

В. Д. Лагутін

## ІНСТИТУЦІЙНИЙ І БІХЕВІОРИСТСЬКИЙ ВИМІРИ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

*Проаналізовано інституційні тенденції розвитку фінансового ринку у кризовий і посткризовий періоди. Досліджено природу та особливості поведінки суб'єктів фінансового ринку.*

*Institutional trends of development of the financial market in crisis and post-crisis period are analyzed. The nature and behavior of the agents in the financial market are investigated.*

**Ключові слова:** фінансовий ринок, інститути, поведінка, фінансовий фетишизм, фінансові активи, сек'юритизація.

Сто років тому Й. Шумпетер у своїй праці “Теорія економічного розвитку” зазначав, що створення теорії ринку капіталу (фінансового ринку в сучасному трактуванні) — “цікаве й варте уваги заняття, проте подібної теорії ми досі не маємо”<sup>1</sup>. Слід зазначити, що цілісної теорії фінансового ринку економічна наука не має і сьогодні<sup>2</sup>. До кризи 2008—2009 рр. економісти, по суті, не помічали органічної цілісності фінансового ринку. Досліджувалися його окремі сегменти, які об'єднувалися в поняття “фінансові ринки”. Утім, глобальна фінансово-економічна криза змінила ситуацію. Виявилось, що кризові явища формуються насамперед на сегментних кордонах єдиного фінансового ринку, а механізм фінансової сек'юритизації став основною потенційною небезпекою кризових явищ.

На нашу думку, важливо дослідити фінансовий ринок як особливий інституційний і біхевіористський механізм, що розвивається. У цьому зв'язку метою статті є подальший розвиток теорії фінансового ринку в контексті еволюції його інститутів та поведінки його суб'єктів. Із урахуванням нових умов і реальної ситуації в сучасній економіці інституційні й біхевіористські проблеми функціонування та розвитку фінансового ринку, пошуку його оптимальної для посткризового етапу моделі вимагають нових теоретико-економічних досліджень і вироблення науково обґрунтованих практичних рекомендацій<sup>3</sup>.

Фінансовий ринок — це найважливіша складова фінансової системи (цілісна єдність окремих сегментів: грошового, фондового, інвестиційного, кредитного, страхового та ін.), яка інтегрує в єдине ціле всю сукупність фінансових відносин. Фінансовий ринок розвивається в сучасних умовах як головна

<sup>1</sup> Шумпетер Й. А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия / Й. А. Шумпетер. — М. : Эксмо, 2007. — С. 223.

<sup>2</sup> Мабуть, найпоширенішими в сучасному економічному мейнстрімі є теорії ефективного фінансового ринку та раціональної поведінки (раціональних очікувань) його учасників. Однак, наприклад, Дж. Сорос указує, що в сучасних умовах наука про фінансові ринки відсутня, є лише алхімія фінансів (див.: Сорос Дж. Алхимия финансов / Дж. Сорос. — М. : ООО “ИД Вильямс”, 2010. — С. 22).

<sup>3</sup> The Political Economy of Financial Markets / ed. : W. Dolfsma, P. Keizer [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/sicily/19%20haberperotti.pdf>.

складова об'єктивного всеохоплюючого й водночас дуже суперечливого процесу фінансіалізації економіки<sup>4</sup>. Варто погодитися із В. В. Зимовцем, що на сьогодні єдиного підходу до визначення поняття “фінансіалізація” немає, а є лише бажання закріпити в цьому понятті негативний вплив фінансового сектору на економіку<sup>5</sup>.

Відправною точкою статті є ідея підвищення соціально-економічної значущості фінансового ринку, трансформації фінансових інститутів та еволюції моделей поведінки його учасників. Інституційні й біхевіористські засади розвитку фінансового ринку пов'язані зі становленням його координаційної функції, отже, інститути забезпечують погодженість і взаємовигідність поведінки різних учасників фінансового ринку.

Фінансовий ринок розглядається у статті як сукупність інтегрованих фінансових інститутів, що перебувають у постійній динамічній взаємодії. Це означає, що композиційно фінансовий ринок побудований на множинності інституційних одиниць фінансового сектору національної економіки. Теоретична модель, запропонована в цій статті, перебуває в руслі дослідницької традиції інституціоналізму<sup>6</sup> й теорії поведінкових фінансів<sup>7</sup>.

Структуризація фінансового ринку базується на тій чи іншій групі фінансових активів. Це пояснюється тим, що саме фінансовий актив визначає зміст поняття “фінансовий ринок”. Вид фінансових активів, пов'язаний із певною галуззю фінансової діяльності, утворює сегмент фінансового ринку, інтегрований і залежний від усіх інших його сегментів. Характерною ознакою фінансових активів є обов'язковість вимог до інших суб'єктів фінансового ринку, котрі як позичальники несуть зобов'язання перед своїми кредиторами. Цілісність фінансового ринку забезпечується високим ступенем взаємозамінності фінансових активів.

Усі сегменти фінансового ринку, що обслуговують обіг різних за цільовою спрямованістю фінансових активів, є органічно взаємозалежними. Процес розвитку цілісного фінансового ринку характеризується постійним переливанням фінансових активів із одних його сегментів у інші. Такий перелив

---

<sup>4</sup> Геєць В. М. Про єдність і суперечності у розвитку суспільства, держави та економіки / В. М. Геєць // Економіка України. — 2012. — № 10. — С. 11.

<sup>5</sup> Зимовець В. В. Державна фінансова політика економічного розвитку / В. В. Зимовець ; Ін-т екон. та прогнозів. НАН України. — К., 2010. — С. 139.

<sup>6</sup> Норт Д. Інститути, інституціональні змінення і функціонування економіки / Д. Норт. — М. : ФЭК “Начала”, 1997. — 180 с.; Уільямсон О. Економічні інститути капіталізму / О. Уільямсон. — СПб. : Лениздат ; СЕУ Пресс, 1996. — 702 с.; Інституціональна архітектура і динаміка економічних преобразованій / под ред. А. А. Гриценко. — Х. : Форт, 2008. — 928 с.

<sup>7</sup> Про поведінку інвесторів на фондовому ринку та їхні очікування писав ще Дж. М. Кейнс (див.: Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное / Дж. М. Кейнс. — М. : Эксмо, 2008. — С. 156—170). Див. також: Bikhchandani S. Herd Behavior in Financial Markets / S. Bikhchandani, S. Sharma // IMF Staff Papers. — 2001. — Vol. 47, No 3. — P. 279—310; Доу Ш. Психология финансовых рынков: Кейнс, Мински и поведенческие финансы / Ш. Доу // Вопросы экономики. — 2010. — № 1. — С. 99—113.

здійснюється на основі процесу сек'юритизації, який характеризується переміщенням фінансових операцій із одного сегмента фінансового ринку в інший. Сек'юритизація відображає тенденцію до підвищення ролі цінних паперів та інструментів на їх основі на ринку капіталів, що виражається в істотному розширенні видів та складу цінних паперів, насамперед похідних і гібридних інструментів на їх основі<sup>8</sup>. Ч. Дж. Вулфел розуміє під сек'юритизацією об'єднання в пули однотипних позик та випуск під них цінних паперів, що можуть бути продані інвесторам<sup>9</sup>.

Сек'юритизація фактично є процесом фінансового синтезу, в якому фінансові активи набувають різних властивостей, що дає їм змогу “перемішуватися” та переходити з однієї форми в іншу. Відбувається модифікація фінансових активів та формування поліформізму процесів зрощування фінансових інститутів. Тим самим з'являється можливість, наприклад, непогашені борги оформляти як забезпечення нових цінних паперів. Сек'юритизація фінансових активів стає своєрідним способом оплати наявних боргів шляхом емісії нових боргових зобов'язань. Маючи на меті ефективний перерозподіл ризиків на фінансовому ринку, вона насправді створює додаткові, причому більші системні ризики.

Фінансову економічну кризу 2008—2009 рр. можна вважати кризою сек'юритизації фінансових активів. Масова сек'юритизація іпотечних цінних паперів у США стала потужним поштовхом до різкого порушення рівноваги всього світового фінансового ринку<sup>10</sup>. Це викликало швидке поширення неплатежів у всіх сегментах фінансового господарства. Дж. Стіглиц, аналізуючи причини кризи 2008—2009 рр., зазначив: “Банківська система у США та в багатьох інших країнах світу перестала фокусуватися на кредитуванні ... Замість цього банки зробили ставку на підтримку сек'юритизації, особливо на іпотечному ринку”<sup>11</sup>. Надміру складні сек'юритизовані активи потенційно несуть у собі загрози кризових обвалів.

Досвід розвинутих країн світу показав, що причиною кризи 2008—2009 рр. був не сам по собі фінансовий ринок, а штучно “підігріті” на ньому котирування фінансових інструментів, які фіктивно збільшували вартість фінансових активів. Сучасні фінансові кризи безпосередньо пов'язані з умовами зародження й механізмами розвитку фінансових бульбашок та їх колапсу. Ідеться

<sup>8</sup> Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под общ. ред. А. Г. Грязнова. — М. : Финансы и статистика, 2002. — С. 884.

<sup>9</sup> Вулфел Ч. Дж. Энциклопедия банковского дела и финансов / Ч. Дж. Вулфел. — М. : Корпорация “Федоров”, 2010. — С. 1134.

<sup>10</sup> Проте американські іпотечні компанії й надалі посідають дуже високі місця у списку найбільших компаній світу 2012 р.: “Fannie Mae” — 8-ме місце з виручкою 137,5 млрд дол. США, але зі збитками 16,9 млрд дол.; “Freddie Mac” — 25-те місце з виручкою 88,3 млрд дол. та зі збитками 5,3 млрд дол. ([http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2012/full\\_list/](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/2012/full_list/)).

<sup>11</sup> Стиглиц Дж. Е. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса / Дж. Е. Стиглиц. — М. : Эксмо, 2011. — С. 34.

про глобальні й національні дефолти боргів, провали валют і брак ресурсів (кредитів). Фінансові бульбашки виникають насамперед унаслідок інституційних змін фінансового ринку та модифікації поведінки його учасників. Відрив вартості реальних активів від фінансових форм їх руху<sup>12</sup> зробив фактично неможливою правильну оцінку рівня дохідності будь-якого іншого фінансового активу через брак інформації та більш-менш репрезентативних критеріїв оцінки ефективності самого фінансового ринку. За таких умов очікування ринкових суб'єктів не справджуються, а отже, частішають випадки дефолтів.

І справді, за високої мобільності фінансових активів виникає можливість відриву, відособлення їх руху від процесів, що відбуваються на ринках конкретних інвестиційних товарів. Утім, це неминуха “плата” за мобільність фінансового механізму переливу ресурсів. Ускладнення фінансових інструментів (це вже не просто похідні цінні папери, а “похідні від похідних”) призводить до зниження точності оцінки рівня властивого їм ризику. Такі складні фінансові інструменти нерідко називають екзотичними, хоча це, на нашу думку, неправильно, адже їх поява на фінансовому ринку не є чимось незвичним, а впливає з об'єктивних тенденцій його розвитку. Особливо поширені на розвинутому фінансовому ринку позабіржові деривативи, кредитно-дефолтні свопи (*credit-default swaps* — CDS). У першому півріччі 2012 р. на фінансовому ринку 11 розвинутих країн світу (США, Великобританії, Бельгії, Канади, Франції, Німеччини, Італії, Японії, Нідерландів, Швеції, Швейцарії) місткість позабіржового ринку похідних фінансових інструментів становила 638,9 трлн дол. США як умовної суми заборгованості, та 25,4 трлн дол. як валової ринкової вартості. При цьому переважають свопи (як складова відсоткових контрактів) — 17,2 трлн дол. за валовою ринковою вартістю та 1,2 трлн дол. — кредитно-дефолтні свопи (за валовою ринковою вартістю)<sup>13</sup>.

Проблеми українського фінансового ринку пов'язані з його недостатнім розвитком. У 2011 р. Національною комісією з цінних паперів та фондового ринку було зареєстровано випуск похідних цінних паперів (опціонів) лише на 3,44 млн грн (для порівняння: у 2008 р. — 0,27, у 2009 р. — 6,55, у 2010 р. — 2,57 млн грн), або 0,0019 % усього випуску цінних паперів. Таким чином, вітчизняний фондовий ринок має великі можливості для розширення й поліпшення. Так, у 2011 р. після відкриття на ПАТ “Українська біржа” секції строкового ринку сума контрактів за деривативами відразу ж зросла до 23,58 млн грн, тоді як у 2010 р. вона становила тільки 3,59 млн грн.

Відособлення фінансового ринку від ринків інвестиційних товарів є закономірним процесом, зовнішнім вираженням прогностичного характеру

---

<sup>12</sup> Гриценко А. Глобальна криза як форма сучасної фінансово-економічної динаміки / А. Гриценко // Економіка України. — 2010. — № 4. — С. 43.

<sup>13</sup> Statistical release: OTC derivatives statistics at end-June 2012. Monetary and Economic Department. November 2012 [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/otchy1211.pdf>. — Р. 12, 13.

попиту та пропозиції на фінансові активи, зумовленого очікуваннями інвесторів і емітентів щодо змін ринкової кон'юнктури, а також одним із чинників виникнення явища фінансового фетишизму, котрий за своїм змістом відмінний від товарного і грошового фетишизму, про який писав ще К. Маркс<sup>14</sup>.

Дж. М. Кейнс, як відомо, розглядав фетиш ліквідності як “доктрину, згідно з якою найвищою метою для інвестиційних інститутів є контролювання своїх ресурсів у “ліквідних” цінних паперах. При цьому не враховується, що для суспільства загалом не існує такого поняття, як “ліквідність вкладеного капіталу”<sup>15</sup>. Л. Мізес досліджував феномен ілюзорного, або уявного, прибутку. Він зауважив: “Громадська думка не схвалює будь-який аспект угод на фондовому ринку. Якщо ціни підвищуються, то біржовики засуджуються як спекулянти, котрі привласнюють те, що насправді належить іншим. Коли ціни падають, то біржовики засуджуються за розтрату національного багатства. Прибуток біржовиків засуджується як грабіж і злодійство”<sup>16</sup>.

Фінансовий фетишизм — це переключення у свідомості суб'єктів фінансового ринку реальних економічних процесів, що відображається в неефективній, нецивілізованій стратегії їхньої поведінки на фінансовому ринку. Ризиковані фінансові трансакції внаслідок цього стають надміру привабливими для ринкових суб'єктів.

Від поточної й майбутньої поведінки ринкових суб'єктів, дотримання ними норм корпоративного управління залежить якість фінансових активів. Особливістю останніх є те, що вони не виробляються, а виникають як результат договірних відносин між ринковими суб'єктами. Їхня ціна не пов'язана з витратами на виробництво, вона залежить від майбутніх потоків доходів, які породжуються цими активами. Така властивість фінансових активів як особливої категорії товарів робить фінансовий ринок нестабільним за своєю природою.

Насамперед розглянемо інституційну організацію фінансового ринку як систему взаємопов'язаних формальними й неформальними правилами (нормами) суспільних і ринкових інститутів, що визначає умови руху фінансових активів та права власності.

Стійкість неефективного з точки зору суспільної корисності інституту зумовлена тим фактом, що ринковим суб'єктам не вигідно діяти інакше, адже їхні трансакційні витрати виявляються меншими, якщо вони дотримуються прийнятих норм поведінки. Інститут, неефективний із точки зору суспільної корисності, стає ефективним із погляду індивідуальної корисності. Неефективний інститут, що утвердився, з часом стає дедалі стійкішим,

<sup>14</sup> Маркс К. Капітал. Т. 1 // Маркс К., Енгельс Ф. Твори : у 32-х т. Т. 23. — К. : Держполітвидав УРСР, 1963. — С. 79—91.

<sup>15</sup> Кейнс Дж. М. Знач. праця.

<sup>16</sup> Мізес Л. Человеческая деятельность: трактат по экономической теории / Л. Мизес. — Челябинск : Социум, 2008. — С. 512, 513.

закріплюється внаслідок того, що суб'єкти ринку навчаються діяти за його наявності ефективніше, ніж без нього. За такою поведінкою часто-густо криються спекулятивно-тіньові мотиви. Хоч у це важко повірити, але й нерезиденти, які активізують свою діяльність на вітчизняному фінансовому ринку, будують стратегію своєї поведінки на тих недосконалих інституційних правилах, що діють на нашому ринку, не беручи до уваги цивілізовані стандарти та норми своїх розвинутих країн. Тобто “імпорту” ефективних інститутів на фінансовому ринку України не спостерігається.

Фінансові активи є важливою вартісною формою багатства в ринковій системі, яка пов'язана з розвитком інституту власності. Торгівля фінансовими активами супроводжується специфічними інституційними нормами, правилами та процедурним регламентом щодо зміни прав власності.

Забезпечення прав власності на фінансові активи є інституційним підґрунтям існування фінансового ринку. Ризики, пов'язані з можливістю порушення прав власності на фінансові активи, є одними з найсерйозніших та зумовлюють істотне зростання трансакційних витрат інвесторів, а отже, перешкоджають формуванню ефективного фінансового ринку.

Сьогодні право власності в Україні недостатньо захищене законом. Як відомо, чітке розмежування та захист прав власності обов'язкові для розвитку підприємництва, адже саме власність слугує запорукою залучення фінансових ресурсів із метою інвестування. Коли права власності не захищені, у ринкових суб'єктів відсутні стимули до здійснення інвестицій. Інституціональна теорія власності формулює важливий висновок про необхідність захисту прав власника шляхом чіткої фіксації цього права (специфікації права)<sup>17</sup>.

Інститут власності надає можливість об'єднати в одне ціле та узгодити розрізнені економічні інтереси суб'єктів фінансового ринку. “Внутрішня” дискретність прав власності є характерною передумовою функціонування сучасного фінансового ринку. Їхня об'єднавча природа виявляється в такій важливій рисі, як мобілізація фінансових ресурсів. Мобілізаційний характер інституту власності в цьому випадку дає змогу акумулювати фінансові ресурси, необхідні для розвитку реальної економіки.

Мабуть, сьогодні зарано говорити про вибір учасниками вітчизняного фінансового ринку якоїсь стабільної моделі поведінки. Те, що ми маємо (інвестиційні фонди, в т. ч. венчурні, брокерські й дилерські компанії)<sup>18</sup>, скоріше є проміжною моделлю ринкової поведінки емітентів, інвесторів і

---

<sup>17</sup> Основоположниками інституційної теорії прав власності є А. Алчіан і Г. Демсец (див.: *Demsetz H. Towards a Theory of Property Rights / H. Demsetz // The American Economic Review. — 1967. — Vol. 57, No 2. — P. 347—359*).

<sup>18</sup> Х. Мінські, аналізуючи погляди Й. Шумпетера на значущість діяльності фінансових посередників у інституційній структурі фінансового ринку, підкреслює новаторську роль посередників (див.: *Minsky H. Schumpeter and Finance / H. Minsky. — NY : St. Martin's Press, 1993. — P. 112*).

посередників, яка сформувалася під впливом багатьох різноманітних чинників, нерідко навіть випадкових.

Зміна моделі поведінки учасників фінансового ринку в бік її більшої цивілізованості пов'язана зі становленням так званого ринку з широкою участю, тобто фінансового ринку зі значною кількістю інвесторів. Фінансовий ринок повинен стати об'єктом інвестування насамперед із боку населення, а це означає підвищення значущості його соціальної складової. Для того щоб бути ефективним, такий ринок має орієнтуватися на кошти масового інвестора, тобто середнього класу загалом. Таким чином, у процесі еволюції цього ринку в Україні має переважати тенденція подальшого розвитку інституту акціонерної власності.

Будь-яка модель поведінки учасників фінансового ринку базується на програмі вибору купівлі й продажу певних фінансових інструментів як конкретної форми фінансових активів. Ринкова система в процесі функціонування продукує сукупність різноманітних інструментів, які повинні враховувати різні сподівання та можливі ризики для суб'єктів фінансового ринку щодо отримання прибутку. Основними критеріями вибору певного інструменту при цьому є вартість, час і безпека виконання трансакцій, їх прибутковість і доступність. Потенційні інвестори прагнуть вкладати свої кошти у фінансові інструменти з короткими термінами погашення, для того щоб зменшити свої інвестиційні ризики й точніше врахувати волатильність поточних процентних ставок. У період циклічного піднесення на фінансовому ринку часто формується стан колективної ейфорії, коли всі ринкові суб'єкти поведуться надто оптимістично, а тому не звертають уваги на наявні ризики.

Учасники фінансового ринку формують стратегію й тактику своєї поведінки в умовах постійної зміни інформаційного середовища. Із трьох механізмів координації (структурного, адміністративного й інформаційного) найбільш значущим для фінансового ринку є інформаційний механізм. У різні часові періоди інвесторові потрібна різна інформація про потенційні можливості ринку щодо ліквідності його фінансових ресурсів.

В умовах інформаційної недосконалості фінансового ринку його суб'єкти не можуть мати повної картини ринкової кон'юнктури, а отже, приймати оптимальні рішення про трансакційні угоди. Ринкові учасники, особливо в трансформаційній економіці, вимушені діяти в умовах невизначеності, неповної чи асиметричної інформації.

Інформаційна асиметрія<sup>19</sup> між емітентом, інвестором і посередником призводить до того, що ціни не відображають якості фінансових активів, адже

<sup>19</sup> Поняття асиметрії інформації вперше було введено в 1970 р. американським економістом Дж. Акерлофом, що досліджував вплив асиметрії інформації на ринок та ринкову поведінку продавців і покупців (див.: *Akerlof G. The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism / G. Akerlof // Quarterly Journal of Economics. — 1970. — Vol. 84. — P. 488—500.*

ціна “поганих” активів завищується, а якісних — навпаки, необґрунтовано занижується. Для емітентів це ускладнює залучення зовнішнього фінансування на фінансовому ринку, знижує ліквідність цінних паперів.

Велике значення, таким чином, має обмеження інформаційної асиметрії фінансового ринку. Для цього необхідно насамперед максимально повно розкривати інвесторам інформацію щодо пропонованих фінансових активів. Тоді учасники фінансового ринку зможуть приймати більш раціональні та менш ризиковані інвестиційні й фінансові рішення.

Слід зазначити, що становлення фінансового ринку в Україні відбувалося досить своєрідно. Якщо в розвинутих країнах він сформувався в результаті тривалого історико-еволюційного розвитку національного капіталу, поступових змін у грошових відносинах, то в Україні — у досить стислий термін та на основі процесу прискореної приватизації й роздержавлення власності. Такі особливості становлення вітчизняного фінансового ринку обумовили специфіку його інституційної організації. По суті, український фінансовий ринок сформувався як високоспекулятивний, непрозорий, низьколіквідний і немісткий, із суб'єктами, представленими переважно професійними спекулятивними гравцями, за майже повної відсутності стратегічних інвесторів<sup>20</sup>.

З огляду на зазначене завдання, що стоять у посткризовий період перед фінансовими ринками розвинутих країн світу та країн із ринком, що формується (у т. ч. України), істотно різняться. Так, для розвинутих ринків на перший план виходять заходи щодо запровадження спеціального податку на фінансові трансакції (податку Тобіна), кошти від якого можуть бути акумульовані в спеціальному фонді для підтримки проблемних фінансових інституцій та зниження привабливості ризикованих операцій; обмеження діяльності організаторів сек'юритизації, й насамперед частки їхньої участі у випуску нових фінансових інструментів. Для українського фінансового ринку найголовнішими в цей період є заходи щодо забезпечення прозорості фінансових трансакцій, підвищення рівня капіталізації й ліквідності всіх фінансових інструментів, формування справедливих ринкових цін на ці інструменти, пошук дієвих каналів залучення фінансових інвестицій у розвиток реальної економіки. На часі — прийняття закону “Про похідні цінні папери” для поживлення використання можливостей цих фінансових інструментів із метою залучення інвестицій у окремі галузі економіки та хеджування ризиків<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> Науменкова С. В. Розвиток фінансового сектора України в умовах формування нової фінансової архітектури / С. В. Науменкова, С. В. Міщенко. — К. : Ун-т банк. справи, Центр наук. дослідж. НБУ, 2009. — 384 с.; Стійкість фінансових ринків України та механізми їх забезпечення / за ред. О. І. Барановського ; НАН України, Ін-т екон. та прогноз. — К., 2010. — 492 с.

<sup>21</sup> Український фондовий ринок — 2011: впевненість, стійкість та зростання [Електронний ресурс]. — Режим доступу: [http://www.nssmc.gov.ua/user\\_files/content/58/1340015412.pdf](http://www.nssmc.gov.ua/user_files/content/58/1340015412.pdf).



Проведене дослідження дає підстави для висновку, що інституційні й біхевіористські закономірності та тенденції розвитку фінансового ринку в посткризовий період дедалі більше визначатимуться стратегічною метою розвитку найсучасніших економічних систем. Фінансовий ринок має брати більшу участь у забезпеченні ефективного переливу реального капіталу між сферами й секторами економіки. Використання цього ринку як сучасного інституційного механізму перерозподілу власності сприятиме реструктуризації національних капіталів, полегшенню процесу перерозподілу власності на користь ефективніших власників і стратегічних інвесторів. В Україні фінансовий ринок може та повинен відігравати активнішу роль у розв'язанні ключових проблем соціально-економічного розвитку країни.