
	Нульовий коефіцієнт регресії (a_0)	15,82*	1,55*	9,39*	-2,42
	Контроль за корупцією (CoC)	-0,63*			0,63**
	Регулятивна якість (RQ)	-2,24*	0,13*		0,85**
	Політична стабільність (PS)				
	Ефективність державного управління (GE)			0,35	
	Верховенство права (RoL)		0,65*		
	Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)			-1,10	
	ВВП (GDP)	$-0,03 \times 10^{-11} *$	$-0,002 \times 10^{-11} *$		
	Рівень Інфляції (ІЦ) (CPI)	-0,08*	-0,03*	-0,02	-0,10**
	Рівень безробіття (UR)	-0,05*	-0,05*		
	Валютний курс (за 1 USD) (ExR)			-3,56*	
	Реальна процентна ставка (RIR)		-0,04*	-0,03	
	Зростання грошової маси M2 (MS)				0,02***
	Прямі іноземні інвестиції (FDI)	$-0,09 \times 10^{-11} *$	$0,02 \times 10^{-11} *$		$0,2 \times 10^{-11} *$
	Валові національні заощадження (GrS)	0,08*	-0,01*		-0,08*
	Коефіцієнт кореляції моделі (r)	0,99	0,99	0,96	0,98
	Коефіцієнт детермінації моделі (R²)	0,98	0,99	0,81	0,87
	Значущість F моделі (F sign)	0,01*	0,01*	0,07***	0,03**
Примітка: показник *значущий при 1%; **значущий при 5%; ***значущий при 10%.					

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

ринку США. Щодо ліквідності, то можна побачити, що хорошим її визначником є валютний курс до Євро, який негативно на неї впливає. Зміцнення євро негативно вплине на ринок цінних паперів США і, навпаки, поціновування долара може надати стимулу для розвитку фондового ринку США.

Щодо інституційних факторів, то чинник політичної стабільності майже не впливає на ринок цінних паперів США. Контроль за корупцією, регулятивна якість та верховенство права виявились найкращими детермінантами розвитку фондового ринку США. Проте виявилось, що контроль за корупцією та регулятивна якість негативно впливають на розміри ринку США. Це може означати зарегульованість цього ринку. З іншого боку ці показники позитивно впливають на ліквідність ринку. Також можна зробити висновок про те, що верховенство права є неодмінним атрибутом розширення ринку цінних паперів США.

Загалом, зроблено висновок про те, що як інституційні так і макроекономічні чинники є детермінантами розвитку та зростання ринку цінних паперів США. Напрями їх взаємозв'язку інколи є доволі суперечливими. Для дослідження причин таких відхилень потрібне додаткове дослідження.

Ще однією країною, яка входить у фінансову Тріаду світу є Японія. Використано аналогічний підхід до парного та мультифакторного моделювання та аналогічні показники для аналізу ринку цінних паперів Японії. Результати парного кореляційного дослідження представлено у Додатку М.

Як видно з цього Додатку, інституційне середовище справляє певний вплив на розміри ринку цінних паперів Японії та його ліквідність: значна частка чинників інституційного середовища демонструють певний взаємозв'язок з досліджуваними комплексними чинниками. Найсильніший вплив справляє право голосу та контроль корупції. З іншого боку, макроекономічні чинники демонструють міцніший взаємозв'язок, ніж деякі інституційні чинники. В даному випадку їх вплив є відносно однаковим.

Для більш детального аналізу побудовано множинні кореляційні моделі. Результати найбільш вдалих моделей відображено у таблиці (табл. 2.4). Як бачимо з таблиці, майже усі ці моделі не є такими статистично адекватними як США та Великої Британії. Автор припускає, що це пов'язано з тим, що існує певна змінна або змінні, що не були враховані у цьому дослідженні. Проте моделі є достатньо адекватними для того, щоб могли зробити з них певні висновки.

Так, щодо інституційних показників, то верховенство права і ефективність державного управління у моделях не впливали жодним чином на комплексні показники ринку цінних паперів Японії. З іншого боку, право голосу та свобода слова виявились доволі непоганими визначниками розміру та ліквідності фондового ринку Японії: як видно з таблиці, підвищення цього показника негативно впливатиме на комплексні чинники. Очевидно, це означає, що в Японії ринок цінних паперів доволі зарегульований, при цьому негативний вплив свободи слова та об'єднань може означати, що на ринку наявна висока концентрація цінних паперів у володінні незначного кола інвесторів. Політична стабільність та контроль корупції також певним чином впливають на розміри ринку цінних паперів Японії.

Щодо макроекономічних показників, то найкращими визначниками розміру фондового ринку Японії є рівень інфляції, безробіття та прямі іноземні інвестиції. Напрямо взаємозв'язку перших двох з комплексними чинниками є від'ємним, що цілком відповідає теоретичним уявленням про вплив цих показників на фондовий ринок. Щодо інвестицій, то вони як і у США та Великої Британії набувають також від'ємних значень. З цього зроблено висновок, що у цих трьох країнах прямі іноземні інвестиції є скоріше заміником, а не додатковим фактором, розвитку ринку цінних паперів. Очевидно, прямі іноземні інвестиції спрямовуються в реальну економіку більше, ніж на фондовий ринок.

Щодо ліквідності ринку цінних паперів Японії, то на неї доволі помітно впливає ВВП, валютний курс, зростання грошової маси та рівень валових

Множинні лінійні кореляційні моделі залежності комплексних визначників ринку цінних паперів Японії та відповідних макроекономічних та інституційних показників

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Log Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Log Кількість лістингових компаній	Log Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Log Відношення обороту ринку ЦП до ВВП
	Нульовий коефіцієнт регресії (a_0)	9,66**	1,12	11,01*	9,05**
	Контроль за корупцією (CoC)		0,41***		
	Регулятивна якість (RQ)		0,46		
	Політична стабільність (PS)	-1,35***			
	Ефективність державного управління (GE)				
	Верховенство права (RoL)				
	Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	-0,40		-3,30*	-4,18*
	ВВП (GDP)	$-0,01 \times 10^{-11}$ ***		$0,04 \times 10^{-11}$	$0,09 \times 10^{-11}$ **
	Рівень Інфляції (ІЦ) (CPI)	-0,15**	-0,11*		-0,06
	Рівень безробіття (UR)	-0,26**	-0,20*		
	Валютний курс (за 1 USD) (ExR)			0,02	0,05**
	Реальна процентна ставка (RIR)		0,07**		
	Зростання грошової маси M2 (MS)			0,06***	0,08***
	Прямі іноземні інвестиції (FDI)	$-1,27 \times 10^{-11}$ **	$-0,44 \times 10^{-11}$		
	Валові національні заощадження (GrS)	0,02		-0,07***	-0,09***
	Коефіцієнт кореляції моделі (r)	0,99	0,97	0,93	0,98
	Коефіцієнт детермінації моделі (R²)	0,93	0,83	0,70	0,83
	Значущість F моделі (F sign)	0,05**	0,05**	0,06***	0,03**
Примітка: показник *значущий при 1%; **значущий при 5%; ***значущий при 10%.					

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

заощаджень. Щодо ВВП, то зростання економіки буде позитивно впливати на розвиток ринку цінних паперів, як і темпи зростання грошової маси через передавальний механізм монетарної політики.

Ці взаємозв'язки у Японії цілком відповідають теоретичним уявленням про їх взаємозв'язок з фондовим ринком. Валютний курс позитивно впливатиме на ліквідність ринку цінних паперів, що означає що девальвація єни може позитивно вплинути на покращення ліквідності ринку. Напряму взаємозв'язку відношення валових заощаджень до ВВП та комплексних чинників має негативний знак. З цього зроблено висновок про те, що додаткові заощадження, очевидно, спрямовуються не на ринок цінних паперів Японії.

Загалом гіпотеза щодо Японії підтверджується: макроекономічні чинники краще пояснюють стан ринку цінних паперів, ніж інституційні чинники. Більше того, покращення інституційного середовища може негативно вплинути на весь фондовий ринок Японії.

Для завершення аналізу групи розвинутих країн проведено також аналіз Німеччини, яка станом на сьогодні є локомотивом економічного зростання Європейського Союзу. Її економіка не є біржеорієнтованою, тому буде цікаво поглянути на результати кореляційного аналізу. Результати дослідження представлені у Додатку Н.

Як видно з Додатку, як і у США, результати парних кореляційних моделей є доволі двозначними. Результати показують, що як інституційні, так і макроекономічні чинники спричиняють доволі сильний вплив на ринок цінних паперів Німеччини. Для більш детального аналізу побудовано множинні кореляційні моделі. Результати найбільш вдалих моделей відображено у таблиці (табл. 2.5).

З таблиці стає зрозуміло, що ринок цінних паперів Німеччини визначається відносно однаково як інституційними, так і макроекономічними показниками. Зокрема, найкращими визначниками обсягу ринку є регулятивна якість, валютний курс, прямі іноземні інвестиції. Регулятивна якість утворює прямий кореляційний зв'язок з показниками обсягу ринку цінних паперів. Це означає,

що підвищення якості державного управління може посприяти розвитку фондового ринку Німеччини, що означає, що він не зарегульований та має простір для зростання. Одночасно, послаблення євро до долара США мало б позитивний вплив на ринок цінних паперів. Прямі іноземні інвестиції утворюють зворотний зв'язок з усіма комплексними показниками, що означає перетікання нових інвестицій перш за все у інші сфери, як то банківська або промислова. Варто також звернути увагу на рівень безробіття, який позитивно корелює з ринком цінних паперів як у парних, так і у багатofакторних моделях. Це може означати, що інформація про очікуване зростання безробіття більше впливає на зниження процентних ставок та витрат компаній, ніж на їх прибутки. Автор вважає, що це може бути суттєвою ознакою того, що економіка Німеччини перебуває у фазі зростання. Також варто відзначити, що процентна ставка не впливає на ринок цінних паперів, з чого зроблено висновок, що у Німеччині вона не є його визначником.

Щодо ліквідності фондового ринку Німеччини, то на неї впливає перш за все верховенство права та політична стабільність, а також три основні макроекономічні показники та рівень заощаджень. Насправді, ліквідність ФРН набагато краще визначається макропоказниками, ніж інституційним середовищем: з останніх лише верховенство права позитивно впливатиме на покращення ліквідності ринку. Щодо макроекономічних показників, то найкращим визначником є відношення валових заощаджень до ВВП. Цей показник негативно корелює як з ліквідністю фондового ринку, так і з показниками обсягу, що загалом підтверджує те, що Німеччина є скоріше банківсько орієнтованою економікою. На думку автора, додаткові заощадження перш за все будуть перетікати у банківську сферу, минаючи ринок цінних паперів або у альтернативні інвестиційні проекти.

Підсумовуючи, можна констатувати, що:

- як інституційні, так і макроекономічні показники впливають на ринок цінних паперів обраних розвинутих країн;

**Множинні лінійні кореляційні моделі залежності комплексних визначників ринку цінних паперів Німеччини
та відповідних макроекономічних та інституційних показників**

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Log Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Log Кількість лістингових компаній	Log Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Log Відношення обороту ринку ЦП до ВВП
	Нульовий коефіцієнт регресії ($a\theta$)	-2,9*	0,51	2,84**	-13,86*
	Контроль за корупцією (CoC)				3,25*
	Регулятивна якість (RQ)	2,44*	0,90*	0,23	
	Політична стабільність (PS)	0,21***			-0,50*
	Ефективність державного управління (GE)				
	Верховенство права (RoL)			1,15**	
	Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)				
	ВВП (GDP)				-0,09 x10 ⁻¹¹ *
	Рівень Інфляції (ICП) (CPI)		0,23**		-0,23*
	Рівень безробіття (UR)		0,01***		0,22*
	Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	1,69*	1,07**	1,99***	
	Реальна процентна ставка (RIR)				
	Зростання грошової маси M2 (MS)		-0,04**	0,03*	
	Прямі іноземні інвестиції (FDI)	-0,3 x10 ⁻¹¹ *	-0,06 x10 ⁻¹¹	-0,1 x10 ⁻¹¹ ***	
	Валові національні заощадження (GrS)	-0,02***		-0,06**	-0,23*
	Коефіцієнт кореляції моделі (r)	0,99	0,98	0,93	0,99
	Коефіцієнт детермінації моделі (R ²)	0,95	0,88	0,70	0,99
	Значущість F моделі (F sign)	0,01*	0,03**	0,06***	0,001*

Примітка: показник *значущий при 1%; **значущий при 5%; ***значущий при 10%.

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

- результати парної кореляції підтверджують, що вплив інституційних чинників наявний у всіх розвинутих країнах, проте цей вплив є помітніший у США.
- результати множинної кореляції дають неоднозначні результати, оскільки лише в Японії макроекономічні показники помітно краще пояснюють динаміку комплексних показників ринку цінних паперів, ніж у США, Великої Британії та Німеччині.
- у США, Великої Британії та Німеччині інституційне середовище виявилось таким ж важливим для розвитку ринку цінних паперів, як і макроекономічне середовище.

На підставі зазначеного вище, не можна стверджувати, що макроекономічне середовище є більш важливим для розвитку ринку цінних паперів розвинутих країн, ніж інституційне середовище. Проте автор вважає, що для повноти аналізу слід провести аналогічне дослідження розвинутих країн. Для цього обрано деякі з країн БРІКС – Бразилію, Китай, Індію та ПАР, а також проведено такий аналіз для України.

Бразилія, разом з Аргентиною, є регіональним лідером у Південній Америці. Це може означати, що ринок цінних паперів саме цієї країни є визначальним для регіону. Перевірено гіпотезу на практиці: чи важливіше інституційне середовище за макроекономічне у країнах що розвиваються?

Для цього проведемо парний та множинний кореляційний аналіз як і у попередніх випадках. Обрано ті ж інституційні, макроекономічні та комплексні чинники. Дані для дослідження взято у статистичних довідниках Світового банку. Результати парного кореляційного аналізу Бразилії подано у Додатку П.

Розглянувши додаток можна зауважити, що на комплексні показники ринку цінних паперів Бразилії впливають однаково як інституційні, так і макроекономічні чинники. Дані таблиці не підтверджують гіпотези про те, що інституційні чинники є визначальними для країн, що розвиваються, оскільки в такому випадку кореляція інституційних чинників була б вищою, а макроекономічних – меншою. В даному ж випадку результати аналізу є доволі

двозначними. Як і для США, Великої Британії та Німеччини, поки що не можна підтвердити гіпотезу для Бразилії.

Для отримання точніших результатів дослідження, проведено множинний кореляційний аналіз впливу зазначених показників на комплексні чинники фондового ринку Бразилії.

Найкращі результати багатofакторних моделей зафіксовані у таблиці (табл. 2.6). З неї видно, що інституційні чинники справляють набагато більший вплив на ринок цінних паперів Німеччини, ніж макроекономічні чинники. Так, якщо у моделях зменшення валових заощаджень, рівня інфляції, валютного курсу та реальних процентних ставок спричинить зростання комплексних показників ринку цінних паперів Бразилії лише на кілька відсотків, то зростання значення показника контролю корупції та політичної стабільності збільшить їх на десятки, свободи слова та регулятивної якості – на сотні відсотків. Це підтверджує гіпотезу про виняткову важливість інституційного середовища для розвитку ринку цінних паперів у країнах, що розвиваються. Бразилії слід покращувати інституційне середовище функціонування компаній, бо, як видно з таблиці, навіть незначні покращення можуть потужно змінити ситуацію на ринку цінних паперів на краще, розкрити його потенціал, збільшити розміри та ліквідність фондового ринку.

Щодо макроекономічних показників, то найкращими детермінантами фондового ринку Бразилії виявились ВВП, валютний курс, реальна процентна ставка, прямі іноземні інвестиції та валові заощадження. Від'ємне значення ВВП майже у всіх моделях може свідчити про те, що у країна відбувається «зростання для зростання» тобто воно не відбивається позитивно на показниках ринку цінних паперів, а лише його утискає. Поціновування національної валюти позитивно вплине на фондовий ринок країни. Значення реальної процентної ставки мають негативну тенденцію, що цілком відповідає теоретичним уявленням про вплив цього показника на ринок цінних паперів. Зростання прямих іноземних інвестицій дуже позитивно впливатиме на фондовий ринок Бразилії, з чого зроблено висновок, що додаткові інвестиції

Множинні лінійні кореляційні моделі залежності комплексних визначників ринку цінних паперів Бразилії та відповідних макроекономічних та інституційних показників

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Log Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Log Кількість лістингових компаній	Log Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Log Відношення обороту ринку ЦП до ВВП
	Нульовий коефіцієнт регресії ($a\theta$)	10,49*	2,53*	0,62	-4,32**
	Контроль за корупцією (CoC)		0,31*		0,28
	Регулятивна якість (RQ)			1,37***	
	Політична стабільність (PS)			0,16	
	Ефективність державного управління (GE)				
	Верховенство права (RoL)				
	Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	3,02*			2,13*
	ВВП (GDP)		$-0,02 \times 10^{-11} *$	$-0,04 \times 10^{-11} *$	$-0,02 \times 10^{-11}$
	Рівень Інфляції (ICP) (CPI)	-0,08*			
	Рівень безробіття (UR)	0,30*		-0,13***	
	Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	-0,52*	-0,07*	-0,30**	
	Реальна процентна ставка (RIR)		-0,01*	-0,01***	-0,01***
	Зростання грошової маси M2 (MS)				
	Прямі іноземні інвестиції (FDI)	$0,9 \times 10^{-11} *$	$0,2 \times 10^{-11} *$		$0,6 \times 10^{-11} ***$
	Валові національні заощадження (GrS)	-0,02***	-0,01*		-0,04***
	Коефіцієнт кореляції моделі (r)	0,99	0,99	0,97	0,99
	Коефіцієнт детермінації моделі (R ²)	0,99	0,98	0,82	0,93
	Значущість F моделі (F sign)	0,001*	0,002*	0,05**	0,01*
Примітка: показник *значущий при 1%; **значущий при 5%; ***значущий при 10%.					

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

з – за кордону вливаються на ринок цінних паперів та стимулюють розвиток економіки.

З іншого боку, зростання відношення рівня заощаджень до ВВП в Бразилії негативно впливатиме на розвиток ринку цінних паперів, з чого зроблено висновок, що додаткові заощадження, очевидно, перш за все спрямовуються у банківську сферу Бразилії або в реальну економіку.

Результати кореляції рівня безробіття виявились двоякими, а швидкість зростання грошового агрегата M2 взагалі не спричиняє жодного впливу на показники фондового ринку країни.

Загалом побудовані моделі є високо адекватними з точки зору статистики, а тому автор припускає, що зазначені вище висновки хоча б частково відбивають реальність, незважаючи на те, що трактування впливу макроекономічних показників є двояким процесом, бо часто – густо припущення можуть бути неправильними.

Продовжимо аналіз на прикладі Індії. Це одна з найбільших економік Азії і багато досліджень підтверджують вплив багатьох макроекономічних показників на її фондовий ринок. Результати аналізу парного моделювання відображено у Додатку Р.

Розглянувши додаток, можна зауважити, що на комплексні показники ринку цінних паперів Бразилії впливають приблизно однаково як інституційні, так і макроекономічні чинники. Дані таблиці не підтверджують гіпотези хоч і деякі парні моделі відображають помірну кореляцію як інституційних, так і макроекономічних показників. Як і для США, Великої Британії та Німеччини, поки що не можна підтвердити гіпотезу для Індії.

Для отримання точніших результатів дослідження, проведено множинний кореляційний аналіз впливу зазначених показників на комплексні чинники фондового ринку Індії, результати якого відображені у таблиці (табл. 2.7).

Так, темпи зростання грошової маси, рівень інфляції та валютний курс майже не корелюють з комплексними показниками у багатофакторних моделях, з чого зроблено висновок про те, що вони є поганими детермінантами

Множинні лінійні кореляційні моделі залежності комплексних визначників ринку цінних паперів Індії та відповідних макроекономічних та інституційних показників

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Log Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Log Кількість лістингових компаній	Log Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Log Відношення обороту ринку ЦП до ВВП
	Нульовий коефіцієнт регресії (a_0)	-8,25*	5,43*	3,46	3,74*
	Контроль за корупцією (CoC)				0,51***
	Регулятивна якість (RQ)		0,21***		
	Політична стабільність (PS)			-0,67*	
	Ефективність державного управління (GE)	2,34*	0,50*		
	Верховенство права (RoL)	2,41*			
	Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)			1,40***	
	ВВП (GDP)	$0,08 \times 10^{-11} *$	$-0,02 \times 10^{-11} *$	$-0,09 \times 10^{-11} *$	$-0,08 \times 10^{-11} *$
	Рівень Інфляції (ICП) (CPI)			0,01	0,03**
	Рівень безробіття (UR)		-0,21*	-0,44*	-0,57*
	Валютний курс (за 1 USD) (ExR)				
	Реальна процентна ставка (RIR)	-0,13*	0,005		-0,04
	Зростання грошової маси M2 (MS)				
	Прямі іноземні інвестиції (FDI)	$1 \times 10^{-11} *$	$0,02 \times 10^{-11} *$		$0,6 \times 10^{-11} *$
	Валові національні заощадження (GrS)	-0,06***		-0,06**	
	Коефіцієнт кореляції моделі (r)	0,99	0,99	0,99	0,99
	Коефіцієнт детермінації моделі (R ²)	0,96	0,97	0,98	0,95
	Значущість F моделі (F sign)	0,006*	0,003*	0,003*	0,01*

Примітка: показник *значущий при 1%; **значущий при 5%; ***значущий при 10%.

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

фондового ринку Індії.

Реальна процентна ставка відображає двозначні результати. З іншого боку, ВВП, рівень безробіття та обсяги прямих іноземних інвестицій є найкращими макроекономічними визначниками індійського ринку цінних паперів. Між прямими іноземними інвестиціями та показниками фондового ринку існує пряма залежність, що означає, що інвестиції з – за кордону перш за все впливатимуть на зростання ринку цінних паперів, при цьому цей вплив є доволі значним. З Іншого боку, ВВП негативно корелює з індійським фондовим ринком, що можливо означає зростання заради зростання. Лише у випадку з обсягом ринку напрям взаємозв'язку є прямим.

Рівень безробіття відображає стійкий негативний вплив на індійський ринок цінних паперів, що цілком відображає теоретичні уявлення про цей показник. Валові заощадження як частка ВВП також справляють негативний вплив на фондовий ринок країни. Це може означати, на думку автора, що додаткові заощадження, що генеруються в країні перш за все спрямовуються у інші галузі економіки або банківську сферу.

Щодо інституційних показників, то можна стверджувати, що вони справляють набагато сильніший вплив у багатофакторних моделях на комплексні показники фондового ринку Індії, ніж макроекономічні показники. Як і у випадку з Бразилією, там де макропоказники спричиняють максимум зростання на десятки відсотків, інституційні на сотні і більше. Зокрема, ефективність державного управління та верховенство права, а також деякою мірою регулятивна якість дуже потужно і прямо впливають на зростання розміру індійського фондового ринку. Тоді як право голосу та свобода слова дещо менше, проте тим не менш помітно впливають на ліквідність ринку цінних паперів.

Автор вважає, що покращення якості державного управління та регулювання і верховенства права, а також боротьба з корупцією та порушенням прав громадян в країні мали б сильний позитивний ефект на розвиток ринку цінних паперів та загалом національної економіки Індії. Усі

коефіцієнти детермінації, а також значення r та значущість F вказують на те, що ці моделі не є випадковими математичними відхиленнями і їх слід сприймати як такі, що відображають реальну ринкову ситуацію.

На думку автора, зазначене вище може бути аргументом на користь гіпотези: як і у Бразилії, у Індії інституційне середовище є більш важливими для розвитку ринку цінних паперів. З цього можна зробити висновок, що, очевидно, покращенню саме інституційного середовища у цих країнах приділяють не достатньо уваги.

Доцільно продовжити дослідження на прикладі економіки Китаю. Останнім десятиліттям Китай став одним з локомотивів світової економіки. Саме тому його ринок цінних паперів мав би сильно впливати на міжнародне фінансове середовище. Дослідження впливу аналогічних показників на ринок цінних паперів країни дасть можливість зрозуміти чи підтверджує Китай гіпотезу.

Тож проведено аналогічний парний кореляційний аналіз. Результати відображені у Додатку С.

З додатку С не можна зробити однозначних висновків щодо визначального впливу певної групи показників. Можна лише стверджувати, що між комплексними визначниками ринку цінних паперів Китаю та інституційним середовищем існує взаємозв'язок, тобто інституційні фактори таки впливають на цей ринок. З іншого боку, макроекономічні чинники, ВВП та іноземні інвестиції, зокрема, також мають помітний вплив на динаміку фондового ринку країни. Для більш детального аналізу проведено багатофакторний аналіз як і у попередніх моделях.

Найкращі результати кореляційного взаємозв'язку подано у таблиці (табл. 2.8). В даному випадку можна констатувати, що інституційне середовище є набагато кращим визначником ринку цінних паперів Китаю, ніж макроекономічне середовище.

Множинні лінійні кореляційні моделі залежності комплексних визначників ринку цінних паперів Китаю та відповідних макроекономічних та інституційних показників

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Log Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Log Кількість лістингових компаній	Log Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Log Відношення обороту ринку ЦП до ВВП
	Нульовий коефіцієнт регресії (a_0)	-4,94**	2,55*	2,94***	-19,07*
	Контроль за корупцією (CoC)				
	Регулятивна якість (RQ)		0,42*	-1,39**	
	Політична стабільність (PS)	0,27		1,15**	
	Ефективність державного управління (GE)	3,29*			3,89*
	Верховенство права (RoL)			1,08*	2,66*
	Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)				
	ВВП (GDP)		$0,006 \times 10^{-11} *$	$0,006 \times 10^{-11} *$	$0,02 \times 10^{-11} *$
	Рівень Інфляції (ICП) (CPI)	-0,11*	-0,02*		
	Рівень безробіття (UR)	-0,26**	-0,09*	-0,61*	
	Валютний курс (за 1 USD) (ExR)				0,66*
	Реальна процентна ставка (RIR)		-0,01**		0,06*
	Зростання грошової маси M2 (MS)	-0,04**	-0,003	-0,01	-0,02*
	Прямі іноземні інвестиції (FDI)				
	Валові національні заощадження (GrS)				
	Коефіцієнт кореляції моделі (r)	0,98	0,99	0,98	0,99
	Коефіцієнт детермінації моделі (R²)	0,90	0,99	0,85	0,99
	Значущість F моделі (F sign)	0,007*	0,0005*	0,04**	0,0006*
Примітка: показник *значущий при 1%; **значущий при 5%; ***значущий при 10%.					

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Так, як і у моделях Бразилії та Індії, у Китаю макропоказники спричиняють максимум зростання на десятки відсотків, тоді як інституційні на сотні і більше відсотків. Автор вважає, що це є підтвердженням гіпотези про країни з ринками, що розвиваються.

Найкращими інституційними визначниками фондового ринку Китаю є політична стабільність, ефективність державного управління та верховенство права. Саме покращення цих елементів інституційного середовища, на думку, дасть можливість Китаю значно покращити ситуацію фондового ринку, розширити його, підвищити його ліквідність. З іншого боку, регулятивна якість не дає однозначних результатів, тоді як контроль за корупцією та свобода слова жодним чином не корелюють з комплексними показниками. Економіка Китаю має свою специфіку, адже спосіб управління цією державою свідчить про значною мірою ігнорування інституційної складової розвитку національної економіки. Саме тому, очевидно, покращення інституційного середовища так сильно впливатиме на фондовий ринок країни.

Щодо макроекономічних показників, то прямі іноземні інвестиції та рівень валових заощаджень вперше в дослідженні жодним чином не впливають на ринок цінних паперів. Можливо це є наслідком ручного до певної міри управління китайською економікою. Проте було виявлено, що ВВП, рівень безробіття, а також зростання грошової маси, тобто показники якими доволі складно спекулювати, є надійними визначниками фондового ринку країни. Так, зростання ВВП позитивно впливатиме на комплексні показники. Щодо рівня безробіття та грошової маси, то напрям їх взаємозв'язку зворотній. Якщо ситуація з рівнем безробіття є цілком зрозумілою, адже це цілком теоретично обґрунтовано, то у випадку з грошовою масою напрям взаємозв'язку є незвичним і вперше його зустрічаємо у дослідженні.

Автор вважає, що зворотній взаємозв'язок можливо означає наявність часового лагу між зростанням грошового агрегату в національній економіці та моменту, коли передавальний механізм монетарної політики справді

спричинить очікуваний ефект. Як і у випадку з США, такий лаг може становити кілька років. Це доволі цікавий феномен і потребує додаткового дослідження.

Моделі є доволі статистично значущими, окрім як у першій та третій моделі взаємозв'язку різноманітних чинників з показником ліквідності (відношення обороту до капіталізації) та розміру (капіталізація до ВВП). У першому випадку коефіцієнт детермінації становить 85%, в іншому – 90%. Цей результат є дуже хорошим, проте автор вважає, що це означає, що існує ще якийсь показник, чи група показників, які сильно впливають на ринок цінних паперів Китаю, але які у даному дослідженні не враховані. Саме вони і становлять цих 10 – 15% різниці. На думку автора, це є предметом окремого дослідження і потребує теоретичного обґрунтування з точки зору національної економіки Китаю.

Доцільно продовжити дослідження на прикладі Південної Африканської Республіки. Вона становить для нас інтерес, оскільки є визнаним регіональним лідером, а її ринок цінних паперів розвивається швидкими темпами – одними з найвищих серед країн, що розвиваються. Аналіз парної регресії комплексних показників ринку цінних паперів ПАР та інституційних і макроекономічних показників подано у Додатку Т.

Парні моделі у додатку Т вказують на те, що на комплексні чинники впливають як інституційні, так і макроекономічні чинники. З таблиці видно, що інституційне середовище все ж краще корелює з ринком цінних паперів ПАР, ніж макроекономічні показники. Проте деякі з макроекономічних показників теж демонструють сильний вплив на фондовий ринок. Це і ВВП, і рівень інфляції, і рівень безробіття та валютний курс. Тому поки що не можна підтвердити гіпотезу. Для її глибшої перевірки побудовано множинні моделі. Багатофакторні моделі подані у таблиці (табл. 2.9).

Результати множинного регресійного аналізу відображають картину, яка вже спостерігалась в інших країнах, що розвиваються: інституційне середовище сильніше впливає на комплексні чинники ринку цінних паперів ПАР, ніж макроекономічні.

Множинні лінійні кореляційні моделі залежності комплексних визначників ринку цінних паперів ПАР та відповідних макроекономічних та інституційних показників

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Log Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Log Кількість лістингових компаній	Log Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Log Відношення обороту ринку ЦП до ВВП
	Нульовий коефіцієнт регресії ($a\theta$)	14,25*	-2,31*	0,39**	4,06**
	Контроль за корупцією (CoC)			0,14*	
	Регулятивна якість (RQ)				-0,28
	Політична стабільність (PS)		0,66*		
	Ефективність державного управління (GE)	-0,36			
	Верховенство права (RoL)			0,33*	
	Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	2,36*	0,53**		0,91***
	ВВП (GDP)	$-0,02 \times 10^{-11} *$	$-0,2 \times 10^{-11} *$	$0,03 \times 10^{-11} *$	$0,1 \times 10^{-11} **$
	Рівень Інфляції (ІЦЦ) (CPI)	-0,06*	0,01*	0,04*	
	Рівень безробіття (UR)	-0,13*	-0,10*		-0,18*
	Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	0,04**			
	Реальна процентна ставка (RIR)		-0,03*	-0,06*	
	Зростання грошової маси M2 (MS)			-0,0007***	-0,01**
	Прямі іноземні інвестиції (FDI)				$0,9 \times 10^{-11} ***$
	Валові національні заощадження (GrS)				
	Коефіцієнт кореляції моделі (r)	0,99	0,99	0,99	0,99
	Коефіцієнт детермінації моделі (R²)	0,97	0,99	0,99	0,99
	Значущість F моделі (F sign)	0,005*	0,001*	0,0001*	0,001*
Примітка: показник *значущий при 1%; **значущий при 5%; ***значущий при 10%.					

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Найкращими інституційними визначниками є право голосу і свобода слова, а також дещо слабший зв'язок демонструють політична стабільність та верховенство права і контроль корупції. Автор вважає, що покращення свободи слова та вища політична стабільність у країні могли б сприяти розвитку фондового ринку ПАР.

З іншого боку, макроекономічні визначники теж впливають на фондовий ринок ПАР, проте не так сильно як інституційне середовище. Найкращими визначниками є ВВП, рівень інфляції та безробіття, а також дещо меншою мірою зростання грошової маси та реальна процентна ставка. Варто зазначити, що рівень валових заощаджень взагалі не є визначником фондового ринку ПАР, а прямі іноземні інвестиції та валютний курс не сильно впливають на нього.

Напрямок впливу рівня інфляції та безробіття на комплексні показники є негативним, а тому цілком відповідає теоретичним уявленням, тоді як вплив ВВП є неоднозначним. Він негативно впливає на розміри ринку, проте позитивно на ліквідність фондового ринку країни. Можливо поясненням є специфіка показників, адже у першій моделі відношення капіталізації та ВВП, динаміка показника перш за все визначається зменшенням ВВП, а не зростанням капіталізації. Таким чином, ВВП могло більше корелювати зі зменшенням себе безпосередньо, ніж зростанням капіталізації. Не можна, таким чином, вважати його надійним визначником, хоча усі результати моделі є статистично значущими.

Негативний вплив реальної процентної ставки цілком відповідає теоретичним очікуванням щодо ринку цінних паперів. Тоді як зростання грошової маси, як і у Китаю, демонструє зворотну залежність. Це може означати, що існує певний часовий лаг як і у США. Цим і пояснюється зворотний взаємозв'язок.

Усі статистичні критерії адекватності моделей підтверджують їх значущість, а тому в нас немає сумнівів щодо відповідності даних моделей реальності.

Як видно усі країни з ринками, що розвиваються демонструють, що для них вплив інституційного середовища є визначальним, а макроекономічні показники є лише додатковими чинниками. Пропонуємо для контролю результатів обрати одну країну з ринками, що розвивається, проте не є членом БРІКС – Україну. Її ринок цінних паперів не є настільки розвиненим як у проаналізованих країнах, проте інституційне середовище також ще формується, а тому вона може бути відмінною контрольною моделлю для гіпотези.

Слід перш за все підкреслити, що інституційне середовище України є дуже слабким: усі критерії інституційної оцінки є від’ємними, що свідчить про середньонизький розвиток інститутів. Ринок цінних паперів країни також поступається розмірами та ліквідністю навіть країнам БРІКС.

Результати парного економетричного аналізу впливу інституційних та макроекономічних показників на ринок цінних паперів України відображено у Додатку У.

Аналізуючи парні моделі у додатку У лише можна стверджувати, що детермінантами ринку цінних паперів України є як інституційні, так і макроекономічні чинники. Не можна стверджувати, що одна з груп цих чинників справляє сильніший чи слабший вплив на фондовий ринок країни.

Для перевірки гіпотези побудовано множинні економетричні моделі. Найбільш статистично вдалі з них подані у таблиці (табл. 2.10).

Як видно з таблиці, в Україні інституційні чинники відіграють набагато важливішу роль для розвитку ринку цінних паперів, ніж макроекономічні. До прикладу, тоді як макроекономічні показники справляють, у різних випадках, мізерний вплив на рівні кількох відсотків чи навіть десятих відсотка, покращення інституційного середовища може збільшити ринок цінних паперів на сотні відсотків. Тобто спостерігається ситуація аналогічна до вже проаналізованих країн, що розвиваються. Тільки у випадку з Україною цей розрив між впливом макроекономічного та інституційного середовища є ще більшим та виразнішим.

Таблиця 2.10

Множинні лінійні кореляційні моделі залежності комплексних визначників ринку цінних паперів України та відповідних макроекономічних та інституційних показників

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Log Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Log Кількість лістингових компаній	Log Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Log Відношення обороту ринку ЦП до ВВП
	Нульовий коефіцієнт регресії (a_0)	-13,86*	0,74***	-32,59**	7,34*
	Контроль за корупцією (CoC)	4,12*	0,67*	8,02**	
	Регулятивна якість (RQ)	5,75*	0,20		
	Політична стабільність (PS)				
	Ефективність державного управління (GE)				1,70*
	Верховенство права (RoL)	1,72***			3,86*
	Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)				
	ВВП (GDP)	0,1 x10 ⁻¹¹ ***		3,7 x10 ⁻¹¹ ***	1,1 x10 ⁻¹¹ *
	Рівень Інфляції (ICП) (CPI)		-0,002**	-0,05**	
	Рівень безробіття (UR)			1,85	
	Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	0,25*			
	Реальна процентна ставка (RIR)				
	Зростання грошової маси M2 (MS)		0,001***	0,01***	0,01*
	Прямі іноземні інвестиції (FDI)				-6,1 x10 ⁻¹¹ *
	Валові національні заощадження (GrS)	-0,08*	-0,01*	-0,08*	-0,06*
	Коефіцієнт кореляції моделі (r)	0,99	0,99	0,97	0,99
	Коефіцієнт детермінації моделі (R ²)	0,94	0,98	0,84	0,98
	Значущість F моделі (F sign)	0,003*	0,001*	0,05**	0,003*

Примітка: показник *значущий при 1%; **значущий при 5%; ***значущий при 10%.

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

З іншого боку, деякі з макроекономічних визначників дуже добре визначають динаміку комплексних чинників фондового ринку країни. Так, найкращими його макроекономічними детермінантами є ВВП, рівень інфляції, зростання грошової маси та рівень валових заощаджень як частка ВВП. Зокрема, ВВП майже не спричиняє збільшення розміру ринку цінних паперів, проте його зростання сильно підвищує ліквідність ринку, що пов'язано з підвищенням ринкової активності при зростанні ВВП у будь – якій державі, в Україні зокрема. Рівень інфляції та зростання грошової маси цілком очікувано впливають на ринок цінних паперів – напрям взаємозв'язку відповідає теоретичним уявленням про нього. Зростання валових заощаджень негативно впливає на фондовий ринок, з чого зроблено висновок про те, що, очевидно, нові заощадження не спрямовуються на ринок цінних паперів, а залишаються в банках або інвестуються у інші джерела прибутку. Прямі іноземні інвестиції також оминають ринок цінних паперів, на що вказує зворотний взаємозв'язок впливу іноземних інвестицій на показники ліквідності. Реальна процентна ставка взагалі не є детермінантом фондового ринку в Україні.

Щодо інституційних чинників, то найкращими визначниками ринку є показник контролю за корупцією, регулятивна якість та верховенство права. Ефективна боротьба з корупцією у поєднанні з захистом прав людей та інвесторів та розумною політикою регулювання ринковою системою дали б Україні можливість потужно розвинути ринок цінних паперів – на сотні відсотків збільшивши ринок та покращивши його ліквідність. Як не дивно, проте політична стабільність та право голосу і свобода слова виявились не найкращими інституційними детермінантами ринку цінних паперів України.

Майже усі моделі є статистично значущими з високими значеннями коефіцієнта детермінації. Лише у третій моделі, у якій оцінювався вплив зазначених показників на вимір ліквідності ринку цінних паперів, коефіцієнт детермінації становив 84%. Автор вважає, що існує ще якийсь показник, що пояснює динаміку показника ліквідності фондового ринку України, проте тут

він не був врахований. Саме цей показник (чи показники) і становлять решту 16%.

Підсумовуючи другу частину аналізу, можемо констатувати, що:

- як інституційні, так і макроекономічні показники впливають на ринок цінних паперів обраних країн, що розвиваються;
- результати парної кореляції підтверджують, що вплив інституційних чинників наявний у всіх країнах, що розвиваються, хоча макроекономічне середовище також має певний вплив;
- результати множинної кореляції підтверджують очікувані результати, оскільки в усіх проаналізованих країнах інституційні показники помітно краще пояснюють динаміку комплексних показників ринку цінних паперів, ніж у розвинутих країнах;
- для України, яку проаналізовано з метою контролю результатів, результати є ще більш вражаючими: інституційне середовище впливає на її ринок цінних паперів навіть сильніше, ніж в проаналізованих країнах БРІКС.

Автор вважає за необхідне сформулювати висновки у контексті порівняння розвинутих країн та країн, що розвиваються у розрізі чинників, що впливають на їх ринки цінних паперів. Результати підтвердження або відкидання гіпотез представлено у таблиці 2.11.

На підставі зазначеного вище, автор вважає, що цілком справедливо вважати, що власне інституційне середовище є більш важливим для розвитку міжнародного ринку цінних паперів країн, що розвиваються, ніж макроекономічне середовище: майже у всіх випадках результати емпіричного аналізу вказують на більшу силу впливу інституційних визначників, ніж макроекономічних. Як загальне правило, що менш розвиненою є країна, то більш важливим для розвитку її ринку цінних паперів є інституційне середовище. Автор вважає, що це є важливий знак для урядів країн, що розвиваються, адже надає уявлення про те в якому напрямку слід проводити реформи для покращення стану фінансового ринку та ринку цінних паперів у країні.

З іншого боку, автор відкидає гіпотезу що розвинутих країн, адже інституційне середовище або відіграє однакову роль з макроекономічним, або є навіть важливішим.

Таблиця 2.11

Висновки щодо важливості макроекономічних та інституційних визначників ринку цінних паперів досліджуваних 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

Джерело: Створено автором на основі результатів аналізу у Таблицях 2.2-2.10

Відповідно, країни, що розвиваються повинні також звертати увагу на вдосконалення свого інституційного середовища.

2.3 Порівняльний аналіз систем регулювання міжнародного ринку цінних паперів у розвинутих країнах та у країнах, що розвиваються

Останніми десятиліттями у Західній економічній думці все більш актуальним стає питання того, яким чином можна стимулювати розвиток економіки в країнах, що розвиваються. В цьому контексті було запропоновано два підходи, що є, на думку автора, двома сторонами однієї медалі. Перший

підхід передбачає зміну політичної системи держави на більш демократичну, яка б захищала права власності. Другий підхід виходить з того, що політична система не є визначальною: важливою є акумуляція людського капіталу, що буде стимулювати розвиток економіки [147, с. 275]. Обидва ці підходи мають рацію. Проте з погляду автора, перше є лише наслідком другого, вони навряд можуть розвиватись разом. Зокрема, С. Джанков та інші вважають, що власне людський капітал, тобто його якість, є глибинними визначниками інституцій, що встановлюють обмеження для суспільства [148, с. 614]. З цього можна зробити висновок про те, що основа «піраміди інституцій», тобто традиції та звичаї, значною мірою визначаються рівнем розвитку людей в тій чи іншій країні. Є доволі логічним твердження про те, що освічені люди мають більше бажання творити та розвивати, ніж нищити та воювати. В такому випадку можна підсумувати, що захист прав людей та інвесторів може бути, в принципі, здійснений не лише у демократичних державах, але й в авторитарних (до прикладу, Китай). З цього випливає, що основою розвитку та еволюції інституцій є власне людський капітал. Саме він дає можливість державі досягнути певного рівня розвитку і лише тоді розглядати можливість введення правових обмежень в стилі демократії.

З іншого боку, коли суспільство, або людський капітал наявний у тій чи іншій державі, досягнув певного рівня розвитку, зокрема такого, що використовує або намагається використовувати усі блага ринкової економіки, то таку діяльність слід поставити у певні рамки. В іншому випадку, якщо система відсутня, розвиток не буде благом, а лише хаосом. Це стосується і міжнародного ринку цінних паперів. Держава та відповідні органи повинні якимось чином організувати діяльність на цьому ринку для уникнення хаосу та мінімізувати ту волатильність, яку потенційно несуть в собі макроекономічні та інституційні чинники, адже часто ринковий механізм може давати збій. Але держава в ринкових умовах не може напряму регулювати економічну кон'юнктуру. Проте носіями інституційних змін на міжнародному ринку цінних паперів є перш за все його учасники: саме вони приймають рішення в

залежності від економічної кон'юнктури – показників макроекономічного та інституційного середовища. Тому єдиним виходом є створення системи, яка, як фільтр, буде регулювати діяльність цих учасників (рис. 2.2). Іншим питанням є ефективність такого регулювання у різних країнах, адже вона не завжди однакова. Проте в результаті такого регулювання, показники ринку цінних паперів є відносно стабільними та передбачуваними та створюють благо, а не хаос.

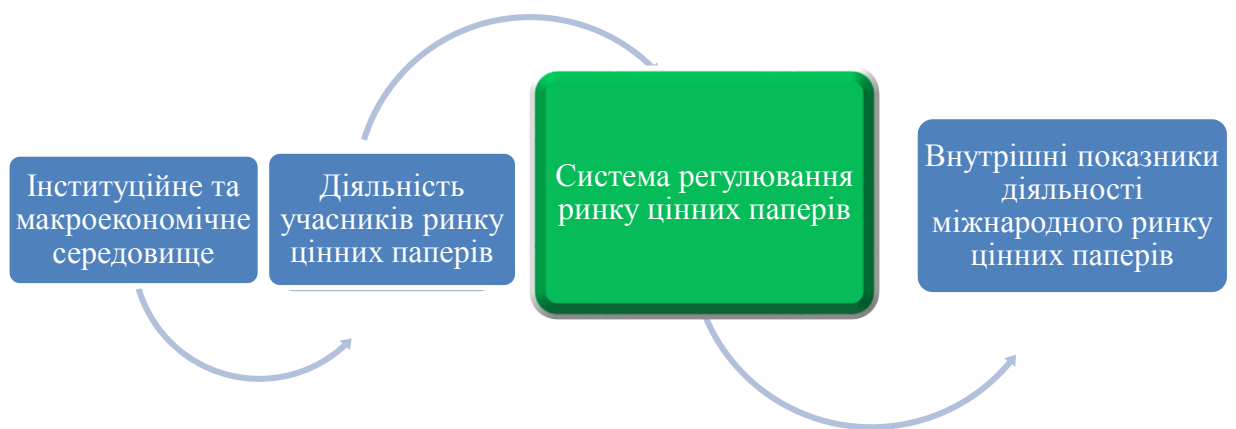


Рис. 2.2. «Фільтр» регулювання на ринку цінних паперів

Джерело: Створено автором

У попередньому розділі було визначено та підтверджено важливість інституційного середовища для розвитку міжнародного ринку цінних паперів як у розвинутих країнах, так і у тих, що розвиваються. Виникає питання: яким чином слід розвивати це інституційне середовище?

На думку автора, інституційне середовище буде саме собою еволюціонувати з часом, як і люди, що є користувачами або носіями цих інституцій. Проте передумови для такої еволюції виникнуть лише у випадку, якщо держава правильно регулює відповідний ринок, в даному випадку, цінних паперів. В такому випадку, 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. Саме тому важливо розглянути яким чином діє система регулювання ринку цінних паперів у досліджуваних країнах. Адже фактично регулятори ринку являють собою інститути, що спрямовують діяльність ринку у певному руслі.

Вважалось, що будь – які реформи ринку цінних паперів у країнах, що розвиваються, перш за все спрямовані на те, щоб система регулювання якомога більше стала подібною на ту, якою керуються у розвинутих країнах. Адже тенденції регулювання ринку цінних паперів спрямовувались у двох напрямках: з одного боку це фінансова лібералізація, що мала сприяти розширенню ринку та збільшенню ліквідності, яка була притаманна розвиненим ринкам, а з іншого – суворе пряме регулювання державою діяльності на фондовому ринку для уникнення системних ризиків, що було притаманне країнам, що розвиваються. Світова фінансова криза розкрила неспроможність систем розвинутих країн до виявлення системних та точкових ризиків, бо саме ринки цінних паперів розвинутих країн і їх економіки постраждали найбільше, тоді як деякі ринки, що розвиваються майже не постраждали. Це знову піднімає питання оптимальності системи регулювання ринку цінних паперів та напрямків її розвитку. Проте, це питання є надто складним і, на думку автора, однієї ідеальної моделі не існує: у кожній країні свої особливості і свої методи їх регулювання. У цьому розділі автор порівнює системи регулювання ринку цінних паперів обраних розвинутих країн та країн, що розвиваються. Проте для початку слід визначити, що є регулювання ринку цінних паперів та які його принципи.

Міжнародна організація комісій з цінних паперів (*International Organisation of Securities Commissions — IOSCO*), що є міжнародною організацією, яка налічує більше 200 членів та об'єднує комісії з цінних паперів більшості країн світу і є авторитетним дорадчим органом з питань наднаціонального регулювання міжнародного ринку цінних паперів, визначає

регулювання ринку цінних паперів. У міжнародному розумінні, регулювання ринку цінних паперів – це система заходів спрямованих на контроль емісії та торгівлі цінними паперами учасниками на первинних та вторинних ринках, а також ринкових посередників [149, с. 6]. Ці заходи спрямовані на досягнення певних цілей [150, с. 822 – 825]:

- усунення асиметрії інформації між учасниками торгівлі на ринку на основі забезпечення вчасного розкриття всієї необхідної та правдивої інформації для прийняття інвестиційних рішень;
- захист прав інвесторів, зокрема від потенційного шахрайства або злочинних зазіхань;
- підтримка ефективності фінансової системи та забезпечення її безпеки;
- підтримка конкуренції, створення однакових «правил гри» для усіх учасників ринку, а також формування справедливих цін в результаті взаємодії попиту та пропозиції;

З наведеного вище стає зрозуміло, що сьогодні регулятори фондового ринку не стільки зосереджуються на тому, щоб визначити потенційні ризики для інвестора та попередити їх, скільки забезпечити такий рівень розкриття інформації, який надасть можливість інвестору самостійно приймати рішення чи є така угода ризикованою чи ні.

Ромашко вирізняє дві моделі регулювання ринку цінних паперів, а автор вважає за доцільне виділити третю [22, с. 44]:

1. Централізована модель – функція регулювання покладена переважно на державні органи та спеціалізовані державні установи, що проводять нагляд.
2. Модель саморегулювання – значна частка функцій регулювання передається саморегулювальним організаціям за якими вже здійснює нагляд та контроль держава.
3. Змішана модель – поєднує централізоване керівництво та дублювання функцій центрального регулятора саморегульованими організаціями.

Сучасний міжнародний ринок цінних паперів все більше відходить від старої моделі та все більше повноважень передається спеціалізованим

інститутам, що є професійними учасниками ринку – фондовим біржам, фондам, позабіржовим торговельним системам тощо. Вони визначають не лише мінімальні вимоги, яким повинні відповідати учасники ринку для того, щоб могли торгувати на ринку, але, зазвичай, ще й мають свій власний кодекс етичних правил та традицій; хоча останні не є державними директивами, їх поважають та виконують усі учасниками ринку. У різних країнах склалась своя традиція та методи регулювання ринку, оскільки інститути у кожній країні розвиваються та набувають нових ознак, що проявляються через нові функції. Запропоновано розглянути систему регулювання ринку цінних паперів у розвинутих країнах та країнах, що розвиваються.

Перш за все варто розглянути ринок цінних паперів США, оскільки він вважається одним з найпотужніших ринків у світі, хоча саме звідси і розпочалась свого часу світова фінансова криза. Загалом ринок цінних паперів США регулюється на трьох законодавчих рівнях [151, с. 3-4]:

1. *Федеральні закони та директиви, Комісія з цінних паперів (SEC)*. Це найвищий рівень регулювання, де основним органом регулювання є Комісія з цінних паперів та бірж США. І хоча юрисдикція *SEC* є дещо обмеженою на деяких сегментах ринку цінних паперів США, загалом саме вона забезпечує захист прав інвесторів та системну ефективність ринку цінних паперів як цілого. Для цього вона створює директиви та правила, базуючись на законах щодо ринку цінних паперів, що були прийняті Конгресом. *SEC* також здійснює нагляд за органами регулювання нижчого рівня, а також за саморегулювальними організаціями.

2. *Закони штатів та органи регулювання ринку цінних паперів штату*. Закони, що приймаються окремими штатами повинні цілком і повністю відповідати вимогам *SEC* та федеральним законам. Завданням органів регулювання штатів є нагляд за тими суб'єктами ринку, що не зареєстровані у *SEC*, а також пошуком та наглядом за потенційними шахрайськими діями. Саме органи штатів ініціюють кримінальні провадження та застосовують санкції *SEC*

у випадку наявності порушень. Фактично їх основним завданням є забезпечення виконання директив SEC та утримання порядку на місцях.

3. *Саморегулювальні організації*. Вони визначають правила та здійснюють нагляд за їх виконання для своїх членів. Звичайно, ці правила повинні цілком відповідати директивам SEC, а також місцевим і федеральним законам, проте саморегулювальні організації також можуть створювати і свої власні обмеження. Такі додаткові обмеження повинні бути затверджені у SEC, оскільки остання напряму наглядає за діяльністю саморегулювальних організацій. До саморегулювальних організацій у США відносять національні фондові біржі (*NYSE, NASDAQ* тощо), а також національні асоціації брокерів і дилерів (*FINRA – Financial Industry Regulatory Authority*).

Як видно, першу роль у регулюванні в США грає SEC, проте безпосереднє регулювання на місцях виконується зазвичай саморегулювальними організаціями, яким делегуються функції регулювання. Система регулювання ринку цінних паперів США перш за все зосереджена на нагляд за брокерами, дилерами та фондовими біржами, а також SEC вимагає реєстрації усіх альтернативних торговельних систем [151, с. 7].

Мета та цілі регулювання декларується такими ж, як і у інших країнах світу та відповідає стандартам *IOSCO*. Згідно з останнім звітом *FSB (Financial Stability Board)*, США максимально забезпечує виконання принципів та стандартів *IOSCO* з регулювання ринку цінних паперів [152, с. 3]. Система регулювання США серед інших звичних принципів особливо визначає важливість розкриття інформації про ціни для усіх заявок будь – якого обсягу. Це вважається запорукою захисту прав інвесторів та стимулюванням конкуренції [151, с. 16].

На ринку цінних паперів США брокери та дилери, що є основними посередниками на ринку, повинні відповідати певним наперед визначеним умовам щодо надійності їх репутації. Важливо підкреслити, що SEC безпосередньо не проводить такої оцінки: для цього є відповідні закони та директиви федерального законодавства США. З іншого боку, у випадку

фондових бірж та їх асоційованих членів не існує жодних вимог щодо репутації чи їх професійного рівня: вважається, що ринок може самостійно це визначити, оскільки держава вже створила усі передумови для надання повної інформації щодо таких організацій [151, с. 17-18]. До брокерів та дилерів держава також висуває певні організаційні вимоги, що зосереджуються на їх потенційній можливості вести бізнес, відповідальності перед клієнтом, повній відповідності бухгалтерським та адміністративним стандартам США. Брокери та дилери також зобов'язані відповідати мінімальним вимогам щодо наявного в них капіталу. Згідно з законодавством США, «брокер – дилер повинен постійно володіти таким обсягом ліквідних активів, який надасть йому можливість задовольнити усі вимоги його клієнтів у випадку негайного виходу з бізнесу», а тому відповідно до типів цінних паперів якими торгує дилер-брокер, існують певні мінімальні вимоги щодо капіталу.

Водночас, для фондових бірж висуваються вимоги забезпечення дисципліни та стимулювання проведення справедливих та прозорих трансакцій, при цьому поки останнє виконується держава не втручається у внутрішню політику бірж та подібних організацій. Проте для того, щоб отримати статус саморегулювальної організації біржа повинна довести, що забезпечує дисципліну та має необхідні механізми для виявлення спроб шахрайства та їх попередження [151, с. 19-20]. Вимоги до лістингу фондові біржі встановлюють самостійно.

Крім цього, в США до посередника висуваються вимоги щодо захисту прав інвесторів, що досягаються трьома основними вимогами: рекомендацій щодо справедливої торгівлі, правдивих і неупереджених рекомендацій брокера-дилера клієнту та вимоги щодо виконання вказівок клієнта за найкращими можливими умовами в даній ситуації [151, с. 22-24].

Система регулювання ринку цінних паперів країн Європейського союзу є дещо подібною до США, проте має свої особливості. Так, у системі законів ЄС існує один універсальний закон, що регулює діяльність на ринку цінних паперів усіх країн – членів: це *MiFID (Market in Financial Instruments Directive)* або

Директива щодо ринку фінансових інструментів ЄС. Ця Директива визначає загальні правила та принципи діяльності на ринку цінних паперів і повинна бути перенесена на законодавство країн – членів шляхом затвердження окремих законів [151, с. 2].

В ЄС не існує універсального органу нагляду за діяльністю учасників ринку цінних паперів (як *SEC* у США), оскільки у кожній країні цим займається окремий орган (так, до прикладу, у Великій Британії це *FSA – Financial Service Authority*), а саморегулювальні організації не мають таких значних повноважень як у США: в ЄС їх функції зводяться лише до надання доступу до торгівлі на біржі та забезпечення чесної торгівлі – функції нагляду виконують виключно комісії з цінних паперів чи аналогічні органи країн – членів [151, с. 3]. Так, у Великій Британії взагалі фактично не існує саморегулювальних організацій у розумінні законодавства США, оскільки усі функції регулювання виконує *FSA*, що викликано тим, що фондовий ринок Великої Британії є набагато важливішим для країни, ніж у США [153, с. 25-28]. Якщо у США на біржах здійснюється зазвичай лише частина вторинної торгівлі цінними паперами, а основна емісія і загалом торгівля здійснюється на позабіржовому ринку, то у Великої Британії – саме фондова біржа є основною одиницею ринку де здійснюється й емісія. Без лістингу на біржі цінні папери не можуть бути продані публічно [150, с. 77].

Система регулювання ринку цінних паперів ЄС перш за все зосереджена на нагляд за інвестиційними фірмами, багатофункціональними торговельними площадками та фондовими біржами [151, с. 8]. Основними гравцями на ринку цінних паперів є ці три категорії учасників ринку, які також мають підкатегорії. У випадку ЄС, функції американських дилерів-брокерів тут виконують інвестиційні компанії. Багатофункціональними торговельні площадки є по суті альтернативою фондовим біржам, що були створені великими інвестиційними банками – це європейський варіант американських альтернативних торговельних систем (АТС).

Мета та цілі регулювання декларується такими ж, як і у інших країнах світу та відповідає стандартам *IOSCO*. Згідно з останнім звітом *FSB (Financial Stability Board)*, більшість країн ЄС максимально забезпечує виконання принципів та стандартів *IOSCO* з регулювання ринку цінних паперів [152, с. 3]. Окрім загальних цілей, ЄС також визначає метою регулювання «стимулювання конкуренції в межах єдиного ринку» та «гармонізація законодавства» про ринок цінних паперів кожним членом союзу. Останнє зазвичай означає, що країна – член може за певних визначених умов застосовувати власні обмеження [151, с. 14-15].

Для системи регулювання ЄС щодо захисту прав інвесторів характерною є класифікація клієнтів інвестиційними фірмами та іншими учасниками ринку. Якщо у США усі інвестори захищаються однаково, крім, можливо, деяких відмінностей для інституційних інвесторів, то в ЄС залежно від категорії в яку запише потенційного інвестора інвестиційна компанія, вони матимуть різний рівень захисту. Таких категорій є три: індивідуальні інвестори – рівень їх захисту – найвищий; професійні інвестори – ті, що мають достатньо знань і досвіду для прийняття самостійних інвестиційних рішень; та інші учасники – тобто інвестиційні фірми, страхові фонди, уряди держав, центральні банки тощо. Останні дві категорії захищаються приблизно однаково з невеликими відмінностями у застосуванні правил та обмежень для них.

Як і до брокерів – дилерів у США, до інвестиційних фірм у ЄС висуваються певні вимоги: вони повинні довести, що їх працівники є достатньо освіченими, існують також певні організаційні вимоги та вимоги щодо мінімального обсягу капіталу яким повинна володіти інвестиційна фірма в залежності від сфери діяльності якою вона бажає займатись, що також є відмінною рисою від ринку США [151, с. 17].

Важливо підкреслити, що аналогічні вимоги висуваються і до фондових бірж та альтернативних торговельних площадок, при цьому вимоги до них навіть суворіші, ніж до інвестиційних фірм, тоді як у США вважається, що ринок сам визначить репутацію біржі. На відміну від США, в яких *SEC*

самостійно не визначає чи достатньо висока репутація у потенційного посередника на ринку, у ЄС комісії держав – членів мають на це право та мають свої критерії оцінки репутації. У ЄС, однак, біржа всього лиш повинна довести, що вона здатна виявляти та повідомляти комісію з цінних паперів про можливі порушення, тоді як у США вона повинна вжити санкцій самостійно, що означає, що у США на біржі покладено більше відповідальності [151, с. 20]. Зокрема, у ЄС фондові біржі не мають такої незалежності щодо встановлення вимог до лістингу як у США: у Великій Британії, до прикладу, вимоги до лістингу визначаються відповідними законами та регулюються *FSA*.

Обсяги капіталу, якими повинна володіти інвестиційна фірма для проведення діяльності у ЄС визначається ризиком, який бере на себе посередник. Вимоги до захисту прав інвесторів в ЄС є аналогічними до США, просто, як вже згадувалось, в ЄС інвестори поділені на категорії. Щодо розкриття інформації до проведення торгів та після продажу, то регулятивні директиви ЄС в основному відповідають законам США: вимоги щодо розкриття інформації щодо торгівлі акціями є суворішими, тоді як облігації та деривативи регулюються пом'якшено. Аналогічно до США, щодо позабіржової торгівлі у ЄС, то регулятор майже не вимагає публічного розкриття інформації про купівлю – продаж до та після проведення операції.

Як видно, система регулювання ринку цінних паперів США та ЄС є доволі подібними, з незначною різницею у структурі регулювання. Система регулювання ринку цінних паперів Японії також не сильно відрізняється від вже розглянутих і загалом була створена на основі американського законодавства про ринок цінних паперів [150, с. 103].

Загалом структуру регулювання ринку цінних паперів можна назвати трирівневою. Найвищим у системі регулювання ринку є Закон про цінні папери та фондові біржі – саме він визначає порядок, види та обмеження щодо діяльності суб'єктів на ринку цінних паперів Японії. На другому рівні знаходиться Агентство фінансових послуг (*Financial Services Agency*) на яке в Японії покладено функцію повного контролю за фінансовою системою країни

(включно з банками). Фактично комісія з цінних паперів та фондових бірж Японії є лише одним з численних органів FSA Японії, який безпосередньо здійснює нагляд за учасниками ринку цінних паперів [154].

До функцій Комісії з цінних паперів та бірж Японії (*Securities and Exchange Surveillance Commission*) входить нагляд за чесністю проведення інвестиційними компаніями своєї діяльності, а також розслідування можливих порушень законодавства про ринок цінних паперів [154, с. 9]. Крім цього, останнім, та найнижчим, рівнем у системі регулювання ринку цінних паперів Японії є саморегульовані організації: тут у якості останніх виступають як фондові біржі, так і незалежні організації. Зокрема, Асоціація дилерів ринку цінних паперів Японії (*Japan Securities Dealers Association*) регулює діяльність усіх дилерів, що здійснюють свою діяльність як на біржовому, так і на позабіржовому ринку цінних паперів. Як біржі, так і незалежні саморегульовальні організації, мають право створювати власні обмеження, нагляд та накладати санкції у випадку їх порушення [153, с. 29].

Мета та цілі регулювання декларується такими ж, як і у інших країнах світу та відповідає стандартам *IOSCO*. Згідно з останнім звітом *FSB (Financial Stability Board)*, країна максимально забезпечує виконання принципів та стандартів *IOSCO* з регулювання ринку цінних паперів [152, с. 3].

Хоча система регулювання ринку цінних паперів Японії створювалась на основі аналогічної системи у США, фактично вона за своєю структурою більше подібна на систему регулювання Великої Британії. Так, Асоціація дилерів ринку цінних паперів Японії вповноважена проводити реєстрацію, навчання та оцінку репутації та професійних вмінь потенційних брокерів – дилерів [155, с. 14].

Законодавство в основному зосереджено на регулюванні діяльності дилерів – брокерів та фондових бірж. В Японії існують вимоги щодо розкриття інформації для потенційного інвестора, що базуються на принципах, подібних до тих, що застосовуються у США. Крім цього, до потенційних учасників ринку висуваються вимоги щодо мінімального обсягу наявного в них капіталу

для того, щоб мати можливість проводити операції, а також певні організаційні вимоги.

Важливо підкреслити, що вторинний, як і майже весь первинний ринок цінних паперів, зосереджений на біржах та торговельних площадках з доволі низькою часткою позабіржових операцій. Це зумовлено особливостями законодавства, що вимагає цього від емітентів [156, с. 11-12].

Якщо підсумувати, то системи регулювання ринку цінних паперів розвинутих країн є доволі подібними між собою: усі вони базуються на принципах *IOSCO*, усі мають певну структуру та базуються на певних законах. Відмінними вони є лише тим, що кожен ринок має свої особливості, а тому різні держави більше уваги приділяють та суворіше регулюють, очевидно, ті сегменти ринку, що історично проявили себе як такі, що можуть створювати проблеми та ризики для системи. Крім того, США та Японія більше покладаються на саморегульовальні організації, які виконують значну частину роботи центрального регулятора, тоді як в ЄС саморегульовані організації поставлені у дуже суворі межі діяльності, яку вони можуть проводити і майже все, включно з вимогами до лістингу, знаходиться у віданні центральних регуляторів та законодавства ЄС та країн – членів.

Доцільно коротко розглянути для порівняння системи регулювання ринків цінних паперів країн, що розвиваються. Для країн, що розвиваються, загалом є характерними гібридна модель регулювання: вона має на меті поєднувати суворе законодавство про ринок цінних паперів і централізоване регулювання ринку певним органом з активною роллю саморегульованих організацій [157, с. 454].

Спробою побудувати таку систему регулювання є ринок цінних паперів Китаю. Загалом уся діяльність на ринку цінних паперів регулюється Законом про ринок цінних паперів. Він також визначає функції та повноваження Комісії з цінних паперів та бірж Китаю (*CSRC – China's Securities Regulatory Commission*) [158, с. 51-54]. Зокрема, остання регулює ті сфери діяльності на ринку цінних паперів, що не визначені законом, оскільки ринок цінних паперів

Китаю постійно розвивається, а відтак появляються нові інструменти та ситуації, що не визначені в законодавстві. Відповідно, Комісія з цінних паперів та бірж Китаю має право законодавчої ініціативи та звітує напряду Державній Раді КНР (вищий виконавчий орган).

Проте загальна структура регулювання ринку цінних паперів Китаю є доволі подібною до США: існує єдиний закон про ринки цінних паперів та єдиний орган державного регулювання за виконанням цього закону; основна увага зосереджена на брокерах – дилерах та фондових біржах, тоді як доступ на ринок банкам суворо заборонено; функції *SEC* та *CSRC* є досить подібними; вимоги щодо розкриття інформації, захисту прав інвесторів та регулювання компаній, що здійснюють діяльність на ринку майже повністю відповідає США [159, с. 508-509].

З іншого боку, на відміну від США, Японії та навіть ЄС, де виконання комісією з цінних паперів своїх функцій здійснюються за посередництвом саморегулювальних організацій або певних бюрократичних процедур визначених у законодавстві, у Китаї *CSRC* напряду впливає на учасників ринку. Зокрема, остання вимагає повного лістингу на біржах Китаю усіх компаній та учасників ринку. Якщо комісія з цінних паперів вважає, що учасник порушує правила або піддає ризику ринок, вона має владу напряду позбавити цього учасника лістингу на біржі, а відтак і участі в ринку цінних паперів. Звичайно, компанію попереджають завчасно про таке і їй дають час для того, щоб вона могла виправити ситуацію та покращити свою діяльність [159, с. 499-500]. Таким чином, система регулювання ринку цінних паперів Китаю зосереджена не лише на нагляді за компаніями, що мають лістинг на фондовій біржі та дотриманні загальних принципів розкриття інформації за *IOSCO*, а фактично вона ще й є інструментом стимулювання конкуренції, а відтак і розвитку вітчизняної економіки шляхом відбору найкращих та найуспішніших компаній.

Саморегулювальні організації, як то біржі, також мають певні повноважені у системі регулювання ринку цінних паперів, проте не можна сказати, що їх роль є значною чи принаймні рівною до аналогічних організацій у США, ЄС та

Японії. У Китаї *CSRC* може напряду втручатись у структуру управління біржею та навіть звільняти голову ради директорів, якщо вважає за потрібне. Лістингові вимоги визначаються законодавство, як і операційні вимоги та вимоги щодо мінімального обсягу капіталу. Відповідно, роль саморегулювальних організацій в Китаї є значно обмеженою і зводиться лише до проведення навчання щодо етики торгівлі та операційних процедур на біржі. Вони також здійснюють нагляд та можуть інформувати Комісію про потенційні нелегальні практики, що застосовуються учасниками. Проте Комісія з цінних паперів та бірж завжди має останнє слово у питаннях регулювання та навіть політики фондових бірж [157, с. 469-470]. Можна підсумувати, що саморегулювання ніколи не було пріоритетом для держави, оскільки з зазначеного вище стає зрозуміло, що у фондових бірж ніколи не було стимулів для вироблення власної політики та покращення регулятивних заходів.

Справа в тому, що не варто забувати, що політична система Китаю значно відрізняється від демократичних систем розвинутих країн. Як би Китай не бажав повністю використати досвід регулювання ринку цінних паперів США у себе вдома, таке бажання завжди буде обмежуватись економічними, соціальними та політичними чинниками. До прикладу, цінні папери найбільших та найприбутковіших в Китаї компаній належать лише державі або контрольний пакет акцій такої компанії належить державі. Такі компанії зазвичай обслуговуються державними банками, тоді як вільний продаж їх цінних паперів є заборонений. Таким чином, лише близько 35% цінних паперів компаній є вільними до продажу на ринку цінних паперів [159, с. 509-510].

Таким чином, можна зробити висновок про те, що ринок цінних паперів Китаю насправді набагато більш зарегульований, ніж у розвинутих країнах – держава напряду та вручну втручається в усі аспекти діяльності учасників на ринку. Держава грає основну роль на ринку, при цьому цінні папери державних компаній до лістингу та вільного продажу не допускаються.

Система регулювання ринку цінних паперів Індії дещо відрізняється від усіх вище розглянутих своєю структурою. Так основою системи, як і у інших

країнах, є законодавство про ринок цінних паперів, що складається з п'яти різних актів.

Різниця полягає в тому, що їх виконання та нагляду розподілені між чотирма різними державними органами: Міністерством економічних справ, Міністерством у справах корпорацій, Резервним банком Індії та Комісією з цінних паперів та бірж Індії (*SEBI – Securities and Exchange Board of India*) [160, с. 8].

Зокрема, політику щодо ринку цінних паперів загалом визначає Міністерством економічних справ; Міністерством у справах корпорацій здійснює адміністрування та реєстрацію компаній на ринку цінних паперів; Резервний банк Індії здійснює нагляд за іноземними інвестиціями та інвестиційними потоками нерезидентів. Комісія з цінних паперів та бірж Індії (SEBI) фактично є ключовим регулятором на ринку, що здійснює регулювання діяльності учасників ринку, проводить розслідування та накладає санкції на порушників, вживає заходів для захисту прав інвесторів та має право реєструвати та регулювати діяльність фондових бірж [161, с. 15-17].

Основна увага регулятора на ринку цінних паперів Індії зосереджена на брокерів – дилерів та фондові біржі, адже, на відміну від багатьох інших держав, законодавство вимагає від компанії, що здійснює випуск цінних паперів обов'язково котирувати їх на фондовій біржі [162, с. 91-92]. Як і в США чи ЄС, для котирування на фондовій біржі компанія повинна розкрити інформацію про себе та свої цінні папери, а також відповідати певним організаційним вимогам, зокрема щодо заходів, що були вжиті для захисту прав потенційних інвесторів та вимог щодо мінімального доступного капіталу для проведення операцій. Вимоги до лістингу можуть погоджуватись компаніями та фондовою біржею, проте є мінімальні вимоги за виконанням яких слідкує сама SEBI, також існують вимоги щодо делістингу: у випадку якщо відбуваються певні події компанію автоматично буде виключено з лістингу біржі.

Важливо підкреслити, що на відміну від США чи Японії або навіть ЄС, Комісія з цінних паперів та бірж Індії має риси, що притаманні Китайській моделі регулювання: в Індії комісія напряму здійснює розслідування і має право відсторонити компанію або посередника від торгівлі самостійно, якщо так вважає за потрібне [162, с. 106-107].

Щодо саморегулювальних організацій, то тут вони майже не розвивались, оскільки за законодавством усі фондові біржі були просто неприбутковими організаціями, а тому в них не було стимулу до саморегулювання [162, с. 109]. Загалом як таких саморегулювальних організацій, в розумінні ринку США чи ЄС, в Індії немає: існують дві основні фондові біржі, що переймають на себе частково функції таких організацій, проте це здійснюється у взаємодії з Комісією з цінних паперів та бірж та останнє слово, як і в Китаю, завжди за нею. Таким чином, саморегулювання на ринку цінних паперів Індії обмежується лише біржами, хоча держава здійснює кроки в напрямку стимулювання виникнення таких організацій [163, с. 16].

З визначеного вище стає зрозуміло, що система регулювання ринку цінних паперів Індії є більш подібною до Китаю та визначає загальні риси регулювання на ринку, що розвивається: сильна позиція держави та ручне регулювання, тоді як ринковим силам дається менше можливості для прояву. З іншого боку, структура та завдання, що визначені Законодавством країни, як і в Китаю, нічим не відрізняється від ЄС, США чи Японії: вони покликані захистити інвесторів та стимулювати розвиток ринку.

Структура системи регулювання ринку цінних паперів Бразилії є доволі подібною до тієї, що представлена у США: існує базове центральне законодавство і закони, що регулюють діяльність учасників на ринку цінних паперів. Саме ці закони визначають існування Комісії з цінних паперів та бірж (*CVM – Comissao de Valores Mobiliario*) та її основні повноваження: загальне регулювання ринку цінних паперів країни, публічне регулювання фінансових інструментів, вимоги щодо лістингу на біржах та розкриття інформації, нагляд за діяльністю брокерів і посередників, а також параметри цінних паперів та

компаній, що можуть брати участь у торгівлі на ринку цінних паперів [164, с. 130]. Звичайно ж, законодавство та Комісія Бразилії, як і в інших країнах, перш за все існують для захисту прав інвесторів та стимулювання конкуренції на ринку.

Як і в Індії та Китаю, *CVM* Бразилії має право здійснювати розслідування неправомірної діяльності на ринку цінних паперів та накладати штрафи та заборони на діяльність [164, с. 131]. Загалом в Бразилії існує дві фондові біржі на яких і відбувається основна торгівля цінними паперами.

Основна увага регулювання ринку цінних паперів зосереджена на брокерах – дилерах та фондових біржах: загалом вимоги та організація ринку цінних паперів Бразилії була побудована на основі досвіду США, а тому дуже її нагадує.

Щодо саморегулювання, то на відміну від Індії та Китаю, у Бразилії створені широкі передумови для саморегулювання фондовими біржами, що більше подібні на ті, що створені у США та Японії. Так, станом на сьогодні дві основні фондові біржі Бразилії виконують низку функцій, які традиційно виконують Комісії: суворий нагляд, створення власних правил торгівлі та організаційних обмежень, а також обмежень щодо мінімального обсягу капіталу в межах Законодавства, перевірка та накладання санкцій. Фактично, саморегулювальні організації перейняли на себе значну частку функцій центрального регулятора. Крім того, існують саморегулювальні організації, що не є біржами, а просто асоціаціями учасників ринку цінних паперів (брокерів, дилерів, банків тощо), що проводять навчання, сертифікацію та виробляють відповідні кодекси поведінки в основному для тих, хто торгує на позабіржовому ринку [153, с. 30-31].

Загалом, система регулювання ринку цінних паперів Бразилії доволі різюче відрізняється від Індії та Китаю. Вона більше подібна на систему США, дає широкі можливості для саморегулювання учасниками ринку, а ручного втручання в ринок, як то у і інших країнах, що розвивається, тут майже не спостерігається.

На відміну від усіх попередніх розглянутих країн, у Південній Африці склалась своя, доволі особлива, система регулювання ринку цінних паперів. Справа в тому, що в країні відсутня Комісія з цінних паперів та бірж. Замість цього існує низка законів, що визначають поведінку учасників на ринку цінних паперів, а роль регулятора поділяється між Міністерством фінансів та фондовими біржами [165, с. 138-139]. В країні існує Організація фінансових послуг (*FSB – Financial Services Board*), проте в її функції входить нагляд не лише за ринком цінних паперів, а й усіх інших ринків капіталів, крім банківського. Вона є основним регулятором на ринку і є підзвітною до певної міри Міністерству фінансів.

Проте зрозуміло, що враховуючи масштабність завдань, що стоять перед регулятором, він не здатний сам виконувати усі функції. Тому значна частка його функцій на ринку цінних паперів передається саморегульованим організаціям, що мають доволі широкі повноваження: вони фактично виконують функції *FSB* на місцях як у США. У ПАР є три великі біржі; кожна з них має свої умови допуску та правила торгівлі, що можуть відрізнятись. Важливо підкреслити, що лістингові вимоги також встановлюються біржами самостійно, проте погоджуються з головним регулятором [166, с. 13-15].

Зрештою, цілі регулювання на ринку зовсім не змінилися: як і в усіх інших випадках, регулятори намагаються забезпечити захист прав інвесторів та справедливі і впорядковані умови торгівлі. Для цього існують відповідні умови допуску на ринок посередників, що фактично регулюється як *FSB* так і біржами. В центрі уваги: банки, дилери, брокери та інвестиційні фірми. До кожного з них є специфічні умови для діяльності, що визначені загальним законодавством. Крім цього, біржі та інші саморегульовані організації можуть також накладати на посередників додаткові обмеження.

Як видно, система регулювання ринку цінних паперів ПАР є особливою, проте загалом нагадує американську модель регулювання: не існує єдиного мега-регулятора як у Великій Британії, проте існує орган, що здійснює нагляд і

значну частину своїх функцій він передає на виконання саморегульованим організаціям.

Якщо підсумувати розглянуті системи регулювання розвинутих країн та тих, що розвиваються, то можна загалом сказати, що вони не так вже й відрізняються.

Їх спільними рисами є те, що усі вони мають:

- Законодавство, що регулює діяльність учасників на ринку цінних паперів;
- Відповідні органи, що здійснюють нагляд та реєстрацію учасників ринку;
- Принципи та вимоги щодо розкриття інформації потенційними учасниками ринку для захисту прав інвесторів;
- Схеми та стандарти щодо визначення параметрів цінних паперів та компаній для допуску їх до торгівлі;
- Чіткий курс на встановлення прозорих вимог на ринку, стимулювання конкуренції між учасниками;
- Механізми проведення розслідувань неправомірних дій та схеми накладання суворих санкцій у випадку виявлення порушень.

Відмінності ж між усіма досліджуваними країнами в основному полягають в структурі системи регулювання: в кожній країні вона особлива та склалась історично. Доволі цікаво, що концепція саморегулювання у різних країнах також розвинута неоднаково. Якщо саморегулювання є базовими та системно важливими категоріями для ринків США, Японії, Бразилії та ПАР, то вони не такі вже й важливі для країн ЄС, де їх діяльність суворо регламентується і вони не мають значної волі дій. В Індії та Китаю ці концепції взагалі знаходяться на стадіях розвитку, адже в державах не було потреби в таких інститутах: в результаті політичних чинників всі функції саморегульованих організацій переймала на себе держава, що вона досі робить активно втручаючись у політику місцевих бірж та асоціацій.

З зазначеного вище стає зрозуміло, що система регулювання цінних паперів у різних країнах існує для впорядкування діяльності на ньому. Фактично, вимоги та обмеження учасників ринку стимулюють формування єдиного регульованого поля, яке забезпечує використання ринку на благо та обмежує потенційний негатив, що може спричинятися помилками ринкового механізму.

Висновки до розділу 2

На підставі викладеного можна сформулювати наступні висновки:

1. Кожен сегмент міжнародного ринку цінних паперів має свою власну систему інститутів. Зазвичай це учасники ринку, а також відповідні регулятивні та обслуговуючі інститути, що забезпечують виконання учасниками своїх функцій. Фактично, роль інститутів міжнародного ринку цінних паперів відіграє інфраструктура сегментів ринку.

2. Вплив макроекономічних показників на міжнародний ринок цінних паперів є, загалом, двозначним: існують емпіричні дослідження, які підтверджують, що вони можуть впливати на ринок цінних паперів як позитивно, так і негативно. Проте вплив інституційного середовища ринку цінних паперів досліджено недостатньо навіть у західній економічній думці.

3. Автором було проведено аналіз впливу макроекономічних та інституційних чинників на комплексні показники ринку цінних паперів. Результати проведеного аналізу показали, що для розвитку ринку цінних паперів є важливим і розвиток економічної системи держави, і її інституцій, що уособлюються в інститутах. Загалом, що менш розвинена країна, то важливішим для її ринку цінних паперів є покращення інституційного середовища.

4. Регулювання ринку цінних паперів є фактично єдиним елементом контролю інституційного середовища ринку цінних паперів. Система

регулювання забезпечує оптимізацію впливу несприятливих чинників на ситуацію на ринку, попереджаючи негативні наслідки.

5. Системи регулювання у різних країнах світу відрізняються. Зокрема, навіть поміж розвинутих країн є суттєві відмінності щодо основних елементів та структури регулювання. Незмінним залишається лише мета: забезпечити захист прав інвесторів, стимулювати конкуренцію та виявляти і карати можливих порушників.

Основні результати розділу опубліковано автором в наукових працях:

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.

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.

РОЗДІЛ ІІІ

Удосконалення інституційного забезпечення міжнародного ринку цінних паперів

3.1 Шляхи покращення методик визначення ефективності функціонування міжнародного ринку цінних паперів

У попередньому розділі розглянуто особливості структури та функції систем регулювання міжнародного ринку цінних паперів у досліджуваних країнах. Проте не розглядалось основне питання: чи є ефективними ці системи загалом?

З погляду автора, ефективність ринку цінних паперів, вітчизняного чи міжнародного, можна розділити на три види: діяльності, регулювання та інститутів (рис. 3.1).

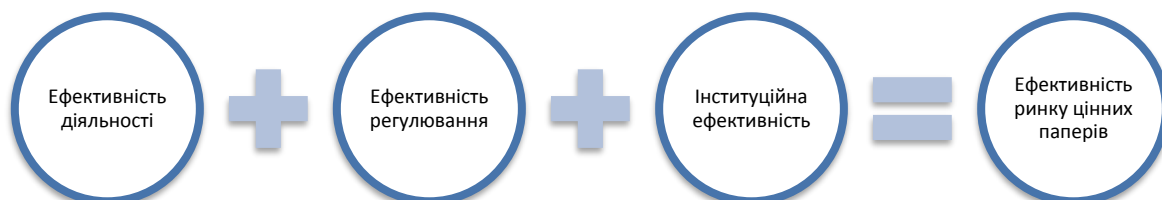


Рис. 3.1. Складники ефективності ринку цінних паперів

Джерело: Створено автором

Щодо ефективності діяльності ринку цінних паперів, то її характеризують показники, якими ми послуговувалися у проведеному вище аналізі. Це його капіталізація, обсяги торгів та інші кількісні та якісні показники, які так чи інакше описують ситуацію на ринку цінних паперів.

З іншого боку, ефективність регулювання цього ринку може вважатися частиною інституційної ефективності. Проте з метою більш чіткого визначення

ефективності загалом вважаємо за потрібне чітко їх розділити. Зокрема, коли говоримо про ефективність регулювання то іде мова про здатність регулятора або системи регулятивних органів (які самі по собі є інститутами) успішно забезпечувати впорядкованість та проведення діяльності іншими інститутами ринку. Коли мова іде про інституційну ефективність, то ми оцінюємо ефективність усіх інших інститутів ринку та їх здатність виконувати свої функції, гармонійно вписуючись у загальну систему, а також ринку цінних паперів як інституту вищого рівня.

Ефективність будь-якого ринку є його важливою ознакою. Це особливо актуально в економіці України, яка все ще перебуває у стадії затяжної трансформації (принаймні у контексті ринку цінних паперів). Саме тому для будь-якого ринку необхідним є розвиток його інституційного забезпечення, що є не чим іншим, ніж сукупність інститутів та інституцій конкретного ринку, що роблять його функціонування можливим. На (рис. 3.2) наведено основний передавальний механізм впливу інституційного забезпечення на ринок цінних паперів та реальну економіку країни.



Рис. 3.2 Вплив інституційного забезпечення на національну економіку

Джерело: Створено автором

Як видно зі схеми, наведеної вище, вдосконалення інститутів ринку спричинитись поліпшення внутрішніх показників та загалом функціонування

ринку цінних паперів певної держави. Це спричинить підвищення загальної ефективності ринку, оскільки, як було зазначено вище, ефективність діяльності, інституційна та регулятивна ефективність, на думку автора, є складовими загальної ефективності ринку цінних паперів. Таким чином, за інших рівних умов, зростання ефективності спричинить покращення реальної економіки та її конкурентоспроможності. Так, Л. Таміліна вважає, що це відбуватиметься в основному шляхом нагромадження фізичного та людського капіталу, які стимулюють розвиток технологій та підвищення продуктивності праці, що, таким чином, спричиняє економічне зростання [167, с. 105].

Загалом коли говоримо про ефективність будь – якого процесу, то завжди повинні бути критерії її оцінки, згідно з якими можемо стверджувати, що процес є ефективним або ж ні. Або що процес в одній країні є більш, або менш, ефективний, ніж в іншій країні. На жаль, доволі складно визначити ефективність регулювання ринку цінних паперів: що оцінювати? Наявність певних законодавчих вимог та обмежень чи може результат діяльності міжнародного ринку цінних паперів?

Яким є критерій ефективності регулювання ринку цінних паперів? Насправді, як у вітчизняній, так і в іноземній економічній літературі це питання майже не досліджувалось: воно знаходиться на межі, де сходяться сфери економіки та права, а тому є складним для аналізу як економістами, так і юристами. Однак, це питання досліджувалось західними юристами та низкою дослідників у галузі соціальних наук. Ми спробуємо навести основні приклади визначення ефективності регулювання міжнародного ринку цінних паперів, що пропонуються в науковій літературі та спробуємо визначити ефективність ринку цінних паперів досліджуваних нами країнами.

У західній економічній літературі, особливо серед економістів-теоретиків, є поширеною теорія згідно з якою для відповіді на це запитання слід порівнювати витрати та вигоди від регулювання ринку. Зокрема, апологети цієї концепції мотивують свій підхід тим, що ринкова економіка не може дозволити собі нераціональне використання ресурсів. А діяльність учасників

міжнародного ринку цінних паперів, які можуть вдаватись до такого нерационального використання ресурсів, може спричинити певні втрати для економічної системи загалом. Відповідно, цей процес слід певним чином регулювати. Проте, з іншого боку, витрати на таке регулювання можуть бути настільки значними, що вони перевершать переваги, що забезпечує регулювання. Саме тому, регулювання є ефективним лише тоді, коли його загальні витрати є меншими за загальні доходи, що виникли внаслідок цих витрат [168].

Автор вважає, що такий критерій є неоднозначним, оскільки незрозуміло до кінця, про чий ж доходи чи переваги іде мова: інвесторів чи усієї економічної системи. Очевидно, це різні речі. Але якщо мова іде про інвесторів, чий переваги можна певним чином пов'язати з показниками ринку цінних паперів, то як бути з перевагами та втратами усієї економічної системи від регулювання? Адже регулювання чинить непрямий вплив на всю економіку через рішення, які будуть прийматися інвесторами та іншими учасниками ринку, як реакція на регулятивні заходи. Ці рішення матимуть вплив не лише на ситуацію на міжнародному ринку цінних паперів, а й позначатимуться на рівні споживання, розподілі доходів тощо. У такому випадку, ефект регулювання може мати не лише економічні наслідки, які легко виміряти, але й інституційні – позаекономічні, перш за все соціальні, які можливо навіть важко буде пов'язати з обмежувальними чи іншими заходами регулятора.

Вважаю, що такий підхід є, м'яко кажучи, неточним, оскільки при його застосуванні є високий ризик ігнорування деяких витрат, при цьому отриманий результат може показувати, що регулювання є ефективним, тоді як насправді воно таким не є. Більше того, його застосування є занадто громіздким та вимагає використання бази даних, якою володіють хіба що спеціалізовані фінансові установи, а тому можуть застосовуватись лише ними. Так, подібний підхід використовує SEC США для визначення ефективності своєї діяльності, хоча з точки зору законодавства це не є завданням Комісії.

Загалом, найпоширенішим поглядом на ефективність регулювання ринку цінних паперів є той, згідно з яким регулювання вважається ефективним, якщо регулятор вдало виконує ті функції, які покладені на нього за законодавством [169]. Проте таке трактування ефективності також є неоднозначним: як виміряти чи ці функції справді виконуються? Усі без винятку системи регулювання ринку цінних паперів декларують захист прав інвесторів як одну з основних цілей. Проте як можна визначити чи справді інвестори захищені достатньо? Періодичні кризи, що спалахують у різних частинах світу показують, що система не є досконалою. Хоча вважається, що усі необхідні заходи були вжиті. Кожного разу після таких криз з'являються нові правила та обмеження, що покликані попередити нову фінансову кризу, проте ці міри не є превентивними: вони просто «лікують залишкові симптоми».

Загалом будь-яка фінансова криза являє собою крайню межу невідповідності балансу фіктивного капіталу, що представлений ринком цінних паперів та його реальним відображенням у фізичній економіці [170, с. 56]. В історії мали місце багато фінансових криз, проте якщо раніше вони мали більше політичний характер або відбувались внаслідок уповільнення темпів економічного зростання, то протягом останніх 20 років вони зароджувались вже в основному на ринках цінних паперів як результат надмобільності фінансових ресурсів [171, с. 51]. Найважчою та найбільш системною була криза 2007 – 2009 років, яка, щоправда, зародилась у банківському секторі економіки, проте швидко вдарила по фондових ринках. Наслідки фінансової кризи для економіки можуть бути спустошливими: вона супроводжується рецесією, падінням фінансового ринку, а іноді і дефолтом. Проте найгірше те, що вона руйнує інститути ринку і ринку цінних паперів, зокрема. Саме в цьому і полягає найбільша небезпека фінансових криз, бо розірвані економічні взаємозв'язки відновлюються ще доволі довгий час. А інститутам, як відомо, потрібно ще більше часу для відновлення. Єдиним позитивним наслідком фінансових криз для інститутів, на думку автора, є хіба що ефект очищення, адже на ринку залишаються лише найсильніші та найвитриваліші.

Поки що не існує універсальної методології за допомогою якої можна було б абсолютно адекватно оцінити ефективність регулювання цього ринку. Однак, Ла Порта та його колеги проводили фундаментальне дослідження міжнародного ринку цінних паперів: вони спілкувались з юристами, що займаються корпоративним правом або його аналогами у 49 країнах світу. Ці фахівці допомогли їм отримати інформацію про те, як регулюється ринок цінних паперів у кожній з цих країн та створити індекси, що дають змогу оцінювати ефективність регулювання міжнародного ринку цінних паперів у різних сферах діяльності його учасників. Загальна підхід до побудови цих індексів доволі простий: якщо правом однієї країни визначається певна вимога до емітента, а іншої країни – ні, то першій країні присвоюється значення індексу 1, а другій країні – 0 [172, с. 3].

Зрозуміло, що це доволі спрощений варіант розуміння ефективності регулювання, адже, як автор вважає, наявність в законодавстві таких обмежень ще не означає їх обов'язкового виконання, однак з метою даного дослідження автор вважатиме, що вони в основному виконуються, а незначні відхилення помітно на значення індексів не впливають.

Відповідно до підходу, запропонованого авторами дослідження, усі елементи системи регулювання обраних країн поділяються на групи в межах яких існують певні змінні, яким присвоюється індекс 1 або 0. Середнє арифметичне індексів групи становитиме результат індексу групи. Середнє арифметичне усіх груп становить індекс ефективності регулювання ринку цінних паперів загалом. Звичайно ж, що менше значення індексу, то гіршим, з точки зору регулювання, є ефективність регулятора в тому чи іншому питанні.

Для правильного розуміння проаналізованих нами даних, пропонуємо ознайомитись з основними групами індексів, що були створені Ла Порта і його колегами [172, с. 5-14]:

– Вимоги щодо розкриття інформації – в цій групі змінних враховуються ті елементи регулювання, що стосуються інформування інвесторів щодо майбутньої емісії. Зокрема, наявність проспекту емісії, інформації в ньому про

компенсації директорам, структуру власності та яка частка належить директорам, розкриття інформації про контракти, що не стосуються основної діяльності компанії, а також інформації про операції в яких можуть бути зацікавлені сторони у компанії. Індекс вимог щодо розкриття є простим середнім арифметичним цих індексів.

– Стандарти відповідальності – стосується положень в законодавстві, що визначають відповідальність емітента, посередника та бухгалтерів перед інвестором за надання неповної або неправдивої інформації, що спричинила втрати. Кожній з цих категорій учасників ринку присвоюється індекс, а індекс стандартів відповідальності є простим середнім арифметичним.

– Характеристики регулятора – група змінних, що визначають функції, відповідальність та, особливо, повноваження регулятора або органів, що виступають як регулятори. В цій групі враховується політика формування управління органу і кому він підпорядковується, а також чи відповідає він лише за ринок цінних паперів чи також і за інші сфери фінансового ринку. Середне цих трьох індексів становить індекс регулятора.

– Правотворча сила регулятора – група, що складається з одного індексу і визначає чи вповноважений регулятор самостійно, без зовнішнього затвердження, проводити політику щодо створення нових правил та вимог для учасників ринку.

– Право регулятора розслідувати – група змінних, що визначає право регулятора негайно вимагати від емітента чи іншого учасника ринку: документи щодо проведених операцій та надсилати повістку для надання свідчень щодо певної операції.

– Право регулятора накладати санкції – група змінних, що враховує змінні, які наділяють регулятора правом напряму накладати різноманітні санкції на учасників ринку. Тут враховується право зупиняти заявки різних сторін у випадку виявлення сумнівних процедур, а також самостійно відкривати кримінальне провадження за фактом порушення законодавства про ціні папери щодо різних учасників ринку.

Середнє арифметичне значення усіх цих груп індексів і становить індекс ефективності регулювання ринку цінних паперів. Усі ці групи індексів, як ми бачимо, враховують значну частку тих повноважень, які потенційно може мати регулятор, а також його вимоги щодо розкриття інформації учасниками ринку. Ми, однак, вважаємо, що список цих індексів не є повним. Звичайно, для всеосяжного та глибинного аналізу слід було б врахувати ще багато інших чинників, які автори дослідження або упустили або не могли знайти про них інформацію. Тим не менш, інформацію про один з них ми можемо додати самостійно, таким чином доповнивши їхнє дослідження.

Вважаємо за необхідне додати індекс, що враховував би повноваження саморегульованих організацій та їхній статус і повноваження у тій чи іншій країні. Саморегулювання є важливою тенденцією розвитку міжнародному ринку цінних паперів. Передаючи свої повноваження такій організації, центральний регулятор не просто ділить з нею відповідальність, а ще й створює передумови для внутрішнього розвитку ринку, адже саморегульовані організації конкурують між собою прагнучи запропонувати потенційним учасникам кращі умови та правила, що будуть для них вигіднішими.

Саме тому пропонуємо скласти цей індекс з двох частин: присвоюватимемо 0,5 якщо у країні фактично працюють саморегульовані організації, 1 якщо ці організації – не лише фондові біржі, але й інші асоціації та 0 якщо фактично саморегульованих організацій як таких не існує. Також інша змінна враховуватиме повноваження саморегульованих організацій: 1 якщо вони виконують значну частку функцій центрального регулятора та мають значну незалежність, 0,5 якщо вони мають певну свободу і виконують саморегулювання в суворих рамках та 0 якщо вони майже повністю регульовані центральним регулятором, який втручається у внутрішню політику таких організацій, а їх саморегулювання – лише номінальне.

Слід зазначити, що індекси у таблиці 3.1 є лише орієнтирами ефективності систем регулювання ринку цінних паперів. Так, результати проведених розрахунків показують, що найефективнішою є система регулювання цього

ринку у США з індексом 0,93. Справді, вона вважається однією з найбільш продуманих та ефективних у світі, хоча іноді може давати збої: підтвердженням цього є світова фінансова криза (2007 – 2009 рр.), що розпочалась у США.

Таблиця 3.1

Індекси оцінки ефективності регулювання ринку цінних паперів

Країна Індекс	США	Велика Британія	Японія	Німеччина	Індія	Сінгапур	Бразилія	ПАР
Розкриття інформації	1,00	0,83	0,75	0,42	0,92	0,92	0,25	0,83
Стандарти відповідальності	1,00	0,66	0,66	0,00	0,66	0,66	0,33	0,66
Характеристики регулятора	1,00	0,00	0,00	0,33	0,33	0,33	0,33	0,33
Правотворча сила	1,00	1,00	0,00	0,00	0,5	1,00	1,00	0,00
Право розслідувати	1,00	1,00	0,00	0,25	1,00	1,00	0,50	0,50
Право накладати санкції	0,50	0,42	0,00	0,50	1,00	0,83	0,33	0,42
<i>Наявність саморегулювання</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>1,00</i>	<i>1,00</i>
<i>Повноваження саморегульованих організацій</i>	<i>1,00</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,00</i>	<i>0,00</i>	<i>1,00</i>	<i>0,50</i>
Середній індекс саморегульованих організацій	1,00	0,75	0,75	0,75	0,25	0,25	1,00	0,75
Загальний індекс ефективності регулювання	0,93	0,67	0,31	0,32	0,67	0,71	0,53	0,50

Джерело: Створено авторами на основі [148 – 169].

Звичайно, вона почалась не з ринку цінних паперів, проте мала на нього значний вплив у кінцевому результаті.

Велика Британія, Індія та Сінгапур мають доволі ефективну систему регулювання: їхні індекси є приблизно однаковими. Як бачимо, наявність центрального регулятора, а також його сильний вплив на ринок, коли він може домінувати над саморегульованими організаціями, є важливою умовою підвищення ефективності цієї системи. Ефективність регулювання ринків цінних паперів Бразилії та Південної Африканської Республіки є дещо нижчою: загалом це пов'язано з повноваженнями регулятора щодо розслідування та накладання санкцій на потенційних порушників.

Найменш ефективними є системи регулювання ринків цінних паперів Японії та Німеччини, проте не можна стверджувати, що вони є неефективними. Річ у тім, що в Японії завжди були нижчі вимоги до учасників ринку, а також регулятор покладався в основному на саморегульовані організації. Японська модель виявилась ефективною, оскільки завдяки низьким вимогам країні вдалось заохотити притік інвестицій та інвесторів на ринок цінних паперів: Японія вважалась менш регульованим аналогом Великої Британії та США. Щодо Німеччини, то в неї більш розвинений банківський сектор. Саме тому взагалі не дивно, що деякі сфери діяльності учасників ринку цінних паперів, що зазвичай чітко регламентуються у класичних країнах де фондовий ринок домінує над банківським, не є чітко регульованими у цій країні.

Як вже зазначалось вище, чітко визначити зміст поняття «ефективність системи регулювання ринку цінних паперів» доволі складно. Відтак важко провести лінію між «ефективною» та «неефективною» системами регулювання. Ще складніше визначити, яка з аналізованих систем регулювання є «кращою». Базуючись на загальній логіці щодо того, що слід зробити для задоволення тих цілей, які визначаються як основа для регулювання ринку цінних паперів, науковці, як і автор даної роботи (Ла Порта та інші), намагаються створити певні показники, що можуть слугувати критеріями оцінки такої «ефективності».

Однак, на наш погляд, усі зазначені методи не до кінця відображають сутність категорії «ефективність» системи регулювання, оскільки вони, на жаль, не враховують особливості тієї чи іншої країни. Так, Ла Порта та інші намагались врахувати систему права (англосаксонська, германська, скандинавська, цивільне французьке право тощо) при аналізі ефективності регулювання ринку цінних паперів. Проте вони не формували індекси базуючись на цьому. Крім цього, є й інші чинники, що слід враховувати, адже у кожної держави є свої особливості та традиції. Їх складно врахувати, проте в цьому і полягає загальна складність оцінки ефективності регулювання ринку цінних паперів: тут надто багато елементів, що не піддаються кількісному аналізу.

На нашу думку, станом на сьогодні не існує єдиної та адекватної методики визначення ефективності системи регулювання. Така методика повинна бути розроблена міжнародними організаціями, *IOSCO* зокрема, оскільки лише кількісне порівняння елементів системи регулювання різноманітних країн надасть можливість говорити про те, що система регулювання країни А є «кращою» за систему регулювання країни Б. Вона повинна враховувати, як вже було зазначено, не лише загальні положення, але й традиції, правові та політичні особливості досліджуваних країн. Лише комплексний підхід надасть можливість адекватно оцінити та порівняти системи регулювання на міжнародному ринку цінних паперів.

Якщо ж говоримо про інституційну ефективність, то її кількісна оцінка для вітчизняної економіки вперше була запроваджена З. Ватаманюком та О. Баулою і вона визначається ними як «комплексне відображення кінцевих результатів використання фінансових ресурсів інвесторів для задоволення потреб усіх учасників зазначеного ринку» [173, с. 103]. Вони, однак, ототожнюють регулятивну та інституційну ефективність, оскільки запропонований ними індекс визначення інституційної ефективності базується здебільшого на показниках, що стосуються регулювання ринку цінних паперів (коефіцієнт відкритості, впорядкованості, добросовісності конкуренції,

контрольованості). Ці чотири компоненти індексу є оцінками трьох чинників, що, на думку авторів, можуть визначати ефективність ринку цінних паперів. Серед них автори виділяють панівну модель ринку цінних паперів (банко-орієнтована чи бірже-орієнтована), характер конкуренції між учасниками цього ринку та ступінь інформаційної транспарентності ринку [173, с. 103]. Особливістю підходу автора є те, що у цьому дослідженні вважається, що інституційна ефективність це якість виконання інститутами своїх функцій, а відтак мова йде не лише про інститути регулювання, а й усі інші інститути ринку.

Проте, знов ж таки, виникає питання: що саме вважати ефективним? Чи можна сказати, що система ринку цінних паперів США є абсолютно ефективною і взяти її як точку відліку для ранжування усіх інших? На думку автора це не так, бо, як нам відомо, ринки цінних паперів є індивідуальними. Більше того, наявність циклічних криз на ринку США та їх періодичність одразу заперечують таку можливість. Насправді, автор вважає, що абсолютно інституційно ефективних ринків не існує. Кожен ринок цінних паперів є окремою, індивідуальною моделлю, а оскільки усі національні ринки цінних паперів, тією чи іншою мірою, є частиною міжнародного, їхня інституційна ефективність завжди буде обмежена рівнем їх інтеграції у міжнародний фондовий ринок та тими проблемами, які можуть там виникати.

Вдосконалення та розвиток, однак, є сенсом функціонування будь – якої системи. Відтак, воно є необхідною умовою діяльності системи, усунення помилок, задоволення потреб її користувачів. Визначити якість інститутів ринку доволі складно. На думку автора, для цього потрібно досліджувати кожен з них окремо або їхні кластери та те як вони впливають на ринок зсередини. Очевидно, можна було б відштовхуватись від того, що вони роблять не так, проте, на думку автора – це не найкраща методика, адже напевне не можна сказати чи усі випадки зловживань є завжди задокументованими. Крім цього, тоді розглядаємо інститути з негативної сторони і не звертаємо увагу на їхню позитивну сторону. Якщо розглядати ефективність з точки зору функцій,

які повинні виконувати інститути цього ринку, то можна сказати, що основна їх функція – це здатність адаптуватись до умов ринку, що постійно змінюються. Це означає, що основне завдання інститутів бути гнучкими і швидко відповідати на ринкові сигнали інших інститутів ринку. Якщо ці сигнали заповільнені або не сприймаються, то можна вважати, що ринок не досягне рівноваги, а відтак не є ефективним. Зрозуміло, як і у випадку з теорією ефективного ринку Ю. Фама, навряд існує повна інституційна ефективність ринку. Автор вважає, що таке можливо лише у випадку застосування усіма інститутами ринку високотехнологічного обладнання, яке б дало можливість негайно відповідати на ринкові стимули учасників певного ринку. Технології дуже швидко розвиваються, а тому цілком можливо, що у найближчому майбутньому ми будемо свідками існування таких ринків. Особливо враховуючи, що міжнародний ринок цінних паперів є джерелом новітніх технологій та постійного інноваційного розвитку. Якщо задуматись, то з появою всесвітньої мережі Інтернет ефективність усіх ринків світу значно зросла, оскільки здатність їх інститутів до взаємодії значно підвищилась. За таких обставин, враховуючи, що саме на міжнародному ринку цінних паперів розвиток новітніх технологій найшвидший, автор припускає, що, хоча міжнародний ринок цінних паперів не є повністю ефективним, він є найбільш ефективним з тих ринків, які сьогодні існують в ринковій економіці. Саме тому економісти вважають його ринком, що майже задовольняє усі вимоги до ринкової структури досконалої конкуренції.

Автор вважає, що в ідеалі також доцільне було б визначення того, яка саме частка вартості, створеної ринком цінних паперів, належить кожному конкретному інституту. Проведення такого аналізу, проте, повинно здійснюватись міжнародними організаціями, які мають доступ до відповідної інформації. Саме вони можуть розробити методику, яка б чітко розділяла регулятивну та інституційну ефективність, як це відображено на (рис. 3.1).

Щодо ефективності міжнародного ринку цінних паперів як цілого, то тут складно визначити якісь конкретні критерії, адже значна частина операцій на

ньому не регулюється жодним законодавством, а відтак і складно говорити про регулятивну ефективність. Автор вважає, що ефективність міжнародного ринку цінних паперів визначається його внеском у реальну світову економіку: абсолютної та відносної частки світового ВВП, яку було створено за певної участі міжнародного ринку цінних паперів. Зрозуміло, що в такій інтерпретації його можна порівнювати лише з самим собою у розрізі різних часових періодів. Проте для визначення таких індексів потрібна всеохопна інформація, якою володіють лише міжнародні організації.

3.2 Напрями застосування міжнародного досвіду для поліпшення діяльності ринку цінних паперів України

Розвиток ринку цінних паперів, як вітчизняного, так і міжнародного, є доволі складним та суперечливим процесом. Річ у тому, що кожен з цих ринків є унікальним інститутом, а тому умови його функціонування та його внутрішня будова у кожній країні є різні. Саме цим, на думку автора, і пояснюється те, що в одних країнах працюють ті схеми побудови моделі ринку цінних паперів, які не працюють в інших країнах. Так, деякі з країн БРІКС намагались побудувати систему, подібну до американської, проте їм вдалось відтворити лише частину цієї моделі. У результаті, усі вони були змушені відмовитись від повного копіювання системи організації ринку цінних паперів США, оскільки стало зрозуміло, що кожен ринок цінних паперів є окремим унікальним інститутом у складі міжнародного ринку цінних паперів і має свої власні, зазвичай недостатньо досліджені, закони функціонування, а головне – розвитку.

Це і є причиною того, що деякі інститути ринку в БРІКС отримали поштовх до життя, тоді як інші не мали значного успіху. Навіть варто сказати більше: система взаємопов'язаних ринків цінних паперів ЄС за своєю суттю відрізняється від американської та тієї, яку намагаються побудувати країни БРІКС. У цьому контексті виникає питання щодо того, де ж місце України у всіх цих процесах? Який шлях розвитку вітчизняного ринку цінних паперів як

інституту міжнародного ринку цінних паперів? На якому етапі розвитку він знаходиться зараз? І що варто змінити для того, щоб він працював краще? Спробуємо послідовно дати відповіді на всі ці питання.

Інституційною базою ринку цінних паперів України, як і в інших країнах, є його інфраструктура. В нашій державі інститутами ринку цінних паперів є інвестори, емітенти та посередницькі компанії, присутні численні фондові біржі, торговельні системи, національна депозитарна система, а також центральний регулятор. Чи можна вважати ринок цінних паперів ефективним на основі критеріїв, що були визначені у 3.1? На думку автора, відповідь на це питання є предметом окремого дослідження.

Проте можна стверджувати, що стан вітчизняного ринку цінних паперів є доволі кризовим: хоча ринок існує він не виконує свої основні функції. Як відомо, для того, щоб ринок був ефективним на ньому має бути присутня велика кількість учасників. Саме вони роблять його ліквідним та змушують розвиватися. У випадку України, на думку автора, такий ринок відсутній. Це перш за все пов'язано з поганим інвестиційним кліматом, що характеризує країну як не найкраще місце для інвестицій. Саме це спотворює оригінальні функції інституту ринку: ціна є надто нестабільною та починає залежати від певних учасників ринку, що здатні «розхитати» ринок. Як наслідок, вітчизняний ринок цінних паперів фактично відсутній, особливо це стосується іноземного його сегменту: іноземні інвестори не вважають наш ринок достатньо привабливим для розміщення тут своїх коштів. І це лише одна з проблем, що наявна на ринку.

Загалом дослідники вітчизняного ринку цінних паперів визначають різні проблеми, що пов'язані з виконанням його функцій як інституту. На основі аналізу фахових публікацій, пропонуємо огляд основних проблем, що характерні для вітчизняного ринку цінних паперів [174 – 177]:

1. Низька конкурентоспроможність. Вона обумовлена не лише поганим інвестиційним кліматом, але й відсутністю ефективних реальних заходів зі сторони регулятора щодо захисту прав інвесторів, повного розкриття

інформації, якісної законодавчої бази, вимог щодо кваліфікації професійних учасників ринку та інших вимог, що висуваються *IOSCO*. Усе це не дає змоги вітчизняному ринку конкурувати за інвестиції з іншими ринками країн, що розвиваються.

2. Непривабливі фінансові інструменти. Ринок деривативів фактично не розвинений, як і ринок іноземних цінних паперів, тоді як на ринку переважають державні цінні папери. Це створює диспропорції на ринку, бо панівна частка держави на ринку – не є природною для інститутів ринкової економіки. Більше того, відсутня пропозиція фінансових інструментів, які б зацікавили потенційних інвесторів, урізноманітнили б ринок, надали йому ліквідності.

3. Недосконала організаційна інфраструктура. Відсутній взаємозв'язок між інститутами ринку. Крім цього, вітчизняні інститути не застосовують новітні технології управління в галузі фондового ринку, відсутні сучасні системи документообігу та інші інструменти технологічної інфраструктури, що вже стали звичними для розвинутих країн. Відсутні подальші кроки щодо оптимізації депозитарної системи та клірингу на ринку. Низький рівень капіталізації ринку в умовах неприродньо великої кількості фондових бірж.

4. Відсутність транспарентності ринку. Інститути ринку, що мали б забезпечувати перетікання інформації до учасників ринку не виконують своїх функцій, а тому інформація приходить невчасно та може бути неповною та недостовірною. Саме це утримує економічні суб'єкти від інвестування у цінні папери та стримує їх заощадження.

Як стає зрозуміло з зазначеного вище, сукупність проблем, що існують на вітчизняному ринку цінних паперів фактично унеможлиблюють його ефективне функціонування. Інститути ринку повинні працювати на розвиток системи, тоді як фактично цього не відбувається.

Якщо мова іде про застосування міжнародного досвіду, то за основу можна брати ті моделі ринку, які вже існують. Як відомо, є два види фінансових ринків – банко-орієнтований та бірже-орієнтований. Вони визначають загальні правила та тенденції взаємодії інститутів на фінансовому ринку та ринку

цінних паперів зокрема. Проте, ще у минулому столітті відбувались процеси, які спричинили появу так званої змішаної моделі де і банки, і біржі співіснують та відіграють відносно однакову роль на ринку. Україні, на думку автора, власне слід використати за основу останню модель, оскільки якщо розглядати фінансовий ринок нашої держави, то він є скоріше банко-орієнтованим, оскільки саме банківська сфера є системно важливою для усієї національної економіки. Водночас, в Україні є десять бірж, що насправді не виконують свої функції як інституту ринку, оскільки фактично уся торгівля зосереджена на двох фондових біржах – ПФТС та Перспектива (станом на кінець 2015 року майже 96% біржової торгівлі) [178, с. 15].

Якщо розглядати бірже-орієнтовану модель, то найбільш вдалим, безперечно, є приклад ринку цінних паперів США. Україна могла б використати ті принципи та методи на основі яких ця країна організовує торгівлю на ринку. Зокрема, для фондового ринку США характерним є суворе державне регулювання у поєднанні з широкою системою саморегулювання інститутами ринку цінних паперів. Останні десятиліття характерні загальним пом'якшенням законодавства у частині регулювання діяльності банків на ринку США [179, с. 184]. Це свідчить про те, що реформи рухаються у напрямку змішаної системи регулювання. В умовах високого рівня корупції у вітчизняній економіці, це могло б забезпечити результат лише у випадку, якщо регулятивні органи будуть мати достатньо повноважень для накладання санкцій та будуть відносно самостійними.

Водночас, враховуючи, що Україна взяла курс на європейську інтеграцію та підписала угоду про ЗВТ, є цілком логічно проводити реформи таким чином, щоб вони узгоджувались з вимогами до входження у єдиний фондовий ринок ЄС. Проте, як згадувалось у 2 розділі, ринок цінних паперів ЄС має свої особливості, оскільки кожен член мав свою особливу систему організації ринку. Відтак, у ЄС національне законодавство має перевагу над законодавством ЄС, хоча і існує *MiFID*, що регулює певні елементи системи.

Яскравим прикладом абсолютної протилежності США, як згадувалось у розділі 2, є Німеччина. Її фінансова система є глибоко банко-орієнтована. Фондовий ринок тут теж існує, проте його обсяги далеко не такі значні як у США. Банки ж відіграють роль ключового інституту не лише ринку цінних паперів, але й усієї банківської системи. Водночас, ринок цінних паперів Франції можна характеризувати як змішаний, результатом чого і є сильна банківська система, при цьому відносно розвинений фондовий ринок.

За таких обставин, Україна могла б використати шлях США та використати напрацювання для формування своєї змішаної системи ринку цінних паперів, яка визнавала б банки ключовими інститутами ринку поряд з біржами. Гармонізація національного законодавства з найкращими прикладами європейського регулювання була б важливим доповненням. Зокрема, за основу можна було б взяти Францію, на основі моделі якої будували свої ринки цінних паперів деякі країни Східної Європи (Польща, Чехія тощо) [179, с. 189].

Варто, однак, пам'ятати, що, незважаючи на позитивні зміни, які принесе підписання Угоди про ЗВТ з ЄС, наша держава взяла на себе зобов'язання щодо імплементації основних положень щодо ринку цінних паперів, що діють в ЄС. Зокрема, ці положення стосуються стандартів регулювання та нагляду, захисту прав учасників ринку, забезпечення вільного руху капіталу тощо [180, с. 104-105]. Коли в силу увійдуть усі зобов'язання щодо лібералізації ринку цінних паперів, які взяла на себе Україна, можливий надто швидкий приплив та відплив капіталу. Це може здійснюватись різними учасниками європейського фондового ринку з метою спекуляції. Проте, це може спричинити негативні наслідки для усього фінансового ринку, особливо якщо гроші виводитимуться з економіки нашої держави швидкими темпами. Тому Україна повинна вже зараз працювати над поліпшенням інституційного середовища та інвестиційного клімату. Інвестори повинні заходити зі своїми фінансовими ресурсами на ринок цінних паперів України для інвестування у реальну економіку, а не для спекуляції. Лише в такому випадку результати підписання Угоди про ЗВТ з ЄС матиме позитивний результат.

Наведений перелік основних проблем, що стримують розвиток ринку цінних паперів України дає змогу окреслити основні напрями їх вирішення. На думку автора, такі заходи мають передбачати:

1. Консолідацію та скорочення кількості фондових бірж в яких проводяться операції. Це не лише дасть можливість здійснити стандартизацію вимог до лістингу, а й дозволить сконцентрувати учасників ринку, що покращить ліквідність ринку та сприятиме формуванню більш справедливих цін. Слід скоротити кількість бірж з десяти до однієї або двох, що дасть можливість сконцентрувати ринок та позитивно вплине на нього, підвищить його ліквідність.

2. Удосконалення правового забезпечення діяльності учасників ринку цінних паперів, що стимулюватиме вищі стандарти захисту прав інвесторів, повноту розкриття інформації, підвищення вимог щодо кваліфікації професійних учасників ринку, оскільки це стимулюватиме прозорість ринку та безпосередньо впливатиме на появу на ньому нових інвесторів, іноземних у першу чергу. Останнє, зокрема, стимулювало б розвиток іноземного сегменту вітчизняного ринку цінних паперів.

3. Надання центральному регулятору більшої автономності у прийнятті рішень та реформування самого регулятора, що дало б можливість ефективно здійснювати нагляд за проведенням операцій на ринку. Лише за умов коли регулятор має широкі повноваження можна очікувати імплементацію однієї з зазначених вище моделей.

4. Запровадження ефективних інститутів ринку, що працювали б як на основі стандартів *IOSCO*, так і на основі своїх власних, внутрішніх кодексів поведінки. Це перш за все стосується саморегульованих організацій та фондових бірж, що у розвинутих економіках є інституційною основою ринку цінних паперів. Ефективна діяльність таких організацій у поєднанні з заходами центрального регулятора буде стимулювати впорядкування діяльності на ринку, його прозорості. Це також стосується інститутів ринку, що виконують функції депозитарія та клірингу.

5. Застосування інститутами ринку новітніх технологій у галузі управління процесами на ринку цінних паперів, що може бути досягнуто унаслідок запозичення іноземного досвіду впорядкування ринку, американського та європейського, зокрема.

6. Стимулювання появи інвестиційних фірм, фондів та великих інституційних інвесторів за допомогою заходів регулятора, що сприяли б зосередженню основної торгівлі перш за все на організованих торговельних майданчиках. Це дасть можливість регулятору більш ефективно моніторити ситуацію на ринку, а його учасникам побачити позитивні перспективи розвитку ринку цінних паперів України.

7. Зменшення частки цінних паперів держави шляхом стимулювання корпоративних емісій на ринку іноземних облігацій та ринку деривативів, що дасть змогу збільшити ліквідність вторинного ринку. Важливо, щоб це реалізовувалось шляхом випуску більш якісних, інновативних інструментів, що мали б високий інвестиційний рейтинг.

8. Податкові та валютні заходи стимулювання учасників ринку, що полегшило б їх роботу та доступ компаній на ринок.

Усі ці заходи, звичайно, є важливими напрямками покращення ситуації на вітчизняному та іноземному сегменті ринку цінних паперів України. Автор, однак, вважає, що найважливішим з них є покращення власне чинників інституційного середовища, досліджуваних у розділі 2, адже вони є зовнішніми для вітчизняного ринку цінних паперів та прямо впливають на ситуацію на ньому. Так, з (табл. 2.10) можна зробити висновок про те, що найкращим стимулом розвитку ринку цінних паперів України будуть заходи, що спрямовані на боротьбу з корупцією та встановлення верховенства права, покращення регулятивної якості, а також стимулювання захисту економічних та громадянських свобод серед населення. Зрозуміло, що не всі інституційні чинники впливають на стан ринку цінних паперів нашої держави безпосередньо, проте вони чинять потужний вплив не лише на нього, але й на все макроекономічне середовище. Автор вважає, що чинники інституційного

середовища є тією невидимою основою, на якій будується довіра інвесторів та інвестиційний клімат загалом. Такі висновки також були зроблені численними науковцями, що досліджували інституційне середовище фінансового сектору України та ринку цінних паперів, зокрема [181]. Адже, як відомо, існують певні групи людей у суспільстві, що здатні певним чином негативно впливати на реформування вітчизняної економіки. Для іноземних інвесторів реальні результати боротьби з корупцією та встановлення верховенства права були б найкращим сигналом того, що українська держава готова приймати іноземних інвесторів. Це дало б потужний поштовх розвитку ринку іноземних облігацій та деривативів. Особливо враховуючи, що економіка України починає нарешті виявляти позитивну динаміку розвитку, а за оцінками світового банку у 2016 році передбачається початок відновлення економічного зростання.

Позитивом є те, що очільники держави усвідомлюють проблеми, що існують на вітчизняному ринку цінних паперів. Так, зокрема, було прийнято Комплексну програму розвитку фінансового сектору України до 2020 року [182]. Програма спрямована на оздоровлення усього фінансового сектора вітчизняної економіки, тоді як деякі її частини містять заходи спрямовані на покращення ситуації на ринку цінних паперів. Зокрема, в тих її частинах, що стосується захисту прав споживачів та інвесторів фінансового сектору, а також розбудови інституційної спроможності регуляторів фінансового сектору, чітко окреслено напрями вдосконалення інституційного та внутрішнього середовища вітчизняного ринку цінних паперів України. Так, протягом 2015 року було розроблено та прийнято низку законопроектів, що стосуються досягнення цих цілей. Позитивним результатом цього стало підтвердження з боку *IOSCO* того, що усі ці вітчизняні законодавчі ініціативи відповідають міжнародним стандартам регулювання у частині розширення прав і ініціатив центрального регулятора. Україна, у випадку їх прийняття та імплементації, має гарну перспективу стати підписантом Меморандуму про взаєморозуміння і, відтак, поповнити перелік членів міжнародної системи регулювання ринків цінних паперів.

З погляду автора, однак, ця Програма містить певні прогалини. Зокрема, розвиток іноземного сегменту вітчизняного ринку цінних паперів потребує дещо більшого, ніж просто програма заходів: потрібна чітка програма боротьби з корупцією та встановлення верховенства права на рівні макроекономічного середовища усєї держави. Лише за таких умов, на думку автора, усі зазначені вище заходи матимуть позитивний ефект та реально сприятимуть розвитку ринку. В усіх інших випадках, за відсутності реальних змін в макроекономічному середовищі держави, не варто очікувати на значний ефект від заходів, задекларованих у Комплексній програмі розвитку фінансового сектору України до 2020 року. Без удосконалення інституційної бази як вітчизняної економіки, так і самого ринку цінних паперів України, його відновлення автору не видається можливим.

У нашій роботі ми розглядали процеси, що відбуваються на міжнародному ринку цінних паперів з точки зору інституційного середовища. Як уже було зазначено вище, інституції постійно розвиваються і, за допомогою відповідних дій учасників ринку, еволюціонують. Проте, з нашого погляду, така еволюція є неможливою, якщо ринки цінних паперів деяких країн перебувають у стані «автаркії» щодо зовнішнього світу, тобто міжнародного ринку цінних паперів. Це особливо актуально для ринків цінних паперів країн, що розвиваються, оскільки саме вони, найбільше потребують вивчення та запозичення позитивного іноземного досвіду, збільшення кількості іноземних інвесторів та вливання тимчасово вільного капіталу в їхні економічні системи. У цьому зв'язку, на думку автора, важливою умовою успішного розвитку ринку цінних паперів в Україні є його взаємодія з зарубіжними ринками цінних паперів та його інтеграція у міжнародний ринок.

Потреба поглиблення Україною цих інтеграційних зв'язків посилюється в умовах коли фондові ринки розвинутих країн швидко еволюціонують. Ці ринки характеризуються лібералізацією фінансових операцій, усуненням обмежень щодо міжнародного руху капіталу, розвитком новітніх фінансових продуктів, а також гармонізацією процесуальних норм, правил, політики та корпоративного

управління [182]. Проте разом з ними еволюціонують і фондові ринки країн, що розвиваються: лібералізація тут зумовила появу значних потоків фінансових інвестицій, що викликані бажанням інвесторів отримувати вищу віддачу на свої інвестиції та диверсифікувати ризики [183]. Тут, власне, і виникає питання: чи стали фондові ринки різноманітних країн більш інтегрованими? Бо ж саме це, на думку автора, в першу чергу, сприятиме внутрішньому розвитку міжнародного ринку цінних паперів: передачі цінного досвіду, уніфікації стандартів регулювання та, зрештою, розвитку нових інституцій.

Питання щодо інтеграції та глобалізації міжнародного фондового ринку є зовсім не новим. Багато досліджень, як емпіричних так і теоретичних, було проведено з метою виявлення загальних закономірностей та створення кількісних вимірників процесів глобалізації та інтеграції ринків цінних паперів. Варто перш за все відзначити, що ж мають на увазі під інтеграцією фондових ринків. У загальному розумінні, мається на увазі спільний рух цін на фінансові активи кількох ринків, спільні «злети» і «падіння», що виражається через біржові фондові індекси та інші показники.

Результатом проведених раніше досліджень є підтвердження того, що існує певний спільний рух деяких фондових ринків. Більшість з дослідників досі зосереджувались на вивченні інтеграції ринків Америки, Європи та Азії. Зокрема, Еун та Шім виявили, що США є важливим чинником глобалізації, що визначає загальну динаміку руху цін для фондових ринків таких країн як Австралія, Канада, Франція, Німеччина, Гонконг, Швейцарія, Японія та Велика Британія [184]. Чунг та Мек здійснювали подібне дослідження і також підтвердили, що США є чинником глобалізації світової індустрії фондових бірж та лідером і, так би мовити, «задає темп» цього процесу для розвинутих країн та країн, що розвиваються. З іншого боку, роботи багатьох інших науковців та економістів підтвердили зворотне: відсутня залежність не лише між фондовими ринками розвинутих країн та країнами, що розвиваються, а й навіть між самими розвиненими країнами [184].

П'ю Сан Там та інші спробували побудувати єдину модель інтеграції та глобалізації міжнародного ринку цінних паперів. Вони використали інформацію про фондові ринки 51 розвинутих країн та країн, що розвиваються. Вчені дійшли висновку про те, що, як не дивно, міцність зв'язку та рівень інтеграції між країнами різний у різні часові періоди: іноді країни, що розвиваються навіть сильніше пов'язані між собою аніж розвинуті країни [183]. Автори вважають, що це спричинено кількома чинниками: власне трансформаційними процесами у самих країнах, що розвиваються, а також постійними кризами та зовнішніми політичними, економічними та фінансовими шоками, що надходять до останніх з розвинутих країн. Економісти також вважають, що не можна говорити про якийсь єдиний рівень інтеграції, бо, як показало їхнє дослідження, міцність таких зв'язків залежить далеко не від самого фондового ринку, а від рівня розвитку зовнішньоекономічних зв'язків між країнами та їхніми основними галузями. Підсумовуючи, автори стверджують, що насправді процес інтеграції між досліджуваними країнами відбувається, проте міжнародний ринок цінних паперів все ж ще надто далекий від глобалізації у повному розумінні цього слова та повної інтеграції.

Цікавим є дослідження А. Мубарек, яка аналізувала рівень інтеграції двох груп країн. Це була група розвинутих країн з найпотужнішими фондовими біржами з одного боку (Великобританія, США, Японія, Німеччина та Франція) та країни БРІКС (Бразилія, Росія, Китай, Індія та Південна Африканська Республіка) з іншого боку. Її дослідження виявило, що між країнами існує певний взаємозв'язок, який змінюється з плином часу, а коефіцієнт детермінації пояснює лише 30% моделі. Проте, важливіше, що вона виокремила кілька чинників, яким належить висока питома вага серед усіх чинників інтеграції фондових ринків різних країн: абсолютна та відносна величина фондового ринку, імпортна залежність країни розташування, різниця у темпах приросту річного ВВП з плином часу [184]. Вона вважає, що це одні з найважливіших чинників, що визначають рівень інтеграції фондових ринків.

Є також і інші праці, що підтверджують цю тенденцію: Вінг-Кенг Вонг та інші досліджували подібний взаємозв'язок між найрозвинутішими країнами та азійськими країнами, що розвиваються. Вони визначили кілька ланок інтеграційних зв'язків. Сінгапур і Тайвань мають міцні зв'язки з Японією, тоді як Гонконг більше тяжіє до США та Великобританії, а Малайзія, Таїланд та Південна Корея взагалі не пов'язані з фондовими ринками розвинутих країн [185]. Автори також підтвердили, що міцність досліджуваного зв'язку змінюється з часом, і, більше того, кожна криза значно підвищує незалежність фондових ринків розвинутих країн та ринків, що розвиваються: автори виявили, що зниження тісноти зв'язку відбувалось спочатку після падіння фондових ринків у 1987 р., а потім ще в більшій мірі після Азійської кризи 1997 року [185]. Очевидно, що світова фінансова криза 2008 та боргова криза Єврозони сприяли розриву інтеграційних взаємозв'язків між країнами. Світова економіка вже пережила багато криз. І експерти вважають, що їхня кількість надалі лише збільшуватиметься і вони виникатимуть все частіше. Існують і інші чинники, що можуть спричиняти дезінтеграцію. До прикладу, це політичні кризи, які трапляються періодично у різних країнах світу [186]. Таким чином, можна припустити, що погіршення інституційного середовища викликає дезінтеграцію національних ринків цінних паперів. Фактично, погіршення свобод, вищий рівень корупції, погана регулятивна якість, погіршення ефективності державного управління будуть спричиняти процеси дезінтеграції національних ринків цінних паперів, рівно як і будь-які потужні негативні зміни макроекономічного середовища держав.

За таких обставин, очевидно, поки що недоречно говорити про якусь міцну інтеграцію та глобалізацію у межах міжнародного ринку цінних паперів. Однак, у посткризовий період спостерігається інтеграція між ринками цінних паперів країн БРІКС. Матос та інші підтверджують наявність спільного руху фондових ринків цих країн як у короткостроковому, так і у довгостроковому періоді і передбачають, що ці зв'язки все ще будуть міцнішати [187, с. 17-18].

Але тут постає питання: чи варто країнам, що розвиваються взагалі інтегруватись у світову індустрію фондових бірж? Уважається, що це необхідно робити, адже таке інтегрування сприяє розвитку не лише фондових ринків цих країн, а й їхніх реальних економік, а в перспективі забезпечить вирівнювання цін на фінансові активи. Проте, з іншого боку, деякі науковці вважають, що насправді надто швидка інтеграція ринку цінних паперів країни, що розвивається, може спричинити більше шкоди її реальній економіці, ніж користі [188]. Це пов'язано з тим, що вони занадто чутливі до численних фінансових криз, та й взагалі, до будь – яких негативних хвилювань в економіці: навіть ефемерних та неіснуючих, у разі, коли інвестори можуть повірити, що вони є справжні. Отож, чи не стане з часом інтеграція фондових ринків, що розвиваються у міжнародний ринок цінних паперів просто самоціллю? Така небезпека є цілком реальною, оскільки в сучасних умовах стає доволі очевидним те, що країни з ринками, що розвиваються стають донорами світової фінансової системи, а розвинуті країни використовують приплив капіталу з них виключно у своїх власних цілях. Особливо якщо врахувати основний недолік фондових ринків країн, що розвиваються: низький захист прав власності та висока залежність бірж від політичних та інформаційних шоків. Відтак, можна стверджувати, що за таких обставин, ринки країн, що розвиваються, яким у більшості своїй властиві недоліки наведені вище, виявляють тенденцію до формування ціни навіть не стільки на основі попиту та пропозиції скільки на основі інформаційних та політичних шоків. Це є причиною переміщення вільного капіталу з цих країн у розвинуті країни. Отже, чи потрібно країнам з ринками, що розвиваються, бути тими хто живить зростання розвинутих країн замість стимулювання власних економік?

На це питання дає відповідь дослідження Морка та інших, що підтверджує тенденцію інтеграції власне країн, що розвиваються: парадоксально, але їхні фондові ринки більш тісно пов'язані між собою, аніж фондові ринки розвинутих країн [189]. Автори стверджують, що серед чинників, що впливають на цей вид інтеграції, інституційних чинники є найважливішими

[189]. Серед інших чинників, що впливають на зближення фондових ринків країн, що розвиваються, можна виокремити те, що країни нарощують взаємний зовнішньоекономічний оборот не лише товарів, але й інвестицій [190]. Це зближує їх між собою та все більше зменшує залежність від розвинутих країн. На думку автора, Україна повинна, передусім, намагатися взаємодіяти саме з цими ринками, з допомогою міжурядових консультацій та заходів неурядових організацій та об'єднань, які дадуть можливість більш тісно з ними співпрацювати. На думку дисертанта, Україна сьогодні не здатна конкурувати за капітал з розвинутими ринками: це лише розбалансирує 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 групах країн, що розвиваються вже став тенденцією на міжнародному ринку цінних паперів. Девальвація 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 цілями.

На думку автора, сучасні тенденції інтеграції можуть спричинити кардинальні зміни на міжнародному ринку цінних паперів. Розвинуті країни вже пов'язані між собою міцними економічними взаємозв'язками. Подібна система інтеграції на очах виникає і між провідними країнами, що розвиваються. Якщо взаємозв'язок між двома цими системами все більше послаблюватиметься, а всередині «мережевих блоків», навпаки, він посилюватиметься, то можна очікувати, що у світі економіці незабаром виникне біполярна система міжнародного ринку цінних паперів: мережа вже сформованих та стабільних фондових бірж США та ЄС, з одного боку, та мережа не таких потужних фондових бірж, які, проте, розвиваються швидкими темпами і пропонують альтернативу інвесторам – як у плані віддачі на інвестиції і рівнях ризику, так і ліквідності та можливого розвитку, з іншого боку. Така система створила б ще більш напружену конкуренцію поміж

міжнародними фондовими біржами. Але, враховуючи претензійність найпотужніших бірж, питання про те, чи довго змогли б вони утримувати конкурентну перевагу лідера, залишається відкритим.

Рівно як і питання щодо того, де буде місце України у такій можливій системі або навіть тій, яка функціонує вже сьогодні. Багато вітчизняних економістів намагалися дати оцінку рівня розвитку фондового ринку України і запропонувати можливі шляхи його покращення. Є цілком очевидно, що вітчизняний фондовий ринок поки що не виконує основне своє завдання: широке залучення фінансових ресурсів для інвестування інноваційних і інших довгострокових економічних проектів та адекватне встановлення цін на фінансові ресурси у процесі взаємодії попиту та пропозиції, вже не кажучи про захист прав інвесторів та стимулювання конкуренції на ринку. Високі ризики на вітчизняному фондовому ринку пов'язані з недосконалою законодавчою базою щодо захисту інвесторів при вкладенні ними коштів у цінні папери, недотриманням прав акціонерів, неадекватною дивідендною політикою тощо. Також на вітчизняному фондовому ринку виникають проблеми пов'язані з неорганізованістю ринку та непрозорими правилами в торгівлі [191]. Звідси виникають і проблеми з ліквідністю та невеликим обсягом торгів, малою капіталізацією ринку, а також відсутністю відкритого доступу до інформації для потенційних інвесторів.

Аналізуючи негативні наслідки кризи 2008 року для фондового ринку України, економісти виявили несприятливі тенденції інтеграції вітчизняного ринку у світову індустрію фондових бірж: з одного боку, доволі вільний доступ великих спекулянтів на фондовий ринок України викликає сильну його залежність від подій на світовому фінансовому ринку, а з іншого – закритість системи ринку цінних паперів та висока вартість входу на нього робить цей ринок недоступним для потенційних малих та середніх інвесторів, що входять на ринок не для спекуляцій. Отже, перше, у випадку навіть мінімальних коливань на світовому ринку, створює цілу турбулентну бурю волатильності на вітчизняному ринку, а тому його падіння виявляється сильнішим та глибшим,

аніж фондових ринків розвинутих країн [192]. Ця та інші причини, що були наведені вище, призвели до того, що низка шанованих міжнародних фінансово – аналітичних організацій, на зразок *Forbes* та *Business Insider*, поставили фондовий ринок України на друге місце у рейтингу найгірших фондових ринків світу. У цьому рейтингу Україна поступається місцем лише Кіпру з його падінням банківської системи та фінансовою кризою загалом [193]. Є цілком очевидними, що Україна повинна створити власну модель розвитку ринку цінних паперів, яка враховувала б усі особливості вітчизняної економічної системи. Вона має бути перш за все зорієнтована на країни з ринками, що розвиваються, інтеграцію з ними, взаємодію як у галузі вироблення спільних підходів до діяльності на ринку цінних паперів, так і у сфері регулювання. Основний акцент, очевидно, повинен бути зроблений на зв'язки з іноземними ринками цінних паперів, адже вони перш за все взаємодіють на міжнародному ринку цінних паперів. Лише у цьому разі можна очікувати, що фондовий ринок України зможе швидко відновитися та працювати на розвиток національної економіки і лише так Україна стане повноцінним членом міжнародного ринку цінних паперів і зможе виконувати на ньому роль важливого гравця.

Висновки до розділу 3

На підставі викладеного можна сформулювати такі висновки:

1. Щодо ефективності системи регулювання у різних країнах, то насправді не існує єдиного критерію, згідно з яким можна було б її визначити. Існують різні підходи щодо визначення ефективності регулювання ринку цінних паперів, проте ми вважаємо, що кількісний підхід є найкращим: формування індексів, які визначають основні елементи системи регулювання у тій чи іншій країні. Їх наявність, або відсутність, за інших рівних умов, дає можливість стверджувати, що регулювання ринку є ефективним або неефективним.

2. На ринку цінних паперів України існує низка складних проблем, що фактично нівелюють усі функції, які він мав би виконувати як інститут. Серед таких проблем можна виділити низьку конкурентоспроможність, непривабливі фінансові інструменти, недосконалу організаційну інфраструктуру та відсутність транспарентності ринку. Його ефективність, за таких обставин, фактично дорівнює нулю.

3. Для розвитку як вітчизняного, так і іноземного сегменту ринку цінних паперів України слід вжити низку невідкладних заходів, проте основним стимулом його розвитку, на думку автора, має бути покращення інституційного середовища функціонування ринку, що передбачає боротьбу з корупцією, встановлення верховенства права та підвищення ефективності регулювання на ринку.

4. У контексті розвитку інституцій ринку цінних паперів варто звернути увагу на те, що цей розвиток відбувається, перш за все, завдяки інтеграції національних ринків цінних паперів. Існує низка чинників, що спричиняють інтеграцію та тих, що зумовлюють зворотне – дезінтеграцію.

5. Слід зазначити, що інтеграція національних ринків цінних паперів не є абсолютним благом, проте іншого напрямку їх розвитку не існує: лише повна їх інтеграція може забезпечити уніфікацію та стандартизацію міжнародного ринку цінних паперів, а відтак, і задоволення потреб його учасників.

6. Україна повинна взяти курс на взаємодію з ринками цінних паперів країн, що розвиваються, адже це дасть їй можливість не лише залучати достатні обсяги капіталу, а й створити економічні взаємозв'язки, що дадуть можливість країні нарешті стати повноцінним членом міжнародного ринку цінних паперів.

Основні результати розділу опубліковано автором в наукових працях:

Гнатюк Р. А. Інтеграція ринків цінних паперів країн, що розвиваються та розвинутих країн / Р. А. Гнатюк // Вісник Львівського національного університету імені Івана Франка (серія економічна). – 2015. – Випуск 52. – С. 334–339.

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення та нове вирішення 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 БІКС.

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 міжнародного ринку цінних паперів ціноутворення є близьким до моделі “досконала конкуренція”, проте кризи міжнародного ринку цінних паперів та фінансова нестабільність засвідчують, що ринковий механізм нерідко зазнає невдач. Теорії, які описують механізм ціноутворення на цьому ринку, є скоріше гіпотезами, бо не були переконливо доведеними. 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 якого функціонують учасники цього ринку. Інституції ринку цінних паперів перш за все 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 вплив чинників інституційного середовища (позакоекономічних) 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 (БІКС 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. Водночас, потенційні учасники ринку цінних паперів також мають 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 мова 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 аналізує 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 ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Економічна теорія: Підручник. / С. В. Мочерний, М. В. Довбенко ; М-во освіти і науки України. – Київ: Видавничий центр «Академія», 2004. – 856 с.
2. Аналітична економія: макроекономіка і мікроекономіка: Підручник // За ред. С. Панчишина, і П. Островерха. Книга 1. – К. : Знання, 2009. – 723 с.
3. Еш С. М. Фінансовий ринок: Навч. пос. / С. М. Еш – Київ: Центр учбової літератури, 2009. – 528 с.
4. Міжнародні фінанси: Навч. посіб. / О. М. Мозговий, Т. Є. Оболенська, Т. В. Мусієць; За заг. 191е л. Д-ра екон. наук, 191е лі. О. М. Мозгового. – К.: КНЕУ, 2005. – 86 с.
5. Міжнародні фінанси: Навч. посіб. / За ред. Д-ра. екон. наук проф. О.І. Рогача – К.: Либідь, 2003.
6. Гроші та кредит: Підручник. – 3-тє вид., перероб. і доп. / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін.; За заг. ред. М. І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2002. – 598 с.
7. Ринок цінних паперів: Метод. вказівки і завдання для сам ост. вивчення дисципліни. – К.: МАУП, 2004. – 88 с.
8. Рубцов Б. Б. Современные фондовые рынки / Б. Б. Рубцов – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 928 с.
9. Мошенский С. З. Рынок ценных бумаг: трансформационные процессы. – М.: Экономика, 2010. – 240 с.
10. Буднік М. М., Мартюшева Л.С., Сабліна Н.В. Фінансовий ринок: Навч. пос. – К.: Київ, Центр учбової літератури, 2009. – 334 с.
11. Івасів Б. С., Комар В.В. Міжнародні ринки грошей і капіталів. Навчально–методичний посібник. – Тернопіль: – ТНЕУ, 2008. – 120 с.
12. Раровська В. В. та ін. Біржова діяльність: Навч. посіб. для студ. вищ. навч. закл. / В.В. Раровська, Л.А. Останкова, С.Е. Акопов. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 144 с.

13. Петрашко Л. П. Міжнародні фінанси: Навч.-метод. посіб. для самот. вивч. дисц. – К.: КНЕУ, 2003. – 221 с.
14. Мендрул О. Г., Шевчук І. А. Ринок цінних паперів: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1998. – 152 с.
15. Міжнародні фінанси: Навч-метод. посібник.– Х.: ХНУ імені В. Н. Каразіна, 2007. –130с
16. Міжнародні фінанси: Навч. посібник. Видання 3–тє, перероб. та доп. – К.: Центр учбової літератури, 2007 – 640 с.
17. Портфельне інвестування. Навч. посібник / А. А. Пересада, О. Г. Шевченко, Ю. М. Коваленко, С. В. Урванцева. – К.: КНЕУ, 2004. – 408 с.
18. Фінанси зарубіжних корпорацій: Підручник / В. М. Суторміна– К.: КНЕУ, 2004. – 566 с.
19. Ананьєв М. Параметри глобального біржового ринку цінних паперів / М. Ананьєв // Ринок цінних паперів України. – Київ, 2013. – № 7–8. – С. 71–80.
20. Рынок ценных бумаг: Учебник / Е.Б. Стародубцева. – М.: ИД ФОРУМ: НИЦ ИНФРА – М, 2013. – 176 с.
21. Щербіна А. Особливості розвитку електронної біржової торгівлі у світі / А. Щербіна // Ринок цінних паперів України. – 2013. – №1–2. – С. 69–75.
22. Ромашко О. Ю. Регулювання міжнародних фондових ринків: навч. посіб. / О.Ю.Ромашко – К.: КНЕУ, 2000. – 240 с.
23. Чеберяко О. В. Сутність і класифікація міжнародних облігацій / О. В. Чеберяко // Вісник Київського Національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – № 127. – К., 2011. – С.25–31.
24. World Federation of Exchanges. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу:<http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/monthly-reports>
25. Базилевич В. Д. Історія економічних учень: підручник: у 2 ч. / В. Д. Базилевич, П. М. Леоненко, Н. І. Гражевська, Т. В. Гайдай; за ред. В. Д. Базилевича. – 2-ге вид., випр. – К.: Знання, 2005. – 567 с.

26. Чубарь О. Г. Інститути та інституціональне середовище: теоретичні узагальнення засад економічного розвитку / О. Г. Чубарь // Науковий вісник Ужгородського університету. Серія «Економіка». – Ужгород, 2013. – Випуск 3 (40). – С. 98–104.
27. Иншаков О. В., Фролов Д. П. Лингвистика институциональной экономики. – Волгоград: Изд-во ВолГУ, 2010. – 280 с.
28. Иншаков О. В. Институция – ключ до розуміння економічних інститутів / О. В. Иншаков, Д. П. Фролов // Економічна теорія. – 2011. – № 1. – С. 52 – 62.
29. Веблен Т. Теория праздного класса / предисловие С. Г. Сорокина (пер. с англ.). – М. : Прогресс, 1984. – 367 с.
30. Commons J. R. Institutional Economics / J. R. Commons // American Economic Review. – 1931. – Vol. 21. – P. 648–657.
31. Норт Д. Институти и економический рост: историческое введение / Д. Норт // THESIS, – 1993. – Вип. 2. – С. 69–90.
32. Норт Д. Институциональные изменения : рамки анализа / Д. Норт // Вопросы экономики. – 1997. – №3. – С. 6–17.
33. Белоусов В. М. Откуда есть пошёл русский институционализм? / В. М. Белоусов // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2005. – Т. 3. – №1. – 177–182 с.
34. Williamson Oliver E. The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead/ Oliver E. Williamson// Journal of Economic Literature, – 2000, – Volume 38, Number 1, – P. 595–613.
35. Гайдай Т. В. Категоріальна визначеність поняття інституції / Т. В. Гайдай // Вісник Київського нац. ун.-ту ім. Т.Шевченка. Економіка. – 2005. – N75/76. – С. 15–19 .
36. Коваленко Ю. М. Сутність інституційного середовища фінансового сектора економіки / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник Донбасу. – 2011. – № 1(23). – С. 92–97.

37. Kamal Amin El – Wassal. The Development of Stock Market: In Search of a Theory / Kamal Amin El – Wassal // International Journal of Economic and Financial Issues. – 2013. – Vol. 3, № 3, P. 606–624.

38. Claessens Stijn. Corporate governance reform issues in the Brazilian equity markets/ Claessens Stijn, Klingebiel Daniela, Lubrano Mike // International Research Journal of Finance and Economics. – 2007. – Vol. 8, P. 245–276.

39. Rafael La Porta. Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform / Rafael La Porta, Florencio Lopez–deSilanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny // Financial Sector Discussion Sector №1. – 1999, Washington D.C.: World Bank, P. 1–42.

40. Akbar Komijani. Analysis of the Role of Protecting Shareholders Rights in Expanding Stock Market in a Selected Developing Countries / Akbar Komijani, Habib Soheili Ahmadi // International Journal of Business and Social Science. – 2012. – Vol. 3, № 17, P. 223–228.

41. George C. Anayiotos. Institutional Factors and Financial Sector Development: Evidence from Sub–Saharan Africa / George C. Anayiotos, Hovhannes Toroyan // IMF Working Paper. – 2009. – № 09/258, P. 1–26.

42. Mondher Cherif. Institutional Determinants of Financial Development in MENA Countries / Mondher Cherif, Christian Dreger // DIW Berlin Discussion papers. – 2014. – № 1422, P. 1–15.

43. Daniel Johansson. The Determinants of Stock Market Development: Implications of a Dynamic Panel Data Model / Daniel Johansson, Andreas Schou Kongstad // Lund University MSc in Finance Thesis. – 2013. – P. 1–52.

44. Enrico C. Perotti. Privatization, political risk and stock market development in emerging economies / Enrico C. Perotti, Pieter van Oijen // Journal of International Money and Finance. – 2001. – Vol. 20, P. 43–69.

45. Transparency International. [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.transparency.org/what-is-corruption/#define>.

46. Hasan Ayaydin. Corruption, banking sector and stock market development: A Panel Data Analysis / Hasan Ayaydin, Nuri Baltaci // International Association of Social Science research. – 2013. – Vol. 1, Issue 2, P. 94–99.

47. Daniel Kaufmann. The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues / Daniel Kaufmann, Aart Kraay, Massimo Mastruzzi // The World Bank Development Research Group. – 2010. – Policy Research Working Paper 5430, P. 29. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/pdf/wgi.pdf>

48. Рябокiнь М. В. Теоретичнi пiдходи щодо оцiнювання ефективностi функцiонування фондових бiрж України/ Рябокiнь М.В., Юзвiна М.О. // Збiрник наукових праць Нацiонального унiверситету державної податкової служби України. – 2011. – № 2. – С. 253–261.

49. Салин В. Н. Биржевая статистика : учеб. пособие / В. Н. Салин, И. В. Добашина. – М. : Финансы и статистика, 2003. – 176 с.

50. Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов, обучающихся по экономическим специальностям / под ред. Е.Ф. Жукова. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2009. – 567 с.

51. Мошенський С. З. Вексель. Базові концепції./ С. З. Мошенський – К. – Рівне: Планета–друк, 2007. – 1201 с.

52. Мозговий О. М. Фондовий ринок: Навч. пос./ О. М. Мозговий – К.: КНЕУ, 1999. – 316 с.

53. Омельченко О. І. Ретроспектива становлення та розвитку ринку цінних паперів / О. І. Омельченко, О. А. Козлова // Бізнес Інформ – №1. – 2013. – С. 277–281.

54. Баула О. В. Еволюція поглядів учених економістів на роль ринку цінних паперів / О.В. Баула // Історія народного господарства та економічної думки України. – Випуск 39 – 40. – 2007. – С. 329–331.

55. Бродель Ф. Матеріальна цивілізація, економіка і капіталізм, XV–XVIII ст. – Том 1 / Ф. Бродель – Пер. з фр. – К.: Основи, 1995. – 544 с.

56. Ковальчук В. М. Історія економіки та економічної думки: Навч. пос. / В.М. Ковальчук, М.В. Лазарович, М.І. Сарай – К.: Знання, 2008. – 647 с.
57. Smith A. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations / An Electronic Classics Series Publication – The Pennsylvania State University, 2005. – 786 P.
58. Милль Дж. С. Основы политической экономии с некоторыми приложениями к социальной философии / Дж. С. Милль. – М.: Эксмо, 2009. – 1040 с.
59. Маркс К. Капітал. Критика політичної економії. – Том 3. – Кн. 3 / К. Маркс, Ф. Енгельс. Твори. – Том 25. – Ч. 1. – 1200 с.
60. Родионова Н. К. Методологические основы исследования рынка ценных бумаг / Н. К. Родионова, И. С. Кондрашова // Социально-экономические явления и процессы. – 2011. – № 5–6. – С. 203–206.
61. Кейнс Дж. М. Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента і грошей: Реферат–дайджест. – К.: АУБ, 1999. – 189 с.
62. Євтушевська О. В. Теорії розвитку корпоративних відносин у працях Джона Мейнарда Кейнса / О. В. Євтушевська // Теоретичні та прикладні питання економіки. – Випуск 26. – 2011. – С. 257–261.
63. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег // Дж. М. Кейнс – Антология экономической классики. – М.: «ЭКОНОВ», «Ключ», 1993. – 486 с.
64. Bachelier L. (1900). Theorie de la speculation: Paris doctoral dissertation in mathematics. Annales Scientifiques de l'Ecole Normale Supereriere, Ser. 3, XVII: 21 – 86.
65. Fama E. F. The behavior of stock – market prices/ Fama E. F. // The Journal of Business. – Vol. 38 (1). – 1965. – P. 34–105.
66. Домбровський В.С. Гіпотеза ефективного ринку як сучасна концепція фондового ринку/ В.С. Домбровський, А.Л. Пластун, В.Л. Пластун // Актуальні проблеми економіки. – № 1 (139). – 2013. – С. 14–19.

67. Pao L. Cheng. Portfolio Returns And The Random Walk Theory/ Pao L. Cheng and M. King Deets // The Journal of Finance. – Vol. 26 (1). – 1971. – P. 11–30.
68. Fama E. F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work / Fama E. F. // Journal of Finance. – Vol. 25 (2). – 1970. – P. 383–417.
69. Burton G. Malkiel. The Efficient Market Hypothesis And Its Critics / Burton G. Malkiel // Journal of Economic Perspectives. – Vol. 17 (1). – 2003. – P. 59–82.
70. Zeeman E. C. On the unstable behavior of stock exchanges/ Zeeman E. C. // Journal of Mathematical Economics. – Vol. 1. – 1974. – P. 39–49.
71. Ramona Birau. The Implications of Catastrophe Theory for Stock Market Forecasting / Ramona Birau // ARPN Journal of Science and Technology. – Vol. 2 (5). – 2013. – P. 360–363.
72. Fischer Black. Noise / Fischer Black // The Journal of Finance. – Vol. 41(3). – 1986. – P. 529–543.
73. Бураков Д. В. Ограниченная рациональность и теория шума Блэка / Бураков Д. В. // Экономика и социум. – № 4(13). – 2014. [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: http://iupr.ru/osnovnoy_razdel_4_13_2014g/
74. Vaga T. The Coherent Market Hypothesis / Vaga T. // Financial Analysts Journal. – Vol. 46(6). – 1991. – P. 36–49.
75. George Soros. Fallibility, Reflexivity, and the Human Uncertainty Principle / George Soros // Journal of Economic Methodology. – Vol. 20(4). – 2013. – P. 309–329.
76. Carrie M. Thomas. Chaos Theory versus the Efficient Market Hypothesis in Financial Markets/ Carrie M. Thomas // University of Tennessee Honors Thesis Projects. – 2002 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: http://trace.tennessee.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1605&context=utk_chanhonoproj
77. Williams J. B. The Theory Of Investment Value / J. B. Williams // Cambridge, Mass., Harvard University Press. – 1938. – 613 p.

78. Sornette D. Stock Market Speculation: Spontaneous Symmetry Breaking of Economic Valuation/ Sornette Didier // *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*. – Vol. 284 (1–4). – 2000. – P. 355–375.

79. Andrew W. Lo. The Adaptive Markets Hypothesis: Market Efficiency from an Evolutionary Perspective / Andrew W. Lo // *Journal of Portfolio Management*. – Vol. 30 (5). – 2004. – P. 1–30.

80. Andrew W. Lo. Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis / Andrew W. Lo // *The Journal of Investment Consulting*. – Vol. 7 (2). – 2005. – P. 21–44.

81. Robert R. Prechter. Elliot waves, Fibonacci and Statistics / Robert R. Prechter // *Socionomics*. – 2006 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://www.socionomics.org/pdf/EW_Fibo_Statistics.pdf

82. Martin Sewell. Behavioral Finance / Martin Sewell // University of Cambridge. – 2010. – P. 1–13.

83. Nicholas Barberis. A Survey of Behavioral Finance / Nicholas Barberis, Richard Thaler // *Handbook of the Economics of Finance*. – Vol. 1 (1). – Chapter 18. – 2002. – P. 1053–1128.

84. Jay Ritter. Behavioral finance / Jay Ritter // *Pacific–Basin Finance Journal*. – Vol. 11 (4). – 2003. – P. 429–437.

85. Daniel Kent. Investor Psychology and Security Market Under– and Overreactions/ Kent Daniel, David Hirshleifer, Avanidhar Subrahmanyam // *The Journal of Finance*. – Vol. 53 (6). – 1998. – P. 1839–1885.

86. Жупаненко В. Сучасне трактування інфраструктури фондового ринку / В. Жупаненко // *Ринок цінних паперів України. Вісник Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку*. – 2010. – № 3 – 4. – С. 63–73.

87. Coase R. H. The Problem of Social Cost / R. H. Coase. // *Journal of Law and Economics*. – 1960. – Vol. 3. – P. 1–44.

88. Єпіфанов А. О. Інфраструктура фондового ринку як інституціалізована форма трансакції / А. О. Єпіфанов, Р. В. Коробка // *Вісник Української академії банківської справи*. – 2012. – № 2 (33). – С. 3–7.

89. Лапішко З. Я. Формування інфраструктури регіонального ринку цінних паперів: автореф. Дис. На здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / З. Я. Лапішко. – Львів. – 2008. – 28 с.

90. Коваленко Ю. М. Сутність інституційного середовища фінансового сектора економіки / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник Донбасу. – 2011. – № 1(23). – С. 92–97.

91. Зимарин К. А. Еврооблигации в процессе развития европейской интеграции / Зимарин К. А. // Мировая экономика и международные экономические отношения. Экономические науки. – 2012. – № 6(91), С. 204–208.

92. ICMA. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.icmagroup.org/About-ICMA/>

93. Shaofang Li. Competition in the Clearing and Settlement Industry / Shaofang Li, Matej Marinč // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. – 2016. – Vol.40, P. 134–162.

94. The Giovannini Group. Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу:

http://ec.europa.eu/finance/financialmarkets/docs/clearing/first_giovannini_report_en.pdf

95. BIS. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1?p=20004&c=>

96. Шелудько В. Сучасні тенденції розвитку світового ринку деривативів / В. Шелудько., В. Вірченко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. – 2014. – 10(163), С. 81–87.

97. Kamal Amin El – Wassal. Stock market growth: an analysis of cointegration and causality/ Kamal Amin El – Wassal // Economic Issues. – 2005. – Vol.10, Part 1. – P. 37–58.

98. Zbigniew Kominek. Stock market and industry growth: an eastern European perspective / Zbigniew Kominek // European Bank for reconstruction and

development, – 2003. Working paper № 81 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.ebrd.com/downloads/research/economics/workingpapers/wp0081.pdf>

99. Valeriano F.Garcia. Macroeconomic determinants of stock market development / Valeriano F.Garcia, Lin Lui // Journal of Applied Economics. – 2009. – Vol.2, № 1. – P. 29–59.

100. Naliniprava Tripathy. Causal Relationship between Macro – Economic indicators and stock market in India / Dr. Naliniprava Tripathy // Asian Journal of Finance and Accounting. – 2011. – Vol. 3, №1. – P. 208–226.

101. Holger Sandte. Stock market vs GDP growth: a complicated mixture/ Holger Sandte// BNY Mellon Asset Management. – 2012 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: http://www.bnymellonam.jp/wordpress/wp-content/uploads/2012_024_e_WLBStock.pdf

102. John Hawksworth. Are stock markets reliable leading indicators of the real economy for the US and the UK? / John Hawksworth, Yih Lin The // Pricewaterhouse Coopers Review. – 2013 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.pwc.co.uk/services/economics-policy/insights/stock-markets-and-the-real-economy.html>

103. Sarbapriya Ray. Testing Granger Causal Relationship Between Macroeconomic Variables and Stock Price Behaviour: Evidence from India / Sarbapriya Ray // Advances in Applied Economics and Finance (AAEF). – 2012. – Vol. 3, №1. – P. 470–481.

104. Yessengali Oskembayev . The impact of macroeconomic indicators on stock exchange performance in Kazakhstan / Yessengali Oskembayev, Mesut Yilmaz, Dauren Chagirov // African Journal of Business and Management. – 2001. – Vol. 5, №7. – P. 2985–2991.

105. Yu Hsing. Impact of macroeconomic variables on the stock market in Slovakia and policy implications / Yu Hsing // Economics & Economy. – 2013. – Vol. 1, №1. – P. 7–16.

106. Ali Faez. Investigating the role of foreign direct investment on stock market: evidence from Tehran stock exchange / Ali Faez and others // Journal of Applied Science and Agriculture. – 2014. – Vol. 9(6). – P. 2492–2500.

107. Yu Hsing. Effect of Macroeconomic Variables on the Stock Market: The Case of The Szech Republic / Yu Hsing // Theoretical and Applied Economics. – 2011. – Vol. XVIII, № 7 (560). – P. 53–64.

108. Yu Hsing. Macroeconomic determinants of stock market index for a Major Latin American country and policy implications / Yu Hsing, Michael C. Budden, Antoinette S. Phillips // Macrothink Institute – Business and Economic Research. – 2012. – Vol. 2, №1. – P. 1 – 10.

109. Job Wanjala Barasa. Macroeconomic determinants of stock market performance in Kenya: Case of Nairobi Securities Exchange. – 2014. [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://erepository.uonbi.ac.ke/handle/11295/74949>.

110. Joel Hinaunye Eita. Modelling Macroeconomic Determinants Of Stock Market Prices: Evidence From Namibia / Joel Hinaunye Eita // Journal of Applied Business Research (JABR). – 2012. – Vol. 28, № 5. – P. 871–884.

111. Donatas Pilinkus. The short–run relationship between stock market prices and macroeconomic variables in Lithuania: an application of the impulse response function / Donatas Pilinkus, Vytautas Boguslauskas // Economics of Engineering Decisions. – 2009. – Vol. 5 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: [https://www.researchgate.net/publication/228733798_The_short-run_relationship_between_stock_market_prices_and_macroeconomic_variables_in_Lithuania_An_app
lication_of_the_impulse_response_function](https://www.researchgate.net/publication/228733798_The_short-run_relationship_between_stock_market_prices_and_macroeconomic_variables_in_Lithuania_An_application_of_the_impulse_response_function)

112. Allan Silveira dos Santos. Interaction between Macroeconomics Variables and IBOVESPA, Brazilian Stock Market Index: an Analysis from a VEC Model / Allan Silveira dos Santos, Angelo Rondina Neto, Eliane Araujo, Luma De Oliveira , Mateus Boldrine Abrita // Transnational Corporations Review. – 2013. – Vol. 5, Issue 4. – P. 81–95.

113. Yu Hsing. IMPACTS OF MACROECONOMIC VARIABLES ON THE STOCK MARKET IN BULGARIA AND POLICY IMPLICATIONS / Yu Hsing // East –West Journal of Economics & Business. – 2011. – Vol. 14, Issue 2. – P. 41–53.

114. Radoslaw Kurach. Stock market development in CEE countries – the panel data analysis/ Radoslaw Kurach // EKONOMIKA. – 2010. – Vol.89 (3). – P. 20–29.

115. Levine R. Stock Market Development and Long–Run Growth/ Levine R., Zervos S. // World Bank Economic Review. – 1996. – 10(2). – P. 323–339.

116. Mohamed Khaled Al–Jafari. Investigating the relationship between stock market returns and economic variables: evidence from developed and emerging markets / Mohamed Khaled Al–Jafari, Rashed Mohammed Salameh, Mohammad Rida Habbash // International Research Journal of Finance and Economics. – 2011. – Issue 79. – P. 6–30.

117. The Myth of GDP and stock market returns. Virtus Mutual Funds. – 2009 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.slideshare.net/Zorro29/the-myth-of-gdp-and-stock-market-returns>

118. Terra Paulo R. S. The Stock Returns–Inflation Causality Revisited: Analyzing the Evidences for 31 Developed and Emerging Countries / Bruno Breyer Caldas, Paulo Renato Soares Terra // Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) Working paper. – 2006 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: http://www.academia.edu/3116196/The_stock_returns_inflation_causality_revisited_analysing_the_evidences_for_31_developed_and_emerging_countries

119. Shukairi Nori Mousa. The relationship between inflation and stock prices (case of Jordan) / Shukairi Nori Mousa, Waleed al Safi, Abdul Baset Hasonah, Marwan Mohammad Abo–orabi // IJRRAS. – 2012. – Vol. 10, №1. – P. 46–52.

120. Nadeem Sohail. Long – Run and Short – Run Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Prices in Pakistan / Nadeem Sohail, Zakir Hussain // Pakistan Economic and Social Review. – 2009. – Vol. 47, №2. – P. 183–198.

121. Samveg Patel. The effect of macroeconomic determinants on the performance of the Indian stock market / Samveg Patel // NMIMS Management Review. – 2012. – Vol. XXII. – P. 117–127.

122. Pramod Kumar Naik. The Impact of Macroeconomic Fundamentals on Stock Prices Revisited: Evidence from Indian Data / Pramod Kumar Naik, Puja Padhi // Eurasian Journal of Business and Economics. – 2012. – Vol. 5 (10). – P. 25–44.

123. Aurangzeb Dr. Factors affecting performance of stock market: evidence from South Asian countries/ Dr. Aurangzeb // International journal of academic research in business and social sciences, – 2012. Vol. 2, №9 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.hrmars.com/admin/pics/1086.pdf>

124. Andreas Humpe. Can macroeconomic variables explain long term stock market movement? A comparison of the US and Japan / Andreas Humpe, Peter Macmillan // Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis Working Paper Series. – 2007. – 07/20. – P. 1–23.

125. Bakhtiar Moazzami. Stock market and inflation: evidence from 12 developed and emerging economies/ Bakhtiar Moazzami // International Business and Economics Research Journal. – 2010. – Vol. 9, №11. [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.cluteinstitute.com/ojs/index.php/IBER/article/viewFile/24/22>

126. Mihedi Masduzzaman. Impact of the macroeconomic variables on the stock market returns: the case of Germany and the United Kingdom/ Mihedi Masduzzaman // Global journal of management and business research. – 2012. – Vol. 12, issue 16. – P. 22–34.

127. John Murcia. Macroeconomic Estimation of Selected Philippine Stock Market Indices / John Vianee B. Murcia // Southern Asian Interdisciplinary Research Journal. – 2014. – Vol. 2, №1. – P. 10–18.

128. Joseph Ato Forson. Selected Macroeconomic Variables and Stock Market Movements: Empirical Evidence from Thailand / Joseph Ato Forson, Jakkaphong Janrattanagual // Contemporary Economics. – 2014. – Vol. 8, Issue 2. – P. 154–174.

129. Cristina Balint. The Correlation between Macroeconomic Variables and The Bucharest Stock Exchange Share Prices / Cristina Balint // Finances – Challenges of the Future. – 2010. – Vol. 1, Issue 12. – P. 189–195.

130. Lakshmi Kalyanaraman. Macroeconomic Forces and Stock Prices: Some Empirical Evidence from Saudi Arabia/ Lakshmi Kalyanaraman, Basmah Al Tuwajri // International Journal of Financial Research. – 2014. – Vol. 5, № 1. – P. 81–92.

131. Abdullah Al – Mutairu. Macroeconomic Determinants Of The Behavior of Kuwait Stock Exchange / Abdullah Al – Mutairu, Husain Al – Omar // Studies in Business and Economics. – 2007. – Vol. 13, № 1. – P. 39–50.

132. Bahram Dadgostar. Dynamic Relationship Macroeconomic Variables and the Canadian Stock Market / Bahram Dadgostar, Bakhtiar Moazzami [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://na-businesspress.homestead.com/dadgostarweb.pdf>.

133. Joseph Tagne Talla. Impact of Macroeconomic Variables on the Stock Market Prices of the Stockholm Stock Exchange (OMXS30) / Joseph Tagne Talla // Jonkoping International Business School [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:630705/FULLTEXT02>.

134. Caroline Geetha. THE RELATIONSHIP BETWEEN INFLATION AND STOCK MARKET: EVIDENCE FROM MALAYSIA, UNITED STATES AND CHINA / Caroline Geetha, Rosle Mohidin, Vivin Vincent Chandran, Victoria Chong // International Journal of Economics and Management Sciences. – 2011. – Vol. 1, №. 2. – P. 01–16.

135. Jesus Gonzalo. The reaction of stock market returns to anticipated unemployment / Jesus Gonzalo, Abderrahim Taamouti // Economic Department, Universidad Carlos III de Madrid Working paper. – 2011 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: http://www.eco.uc3m.es/personal/ataamout/Taamouti_Gonzalo_The_Reaction_of_Stock_Market_Returns_to_Anticipated_Unemployment.pdf

136. Mirza Vejzagic. Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Index: Co – Integration Evidence from FTSE Bursa Malaysia Hujrah Shariah

Index / Mirza Vejzagic, Hashem Zarafar // Asian Journal of Management Sciences & Education. – 2013. – Vol. 2, №4. – P. 94–108.

137. Jesus G. Garza–Garcia. International determinants of stock market performance in China: a cointegration approach / Jesus G. Garza–Garcia, Yue // Centre for global finance. – 2010. – № 03/10. – P. 1 – 25.

138. Tim Wood. US interest rates, the Fed and Stock market / Tim Wood // The Market Oracle. – 2010 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.financialsense.com/contributors/tim-wood/interest-rates-the-fed-and-equities>

139. Biniv Maskay. Analyzing the effect of change in money supply on stock prices/ Biniv Maskay // The Park Place Economist. – 2007. – Vol. XV. – P. 72–79.

140. Pooja Singh. An Empirical Relationship between Selected Indian Stock Market Indices and Macroeconomic Indicators / Pooja Singh // IMPACT: International Journal of Research in Business Management. – 2014. – Vol. 2. issue 9. – P. 81–92.

141. Sherife Ozlen. The effects of domestic macroeconomic determinants on stock returns: a sector level analysis / Sherife Ozlen // European journal of economic studies. – 2014. – Vol. 8, №2. – P. 75–84.

142. Charles Adjasi. Effect of Exchange Rate Volatility on The Ghana Stock Exchange / Charles Adjasi, Simon K. Harvey, Daniel Agyapong // African Journal of Accounting, Economics, Finance and Banking Research. – 2008. – Vol. 3, №3. – P. 28–47.

143. Nikolaos Sariannidis. A GARCH Examination of Macroeconomic Effects on The U.S. Stock Market: A Distinction Between the Total Market Index and The Sustainability Index / Nikolaos Sariannidis, Grigoris Giannarakis, Nicolaos Litinas, George Conteos // European Research Studies. – 2010. – Vol. XIII, Issue 1. – P. 129–142.

144. Mehwish Zafar. Determinants of stock market performance in Pakistan / Mehwish Zafar // Interdisciplinary journal of contemporary research in business. – 2013. – Vol. 4, №9. – P. 1017–1026.

145. Fulbert Tchana Tchana. Stock – markets lead to more FDI...or is it vice – versa? [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://blogs.worldbank.org/developmenttalk/stock–markets–lead–more–fdior–it–vice–versa>.

146. World Bank Statistics. [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://databank.worldbank.org/data//reports.aspx?source=2&country=&series=NY.GNS.ICTR.ZS&period=>.

147. Edward L. Glaeser. Do institutions cause growth? / Edward L. Glaeser, Rafael La Porta, Florencio Lopez–de–Silanes, Andrei Shleifer // Journal of Economic Growth. – 2004. Vol. 9(3). – P. 271–303.

148. Simeon Djankov. The new comparative economics / Simeon Djankov, Edward Glaeser, Rafael La Porta, Florencio Lopez–de–Silanes, Andrei Shleifer // Journal of Comparative Economics. – 2003. Vol. 31. – P. 595–619.

149. Carvajal A. Strengths and Weaknesses in Securities Market Regulation: A Global Analysis / Ana Carvajal, Jennifer Elliott // IMF Working Paper. – 2007. WP/07/259. – P. 1–49.

150. Bouckaert, Boudewijn and De Geest, Gerrit (eds.). Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts , Cheltenham, Edward Elgar, 2000, 1205 p.

151. TanjaBoskovic. Comparing European and U.S. Securities Regulations / TanjaBoskovic, CarolineCerruti, MichelNoel // World Bank Working Paper No. 184. – 2010, 176 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: http://siteresources.worldbank.org/ECAEXT/Resources/258598-1256842123621/6525333-1263245503321/European_US_SecuritiesRegulations.pdf

152. Financial Stability Board. Global adherence to regulatory and supervisory standards on international cooperation and information exchange [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/PLEN2014132–Status–Update–on–International–Cooperation–and–Information–Exchange–initiative–FINAL.pdf>

153. John Carson. Self – Regulation in Securities Markets / John Carson // The World Bank – Policy Research Working Paper 5542. – 2011, 73 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу:

http://siteresources.worldbank.org/FINANCIALSECTOR/Resources/WPS5542_Self_Regulation_in_Securities_Markets.pdf

154. Sadakazu Osaki. An Optimal System for Supervising Japan's Securities Markets / Sadakazu Osaki // Capital research Journal. – 2001. Vol. 4.4. – P. 1–16.

155. 5th COMPARATIVE ANALYSIS OF ASIAN SECURITIES REGULATORS & SROs AND MARKET CHARACTERISTICS [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу:

[http://www.asiasecuritiesforum.org/pdf/2014/5thCOMPARATIVEANALYSISOFASIANSECURITIESREGULATOR\(final\).pdf](http://www.asiasecuritiesforum.org/pdf/2014/5thCOMPARATIVEANALYSISOFASIANSECURITIESREGULATOR(final).pdf)

156. Japan: IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation – Detailed Assessment of Implementation [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12230.pdf>

157. Chenxia Shi. Protecting Investors in China Through Multiple Regulatory Mechanisms and Effective Enforcement / Chenxia Shi // Arizona Journal of International & Comparative Law. – 2007. Vol. 24.2. – P. 451–497.

158. China's securities and futures markets – “Securities Knowledge Manual”, Published by China Securities Regulatory Commission, 2007, 62 p. [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу:

http://www.csrc.gov.cn/pub/csrc_en/Informations/publication/200812/P020090225568827507804.pdf

159. Yuwa Wei. The Development of the Securities Market and Regulation in China / Yuwa Wei // Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Review. – 2005. Vol. 27. – P. 479–514.

160. Indian Securities Market. Volume XIII, 2010 [Электронный ресурс]. – Режим доступа до ресурсу: http://www.nseindia.com/content/us/ismr_full2010.pdf

161. Sabarinathan G. Securities and Exchange Board of India and the Regulation of the Indian Securities Market / G. Sabarinathan // IIM Bangalore

Research Papers. – 2010. Paper No. 309, 54 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу:

<https://www.iimb.ernet.in/research/sites/default/files/WP%20No.%20309.pdf>

162. Suchismita Bose. Securities Market Regulations: Lessons from US and Indian Experience / Suchismita Bose // Money and Finance. – 2005. Jan – June. – P. 83–124.

163. India: Role of Self-Regulatory Organizations in Securities Market Regulation. The World Bank. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу:

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/12720/703570PNT0P10200SRO0Policy0Note2007.pdf?sequence=1>

164. Brazil Company Laws and Regulations Handbook, International Business Publications, USA, 2013 [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу:

https://books.google.com.ua/books?id=40RB5ZVEkV4C&pg=PA313&lpg=PA313&dq=Brazil+Company+Laws+and+Regulations+Handbook&source=bl&ots=wWVqqXrzEW&sig=JCLSy1GgHlbwte4FYj7RQJqmvY&hl=uk&sa=X&ved=0ahUKEwj5qX2_JpAhVJEpoKHR_VCJcQ6AEIMTAD#v=onepage&q=Brazil%20Company%20Laws%20and%20Regulations%20Handbook&f=false

165. Financial Regulation in South Africa. Hans Falkena. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу:

[http://www2.resbank.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/E8D79424F5A87CA542256B52005CA2B3/\\$File/fregch1.pdf](http://www2.resbank.co.za/internet/Publication.nsf/LADV/E8D79424F5A87CA542256B52005CA2B3/$File/fregch1.pdf)

166. Reviewing the Regulation of Financial Markets in South Africa. Policy document explaining the Financial Markets Bill, 2011. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу:

<http://www.treasury.gov.za/public%20comments/FMB/FMB%20policy%20document.pdf>

167. Таміліна Л. В. Дослідження ролі інституційних детермінантів економічного зростання в країнах з перехідною економікою / Л. В. Таміліна // Наукові праці Дон. НГУ. Серія «Економіка». Вип. 89–3. – 2005. – № 91. – С. 104–110.

168. Yoon–Ho Alex Lee. The Efficiency Criterion for Securities Regulation: Investor Welfare or Total Surplus? / Yoon–Ho Alex Lee // *Arizona Law Review*. – 2015. Vol. 57 – 1. – P. 85–128.

169. Joseph Silvia. Efficiency and Effectiveness in Securities Regulation: Comparative Analysis of the United State's Competitive Regulatory Structure and the United Kingdom's Single–Regulator Model / Joseph Silvia // *DePaul Business and Commercial Law Journal*. – 2008. Vol. 6, Issue 2. – P. 24 –263.

170. Стукало Н. В. Теоретико–методологічні основи глобальної фінансової кризи / Н. В. Стукало, М. В. Литвин, Г. Г. Полішко // *Економічний простір*. – 2015. – № 101. – С. 51 – 61.

171. Лисенко Р. Сучасні фінансові кризи та показники фінансової стабільності країн / Р. Лисенко // *Вісник Національного банку України*. – 2004. –№ 10. – С. 50 – 52.

172. Rafael La Porta. What Works in Securities Laws? / Rafael La Porta, Florencio Lopez–De–Silanes, Andrei Shleifer // *THE JOURNAL OF FINANCE*. – 2006. Vol. LXI,1. – P. 1–32.

173. Ватаманюк З. Г. Інституційна ефективність ринку цінних паперів в Україні / З. Г. Ватаманюк, О. В. Баула // *Фінанси України*. – 2008. – № 3. – С. 101–110. – [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2008_3_10

174. Малишенко К. А. Сучасний стан ринку цінних паперів: проблеми та перспективи / К. А. Малишенко // *Ефективна економіка*. – 2014. – №7. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3175>

175. Баула О. В. Перспективи інтеграції вітчизняного ринку цінних паперів у світовий фондовий ринок / О. В. Баула, Т. Л. Никитюк // *Економічний форум*. – 2015. – № 2. – С. 255–261. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecfor_2015_2_43

176. Петренко О. І. Сучасний стан та тенденції розвитку фондового ринку України / О. І. Петренко // *Проблеми підвищення ефективності інфраструктури*.

– 2013. – Вип. 37. – С. 103–110. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ppei_2013_37_16

177. Рекуненко І. І. Діяльність фондових бірж на тлі глобалізаційних процесів / І. І. Рекуненко // Вісник Української академії банківської справи. – 2013. – № 1. – С. 113–120.

178. Річний звіт Національної Комісії з Цінних Паперів та Фондового Ринку за 2015 рік. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1473066406.pdf

179. Калинець К. С. Аналіз світового досвіду організації фондової біржі в контексті можливостей його використання в Україні / К. С. Калинець // Регіональна економіка. – 2009. – № 3. – С. 182–191.

180. Редзюк Є. В. Угода про асоціацію між Україною та Європейським Союзом і підписання Директив ЄС: можливі ризики для вітчизняного ринку цінних паперів / Є. В. Редзюк // Фінанси України. – 2015. – № 1. – С. 98–110.

181. Інституційні чинники розвитку фінансового сектору економіки в умовах ринкової трансформації : монографія / В. М. Соболев, М. В. Олійник, О. Л. Яременко, І. В. Шкодін, М. В. Іващенко; ред.: В. М. Соболев; Нац. банк України, Ун–т банк. справи. – К. : УБС НБУ, 2010. – 350 с.

182. КОМПЛЕКСНА ПРОГРАМА РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ УКРАЇНИ ДО 2020 РОКУ. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=18563297>

183. Pui Sun Tam. Rethinking stock market integration: globalization, valuation and convergence/ Pui Sun Tam, Pui I Tam // SFB–649 Economic Risk, Berlin. – 2012. – 50 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://edoc.hu-berlin.de/series/sfb-649-papers/2012-52/PDF/52.pdf>

184. Asma Mobarek. Global stock market integration and the determinants of co–movements: evidence from developed and emerging countries / Asma Mobarek // Stockholm University Business School Review. – 2012. – 61 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <http://business.nasdaq.com/Docs/Global%20Stock>

[%20Market%20Integration%20and%20the%20Determinants%20of%20Co%20Movements%20Evidence%20from%20Developed%20and%20Emerging%20Countries%202011.pdf](#)

185. Wing-Keung Wong. The relationship between stock markets of major developed countries and Asian emerging markets / Wing-Keung Wong // Journal of applied mathematics and decision sciences. – 2004. – Vol. 8, № 4. – P. 201–218.

186. Bart Frijns. Political crises and the stock market integration of emerging markets / Bart Frijns, Alireza Tourani-Rad, Ivan Indriawan // Journal of Banking & Finance. – 2012. – Volume 36, Issue 3. – P. 644–653.

187. Paulo Matos. Integration and Contagion of BRIC Financial Markets / Paulo Matos, Regis Oquendo, Nicolino Trompieri // NCF Researching Paper Series. – 2015. – 02. – P. 1–23.

188. Ajit Singh. The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets / Ajit Singh // UNCTAD Review. – 1993. – P. 1–28.

189. Randal Morck. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? / Randal Morck // Journal of Financial Economics. – 2000. – №58. – P. 215–260.

190. Eswar Prasad. Financial Markets and Emerging Economies – The Decoupling Debate Is Back! / Eswar Prasad, M. Ayhan Kose // Foreign Policy Magazine. – 2009, June [Електронний ресурс]. – Режим доступу до ресурсу: <https://www.brookings.edu/articles/financial-markets-and-emerging-economies-the-decoupling-debate-is-back/>

191. Чемодуров О. Розвиток фондового ринку в умовах кризи / О. Чемодуров // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 12. – С. 10–14.

192. Васюткіна Н. В. Сучасний стан розвитку фондового ринку України / Н. В. Васюткіна // Сталий розвиток економіки. – 2012. – №6. – С. 286–292.

193. Lucas Kawa. The 10 worst performing stock markets in the world. / Lucas Kawa // Business Insider. – 2012. – December 31. [Електронний ресурс]. – Режим

доступу до ресурсу: <http://www.businessinsider.com/the-worst-stock-markets-of-2012-2012-12?op=1>

ДОДАТКИ

Сегментація міжнародного фінансового ринку

На думку автора, та на основі структури наведеної у проаналізованій літературі [1 – 14], пропонуємо свою схему сегментації міжнародного (світового) фінансового ринку та місце міжнародного ринку цінних паперів у ньому:



Професійна діяльність учасників на міжнародному ринку цінних паперів

Загалом існує кілька видів професійної діяльності, яку учасники ринку можуть здійснювати [3, с. 333-334]:



Діяльність з управління активами інституційних інвесторів – проводиться особливою організацією – компанією з управління активами – за винагороду від свого імені або на підставі укладання договору між інституційним інвестором та організацією про управління активами. Цей вид діяльності регулюється спеціальним законодавством.

Депозитарна діяльність - це діяльність щодо надання послуг зберігання цінних паперів незалежно від форми їх випуску, відкриття та ведення рахунків у цінних паперах, обслуговування операцій на цих рахунках (включаючи кліринг і розрахунки за угодами щодо цінних паперів) та обслуговування операцій емітента щодо випущених ним цінних паперів

Діяльність з організації торгівлі на фондовому ринку – це діяльність учасника фондового ринку спрямована на створення усіх необхідних умов щодо поширення інформації про торги між іншими учасниками ринку, проведення торгів цінними паперами за наперед встановленими правилами, укладання угод та здійснення клірингу за ними, а також розв'язання торговельних суперечок між учасниками торгів

Діяльність з торгівлі цінними паперами проводиться господарськими товариствами, для яких операції з цінними паперами – єдиний вид діяльності, а також великими комерційними банками:

<p>Брокерська діяльність – укладання торгівцем договорів (комісії, доручення тощо) щодо цінних паперів від свого імені, але за дорученням і за рахунок іншої особи.</p>	<p>Дилерська діяльність – укладання торгівцем договорів щодо цінних паперів від свого імені, при чому за свій власний рахунок з метою перепродажу фінансового активу в майбутньому.</p>	<p>Андеррайтинг – розміщення (або гарантування продажу) цінних паперів торгівцем за дорученням, від імені та за рахунок емітента. Часто цей вид діяльності використовується для того, аби залучити доволі значні суми коштів навіть за мірками ринку цінних паперів: це дуже часто трапляється на міжнародному ринку.</p>	<p>Діяльність з управління цінними паперами – діяльність, яка провадиться торгівцем цінними паперами від свого імені за винагороду протягом визначеного строку на підставі договору про управління переданими йому цінними паперами та грошовими коштами, призначеними для інвестування в цінні папери, а також отриманими в процесі цього управління цінними паперами та грошовими коштами, які належать на праві власності установнику управління, в його інтересах або в інтересах визначених ним третіх осіб.</p>
---	---	---	---

Правовий статус міжнародних фондових бірж

За правовим статусом у світовій практиці існує три види фондових бірж [3, с. 402]:

Публічно-правові організації

- це фондова біржа, діяльність якої постійно регулюється відповідними державними органами. Характерною є для Німеччини та Франції, де держава приймає участь у розробці Правил біржової торгівлі, контролює їх виконання, регулює забезпечення підтримки правопорядку на біржі під час проведення торгів, тощо.

Приватні фондові біржі

- це приватні організації, що створюються, як правило, у формі акціонерних товариств і отримують від держави самостійність щодо питань встановлення правил та ведення торгівлі. Звичайно ж, біржові угоди змушені укладатися відповідно до чинного в країні законодавства. Держава ж усувається від регулювання діяльності біржі: вона не надає жодних гарантій і не бере на себе ніякої відповідальності щодо стабільності біржової торгівлі та зниження ризику торговельних угод. Такий тип поширений у Великобританії та США, а також частково Японії.

Змішані фондові біржі

- є акціонерними товариствами, проте при цьому не менше як 50 % їх статутного капіталу знаходиться у державній власності. Керівництво такими біржами здійснюється на виборній основі, але регулюванням біржовою діяльністю займається біржовий комісар, який проводить офіційну реєстрацію біржових курсів і одночасно є представником держави. Цей тип бірж характерний для Австрії, Швеції та Швейцарії.

Типи міжнародних фондових бірж

Економісти також умовно поділяють фондові біржі на банківські та брокерські [3, с .403].

Фондові біржі “банківського” типу:

- характерні тим, що тут основну роль на ринку відіграють великі банки. Брокерські організації теж здійснюють свою діяльність, але вони змушені ділити ринок з великими банками. Такий тип бірж характерний для Німеччини та Франції.

Фондові біржі “брокерського” типу:

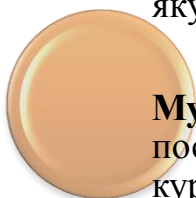
- є характерними для США: тут торгівлю на ринку цінних паперів згідно законодавства мають право лише брокерські організації, а банкам вхід на цей ринок заборонено

Види котирування на міжнародних фондових біржах

У світовій практиці існує два види котирувань: фіксингове та мультифіксингове [7, с. 65]:



Фіксингове котирування передбачає встановлення ціни на фінансові активи не частіше, ніж раз в день: замовлення перед початком торгів збираються брокерами, після чого подаються у відповідні органи фондової біржі, які на основі отриманих даних порівнюють попит і пропозицію і встановлюють ціну, яку називають ціною дня.



Мультифіксинг, або безперервне котирування, полягає в постійному зіставленні попиту і пропозиції цінних паперів: курсом цінного папера на певний момент часу є ціна, за якою були виконані останні замовлення, а протягом дня існує безліч курсів. При безперервному котируванні протягом дня фіксуються максимальна, мінімальна ціни та ціна угоди «на закриття», або ціна цінного папера за угодою, що укладається перед закриттям біржі. На наступний день саме ця ціна буде вважатись ціною дня при оприлюдненні результатів торгів та розрахунку цін за їх зміною на ринку.

Класифікація акцій на міжнародному ринку цінних паперів

За правами інвестора [3, с. 357-358] :

- Прості - звичайні акції, що дають їх власнику дохід та вважаються дохіднішими, ніж привілейовані, бо є більш ризиковими.
- Привілейовані - відрізняються від простих тим, що, очевидно, вони надають своїм власникам певні привілеї: отримувати певні додаткові дивіденди; конвертувати у інші види цінних паперів, що випускались емітентом; право вимагати викупу акції при чому за вищою за номінальну ціну; дають можливість змінювати метод розрахунку дивідендних виплат, тощо. У різних країнах існують законодавчі обмеження щодо максимально можливої кількості привілейованих акцій на одну емісію.

За ризиками, які несуть інвестори (що вищий ризик, то більшу віддачу очікують отримати) [3, с. 357-358]:

- з блакитними корінцями – акції найбільших та найпотужніших компаній (таких як Microsoft, McDonald's, IBM, General Electrics, Samsung тощо).
- дохідні – дивіденди за якими є дещо вищими, ніж середній рівень.
- зростання – акції компаній, що стрімко розвиваються і доходи яких вищі за середній рівень, проте дивідендні виплати незначні.
- циклічні – ціна яких змінюється залежно від змін в національній економіці.
- спекулятивні – акції молодих та маловідомих компаній.
- захищені – ціни на які досить стабільні, навіть при значних макроекономічних коливаннях в національній економіці.

Другорядні інструменти ринку боргових зобов'язань

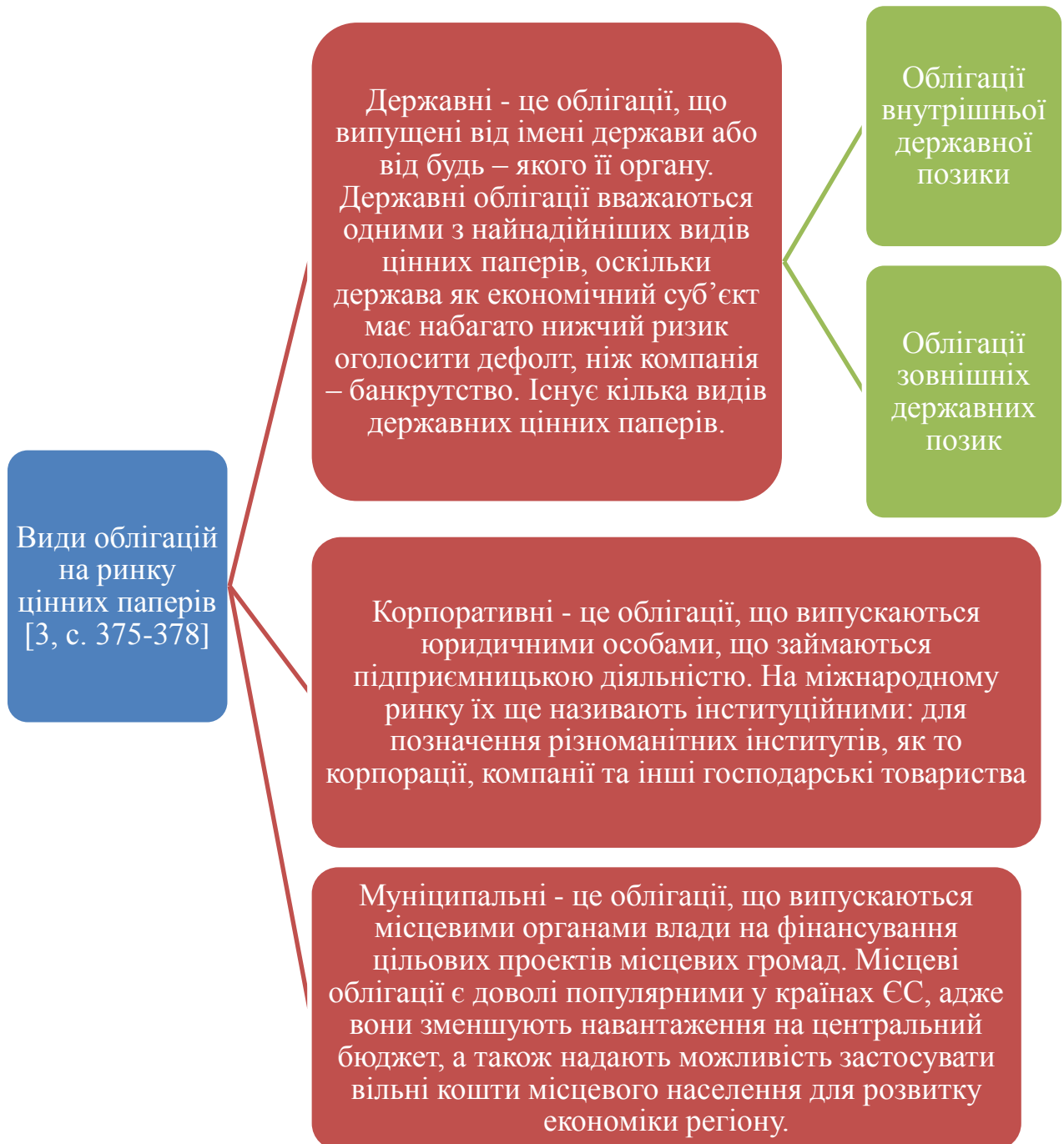
Окрім облігацій, на ринку цінних паперів також присутні [10, с. 120]:

Казначейські зобов'язання – це вид боргових цінних паперів на пред'явника, що розміщуються серед населення та засвідчують внесення їх власниками грошових коштів до бюджету та дають право на одержання доходу [10, с. 120]. Фактично це борговий папір держави перед власником.

Ощадний сертифікат – це цінний папір, що підтверджує суму вкладу, внесеного в банк, і права вкладника на одержання через певний час у майбутньому суми вкладу та процентів, згідно умов вкладу банку – емітента [10, с. 120]. Це своєрідний депозит – він є зобов'язанням банку перед власником сертифікату

Вексель – цінний папір, що засвідчує безумовне боргове зобов'язання векселедавця, або його наказ третій особі, сплатити після настання терміну платежу визначену суму власнику векселя (векселедавцю) [10, с. 120]. Насправді, ці види боргових зобов'язань не є надто поширеними на ринку цінних паперів: абсолютна більшість операцій на міжнародному ринку боргових зобов'язань припадає на ринок облігацій.

Види облігацій на міжнародному ринку цінних паперів



Міжнародні кредитні рейтинги

<i>Standard & Poor's</i>		<i>Moody's</i>	
Клас	Характеристика	Клас	Характеристика
AAA	Найсильніші	Aaa	Максимальної якості
AA	Дуже сильні	Aa	Високої якості
A	Сильні	A	Якість вище середньої
BBB	Адекватні	Baa	Середня якість
BB	Переважно спекулятивні	Ba	Спекулятивні елементи
B	Переважно спекулятивні, широко змінювані	B	Недостатньо високі характеристики для бажання інвестувати
CCC	Дуже спекулятивні	Ca	Середня спекулятивність
CC	Дуже спекулятивні	Ca	Спекулятивність високого рівня
C	Почався процес банкрутства, але платежі здійснюються	C	Найнижчий клас
D	Зобов'язання не виконуються		
У класах від AA до C може додаватись знак "+" чи "-" для додаткової градації (з позитивним чи негативним прогнозом)		У класах від AA до C можуть додаватись цифри від 1 до 3 для додаткової градації та позитивного чи негативного прогнозу	

Джерело: Створено автором на основі [1 – 14]

Додаток К

**Коефіцієнти парної кореляції залежності комплексних визначників
ринку цінних паперів Великої Британії та відповідних макроекономічних та
інституційних показників**

Комплексний визначник Макро – та інституційні чинники	Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Кількість лістингових компаній	Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Відношен ня обороту ринку ЦП до ВВП
Контроль за корупцією (CoC)	0,56	0,71	0,35	0,10
Регулятивна якість (RQ)	0,19	0,45	0,30	0,50
Політична стабільність (PS)	-0,16	0,18	0,04	0,33
Ефективність державного управління (GE)	0,50	0,69	-0,08	0,22
Верховенство права (RoL)	0,03	-0,24	0,00	-0,04
Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	0,63	0,49	-0,25	-0,06
ВВП (GDP)	-0,46	0,19	0,67	0,64
Рівень Інфляції (ІЦІ) (CPI)	-0,68	-0,49	0,07	-0,08
Рівень безробіття (UR)	-0,22	-0,88	-0,39	-0,53
Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	-0,13	-0,85	-0,62	-0,76
Реальна процентна ставка (RIR)	0,11	0,92	0,57	0,69
Зростання грошової маси M2 (MS)	-0,04	0,89	0,64	0,71
Прямі іноземні інвестиції (FDI)	-0,26	0,84	0,68	0,60
Валові національні заощадження (GrS)	0,42	0,74	0,25	0,45

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Додаток Л

**Коефіцієнти парної кореляції (r) залежності комплексних визначників
ринку цінних паперів США та відповідних макроекономічних та
інституційних показників**

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Кількість лістингових компаній	Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Відношен ня обороту ринку ЦП до ВВП
Контроль за корупцією (CoC)		0,49	0,53	-0,08	0,21
Регулятивна якість (RQ)		0,44	0,83	0,16	0,40
Політична стабільність (PS)		-0,62	-0,50	0,15	-0,09
Ефективність державного управління (GE)		0,61	0,71	0,08	0,45
Верховенство права (RoL)		-0,61	-0,31	0,23	-0,03
Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)		0,43	0,39	-0,24	-0,03
ВВП (GDP)		-0,58	-0,73	-0,14	-0,39
Рівень Інфляції (ICП) (CPI)		0,12	0,62	-0,11	0,12
Рівень безробіття (UR)		-0,53	-0,82	0,06	-0,26
Валютний курс (за 1 USD) (ExR)		0,81	0,04	-0,74	-0,55
Реальна процентна ставка (RIR)		0,36	0,60	0,19	0,34
Зростання грошової маси M2 (MS)		0,23	0,59	0,14	0,31
Прямі іноземні інвестиції (FDI)		-0,27	0,10	0,18	0,21
Валові національні заощадження (GrS)		0,65	0,20	-0,66	-0,42

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Додаток М

**Коефіцієнти парної кореляції (r) залежності комплексних визначників
ринку цінних паперів Японії та відповідних макроекономічних та
інституційних показників**

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Кількість лістингових компаній	Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Відношен ня обороту ринку ЦП до ВВП
Контроль за корупцією (CoC)		-0,62	0,51	-0,31	-0,63
Регулятивна якість (RQ)		0,72	-0,31	0,18	0,56
Політична стабільність (PS)		0,49	-0,04	-0,25	0,18
Ефективність державного управління (GE)		-0,06	0,35	0,08	0,04
Верховенство права (RoL)		-0,10	0,51	0,14	0,05
Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)		-0,63	0,21	-0,73	-0,89
ВВП (GDP)		-0,72	0,33	-0,31	-0,68
Рівень Інфляції (ІЦІ) (CPI)		0,03	0,02	0,26	0,33
Рівень безробіття (UR)		-0,34	-0,37	-0,38	-0,54
Валютний курс (за 1 USD) (ExR)		0,78	-0,30	0,32	0,74
Реальна процентна ставка (RIR)		0,07	-0,07	0,08	0,11
Зростання грошової маси M2 (MS)		-0,73	0,48	-0,35	-0,71
Прямі іноземні інвестиції (FDI)		0,00	-0,05	0,54	0,39
Валові національні заощадження (GrS)		0,72	-0,33	0,39	0,77

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Додаток Н

**Коефіцієнти парної кореляції (r) залежності комплексний
визначників ринку цінних паперів Німеччини та відповідних
макроекономічних та інституційних показників**

Макро – та інституційні чинники	Комплексний визначник	Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Кількість лістингових компаній	Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Відноше ння обороту ринку ЦП до ВВП
Контроль за корупцією (CoC)		0,40	0,61	-0,36	-0,14
Регулятивна якість (RQ)		0,26	-0,40	0,20	0,24
Політична стабільність (PS)		-0,10	-0,60	0,79	0,62
Ефективність державного управління (GE)		0,39	-0,30	0,33	0,42
Верховенство права (RoL)		0,28	-0,17	0,84	0,92
Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)		0,43	0,71	-0,29	-0,06
ВВП (GDP)		-0,61	-0,47	0,10	-0,18
Рівень Інфляції (ІЦІ) (CPI)		-0,01	0,15	0,53	0,56
Рівень безробіття (UR)		0,49	0,33	0,30	0,52
Валютний курс (за 1 USD) (ExR)		0,60	0,45	-0,39	-0,13
Реальна процентна ставка (RIR)		0,12	-0,10	0,68	0,71
Зростання грошової маси M2 (MS)		-0,42	-0,75	0,20	-0,13
Прямі іноземні інвестиції (FDI)		-0,15	-0,34	0,48	0,39
Валові національні заощадження (GrS)		0,40	0,61	-0,36	-0,14

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Додаток П

**Коефіцієнти парної кореляції (r) залежності комплексних визначників
ринку цінних паперів Бразилії та відповідних макроекономічних та
інституційних показників**

Комплексний визначник Макро – та інституційні чинники	Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Кількість лістингових компаній	Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Відноше ння обороту ринку ЦП до ВВП
Контроль за корупцією (CoC)	-0,46	0,05	0,29	0,09
Регулятивна якість (RQ)	-0,29	-0,53	0,61	0,34
Політична стабільність (PS)	0,04	-0,71	0,48	0,22
Ефективність державного управління (GE)	-0,56	0,27	0,04	-0,24
Верховенство права (RoL)	-0,06	-0,61	0,70	0,53
Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	0,39	-0,21	0,33	0,50
ВВП (GDP)	0,004	-0,60	0,81	0,73
Рівень Інфляції (ІСЦ) (CPI)	-0,79	-0,09	-0,07	-0,39
Рівень безробіття (UR)	0,19	0,33	-0,73	-0,64
Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	-0,32	0,51	-0,71	-0,83
Реальна процентна ставка (RIR)	-0,13	0,33	-0,76	-0,76
Зростання грошової маси M2 (MS)	0,11	0,08	-0,37	-0,28
Прямі іноземні інвестиції (FDI)	-0,06	-0,37	0,75	0,71
Валові національні заощадження (GrS)	-0,19	-0,04	-0,12	-0,06

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Додаток Р

**Коефіцієнти парної кореляції (r) залежності комплексних визначників
ринку цінних паперів Індії та відповідних макроекономічних та
інституційних показників**

Комплексний визначник Макро – та інституційні чинники	Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Кількість лістингових компаній	Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Відноше ння обороту ринку ЦП до ВВП
Контроль за корупцією (CoC)	0,06	-0,29	0,32	0,60
Регулятивна якість (RQ)	0,40	-0,65	-0,03	0,28
Політична стабільність (PS)	0,07	-0,41	-0,07	0,08
Ефективність державного управління (GE)	0,63	-0,47	-0,08	0,44
Верховенство права (RoL)	0,23	-0,43	0,23	0,52
Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	0,44	-0,53	-0,35	0,25
ВВП (GDP)	0,12	-0,03	-0,66	-0,68
Рівень Інфляції (ICП) (CPI)	0,18	-0,16	-0,56	-0,42
Рівень безробіття (UR)	-0,16	-0,34	0,22	0,29
Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	-0,24	0,34	-0,25	-0,58
Реальна процентна ставка (RIR)	-0,09	-0,08	0,15	0,21
Зростання грошової маси M2 (MS)	0,48	-0,40	0,07	0,65
Прямі іноземні інвестиції (FDI)	0,14	-0,34	-0,56	-0,14
Валові національні заощадження (GrS)	0,66	-0,55	-0,17	0,31

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Додаток С

**Коефіцієнти парної кореляції (r) залежності комплексних визначників
ринку цінних паперів Китаю та відповідних макроекономічних та
інституційних показників**

Комплексний визначник Макро – та інституційні чинники	Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Кількість лістингових компаній	Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Відноше ння обороту ринку ЦП до ВВП
Контроль за корупцією (CoC)	-0,23	0,63	0,20	-0,21
Регулятивна якість (RQ)	0,35	-0,52	-0,42	0,27
Політична стабільність (PS)	0,06	-0,68	0,001	-0,02
Ефективність державного управління (GE)	0,73	-0,11	0,39	0,84
Верховенство права (RoL)	0,07	0,07	0,53	0,55
Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	-0,63	-0,16	-0,22	-0,63
ВВП (GDP)	-0,26	0,99	0,47	0,03
Рівень Інфляції (ІСЦ) (CPI)	0,01	0,06	-0,11	0,12
Рівень безробіття (UR)	-0,66	0,59	0,30	-0,30
Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	0,16	-0,92	-0,55	-0,22
Реальна процентна ставка (RIR)	-0,01	0,29	0,25	-0,08
Зростання грошової маси M2 (MS)	0,34	-0,28	0,29	0,40
Прямі іноземні інвестиції (FDI)	-0,20	0,98	0,39	0,08
Валові національні заощадження (GrS)	0,44	0,33	0,34	0,62

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Додаток Т

**Коефіцієнти парної кореляції (r) залежності комплексних визначників
ринку цінних паперів ПАР та відповідних макроекономічних та
інституційних показників**

Комплексний визначник Макро – та інституційні чинники	Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Кількість лістингових компаній	Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Відноше ння обороту ринку ЦП до ВВП
Контроль за корупцією (CoC)	0,43	0,52	-0,78	-0,06
Регулятивна якість (RQ)	0,42	0,57	-0,72	-0,06
Політична стабільність (PS)	0,34	-0,22	0,47	0,72
Ефективність державного управління (GE)	0,24	0,69	-0,74	-0,14
Верховенство права (RoL)	0,25	-0,04	-0,03	-0,08
Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	0,00	0,82	-0,88	-0,55
ВВП (GDP)	-0,50	-0,63	0,69	-0,11
Рівень Інфляції (ICП) (CPI)	0,16	-0,50	0,70	0,82
Рівень безробіття (UR)	-0,79	0,06	-0,06	-0,85
Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	-0,22	-0,40	0,69	0,17
Реальна процентна ставка (RIR)	0,40	0,27	-0,44	0,37
Зростання грошової маси M2 (MS)	0,59	0,26	-0,39	0,35
Прямі іноземні інвестиції (FDI)	0,06	-0,47	0,56	0,48
Валові національні заощадження (GrS)	-0,08	-0,28	0,27	0,35

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].

Додаток У

**Коефіцієнти парної кореляції (r) залежності комплексних визначників
ринку цінних паперів України та відповідних макроекономічних та
інституційних показників**

Комплексний визначник Макро – та інституційні чинники	Відношення ринкової капіталізації лістингових компаній до ВВП (%)	Кількість лістингових компаній	Відношення обороту ринку ЦП до ринкової капіталізації	Відноше ння обороту ринку ЦП до ВВП
Контроль за корупцією (CoC)	0,57	0,60	-0,41	-0,12
Регулятивна якість (RQ)	0,43	0,07	0,11	-0,18
Політична стабільність (PS)	0,56	0,51	-0,49	0,30
Ефективність державного управління (GE)	0,07	0,17	0,08	-0,51
Верховенство права (RoL)	0,11	0,22	-0,22	-0,24
Право голосу, свобода слова та інше. (VaA)	0,50	0,55	-0,78	0,17
ВВП (GDP)	-0,06	0,37	-0,20	0,39
Рівень Інфляції (ICП) (CPI)	0,13	0,21	-0,38	-0,02
Рівень безробіття (UR)	-0,60	-0,96	0,56	-0,13
Валютний курс (за 1 USD) (ExR)	-0,45	-0,49	0,18	0,20
Реальна процентна ставка (RIR)	-0,50	-0,55	0,30	-0,19
Зростання грошової маси M2 (MS)	0,62	0,62	-0,15	0,01
Прямі іноземні інвестиції (FDI)	0,46	0,74	-0,64	0,24
Валові національні заощадження (GrS)	0,20	-0,01	0,16	-0,16

Джерело: Розраховано автором на основі даних Світового банку [146].