

УДК 330.14 + 336.7

JEL Classification: B52; G15

П. Островерх

P. Ostroverkh

Р. Гнатюк

R. Hnatyuk

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ІНСТИТУЦІЙНОГО АНАЛІЗУ РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ

THEORETICAL ASPECTS OF INSTITUTIONAL ANALYSIS OF SECURITIES MARKET

У статті розкрито роль, яку відіграє сучасний інституціоналізм у дослідженнях ринків цінних паперів. Розглянуто головні його течії та їх особливості. На основі опрацьованого широкого кола публікацій економістів-інституціоналістів проаналізовано відмінності між категоріями “інституція”, “інститут” та “організація”, а відтак визначено головні інституції та інститути, що характеризують ринок цінних паперів. Окреслено чотири рівні інституційного аналізу, що дало змогу обґрунтувати доцільність їх застосування в дослідженнях ринків цінних паперів.

Ключові слова: ринок цінних паперів, інституціоналізм, інституція, інститут, інституційний аналіз, інфраструктура ринку цінних паперів.

Постановка проблеми. Міжнародний ринок цінних паперів є одним з найважливіших інструментів залучення тимчасово вільного капіталу. Він забезпечує втілення в життя тих проектів, які не можуть бути реалізовані 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.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Серед економістів, що вивчали особливості інституцій та інститутів варто згадати таких відомих західних вчених, як Т. Веблен [5], Дж. Комонс [6], Р. Коуз [14], Д. Норт [7, 8], О. Вільямсон [10], яких вважають фундаторами інституційної теорії. Саме в їхніх працях потрібно шукати відповідь на запитання про те, чи доцільно розмежовувати поняття “інституція” та “інститут”. Різні аспекти інституційної термінології знайшли відображення в публікаціях О. В. Іншакова [3, 4], Д. П. Фролова [3], В. М. Белоусова [9]. Серед економістів, наукові зусилля яких спрямовані на розроблення інституційної теорії та застосування її аналітичного потенціалу в дослідженнях становлення вітчизняної ринкової економіки, привертають до себе увагу публікації О. Г. Чубаря [2], Т. В. Гайдай [11], Ю. М. Коваленко [12] та інших.

Мета. Сформувані цілісне розуміння інституційного середовища ринку цінних паперів.

Матеріали та методи. У процесі проведеного дослідження застосовано низку методів: історичний та логічний – для збору і аналізу наявних напрацювань у сфері інституціоналізму та ринку цінних паперів; порівняльний – для визначення подібностей та відмінностей термінології, що використовується окремими напрямками інституціоналізму; аналізу – для імплементації напрацювань сучасної інституційної теорії в дослідження ринків цінних паперів, визначення головних інституцій та інститутів, що їм відповідають.

Результати. Інституціоналізм як окрема економічна школа виник наприкінці XIX – початку XX ст. [1, 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 інституціоналі-

зму 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 [1, 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 [1, 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 [1, 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.

Наріжними каменями інституційної теорії є поняття “інституції” та “інституту”, які, на думку деяких вчених, запозичені в представників інших соціальних наук [2, 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 підкреслю-

ють, що обидва слова у європейських мовах мають різне значення, проте навіть у англійській мові вони нерідко синонімізуються [3, 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” [4, с. 56]. Вони вважають, що інституції є “об’єктивно-необхідною рушійною силою будь-якої конкретної діяльності” [4, с. 56].

Для аналізу саме економічних явищ поняття інституції вперше застосував Т. Веблен. Під інституціями він розумів, зокрема, “звичайні способи реагування на стимули і структуру виробничого або економічного механізму, а також систему суспільного життя” [5, с. 201]. 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” [5, с. 202]. Фактично автор під інституціями розуміє низку правил, норм і звичаїв, що регулюють відносини між особою та суспільством.

Як представник соціально-правового інституціоналізму, Дж. Комонс уважав, що інституції – “це колективна дія спрямована на контроль, лібералізацію та розширення можливостей індивідуальної дії”. Такого роду дії він назвав “транс-акціями” [6, 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 Нортю. Зокрема, він визначив інституції як “правила гри в суспільстві або, точніше, придумані людьми обмеження, які спрямовують людську взаємодію в певне рiчище” [7, с. 7]. 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 (загальноновизнані норми поведінки, досягнуті угоди, внутрішні обмеження діяльності) [8, 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 Нортю – 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” [9, с. 110]. На наш погляд, це означає, що інститути є формою прояву інституцій, їх зовнішнім виглядом, певною сукупністю, кластером інституцій. Отже, вони в такий спосіб знаходять зовнішній прояв та набувають певних функціональних форм. Такий зв’язок, зокрема, спостерігаємо у випадку фондової біржі та інших інститутів ринку цінних паперів.

Підсумовуючи, можемо стверджувати, що під *інституціями* в економіці ми розуміємо певні функціональні форми економічної діяльності, тоді як їх зовнішньою формою прояву 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 [4, с. 61]. Варто наголосити, що у разі, коли ми говоримо 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.

Розглянутий нами взаємозв'язок між поняттями інституції, інституту та організації дає змогу розкрити зміст поняття “інституційне середовище” функціонування певного економічного суб'єкта. 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 [10, с. 597], які відображено у табл. 1.

Таблиця 1

Рівні інституційного аналізу

№	Рівень аналізу	Опис рівня
1	Вбудовані чинники	Неформальні інституції
2	Інституційне середовище	Формальні правила гри
3	Управління	Контракти
4	Економічна діяльність	Стимули конкретних індивідів

Джерело: Створено авторами на основі [10, с. 597].

До першого рівня аналізу належать вбудовані 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, культурних та економічних правил, 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. Тут ми дещо відходимо від традиційного розуміння інституційного середовища та інституцій як таких. Традиційно їх поділяють на так звані формальні (визначені законами та правом) та неформальні інституції, тобто визначені суспільством (за Норттом) [11, с. 18]. Ми дещо розширюємо розуміння інституцій: під ними ми також матимемо на увазі і економічні норми та обмеження. Адже, як зазначила Т. В. Гайдай, 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 економічними, ринковими, обмеженнями. І хоча останні можна вважати лише похідними від перших, ми вважаємо, що недоцільно проводити інституційний аналіз економічних та інституційних чинників окремо. Навпаки, вони взаємопов'язані, а тому ми схильні вважати економічні чинники підсистемою інституційних чинників впливу 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) [12, 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. 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 організують зустріч сторін угоди та забезпечують виконання ними умов контракту. Фактично, вони утворюють певну структуру управління, яка полегшує проведення операцій між контрагентами. На цьому рівні аналізу 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 – 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 нашу думку, роль інститутів ринку цінних паперів, що являють собою форми прояву відповідних наборів інституцій, виконує інфраструктура цього ринку. Інфраструктура ринку цінних папе-

рів – це система каналів та взаємозв'язків, за допомогою яких відбувається перерозподіл інформаційних та фінансових ресурсів, а також прав власності на цінні папери [13, с. 66]. Фактично вона являє собою сукупність організацій, що здійснюють посередницьку діяльність. Інституції проявляють себе через норми та правила, що регулюють діяльність цих інститутів інфраструктури фондового ринку, а також, на нашу думку, 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 [14, с. 15-18]. Інструментом зниження цих витрат є інфраструктура ринку.

В економічній літературі точиться дискусія щодо класифікації та структуризації інфраструктури ринку цінних паперів. Розглянувши низку публікацій [13, 15, 16], спробуємо об'єднати різноманітні підходи до структуризації інфраструктури фондового ринку. Так, З. Я. Лапішко запропонувала своє бачення інфраструктури ринку цінних паперів, що базується на функціях, які ця інфраструктура виконує, відзначивши при цьому, що цей поділ є доволі умовним, адже інколи посередники можуть виконувати одночасно декілька функцій [16]. Мацкайлова поділяє інфраструктуру ринку цінних паперів на внутрішню, яка забезпечує безпосереднє укладання угод та виконання функцій фондового ринку та зовнішню, що покликана забезпечувати виконання внутрішньою своїх функцій [13, с. 68]. Внутрішня інфраструктура містить такі складники [13, с. 68, 84]: торговельно-організаційна або інфраструктура фінансового посередництва, інформаційна, обліково-клірингова та регулятивна. Зовнішня інфраструктура складається з [13, с. 68]: технічної, страхової та інноваційної. Кожен складник інфраструктури ринку цінних паперів виконує притаманну йому функцію, поєднання яких створює розгалужену мережу його інформаційних взаємозв'язків. Кожен інститут охоплює відповідні інституції, що забезпечують виконання певних функцій. Так, на думку Ю. М. Коваленко основними інституціями, що формують інституційне середовище фінансового сектора економіки є такі [12, с. 95]:

- Права – вона визначає правові взаємовідносини між учасниками ринку цінних паперів (включно з інституцією права власності).
- Фінансового ринку – вона регламентує порядок взаємодії, який виникає між учасниками ринку у процесі купівлі-продажу фінансових активів.
- Податків – вона опосередковує відносини між інститутами ринку цінних паперів та державною щодо фіскальних питань.
- Суспільного вибору – вона регулює процес прийняття суспільно-політичних та макроекономічних рішень на основі принципів демократії.
- Освіти – вона покликана поглиблювати знання про ринок та створювати антикризові інновації.
- Зовнішньоекономічних відносин – вона визначає порядок взаємодії національних та світових фінансових інститутів в межах єдиного міжнародного ринку цінних паперів.

Погоджуючись з тим, що перелічені інституції є найважливішими, вважаємо 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.

Ми вважаємо, 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 нашу думку, ще одна інституція, яка, характерна лише для найрозвинутіших ринків цінних паперів, яка тісно пов'язана з інституцією права і яку ми називаємо інституцією регулятивно-

го 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 найрозвиненіших країнах вдалось “вмонтувати” таку внутрішню інституцію у структуру ринків цінних паперів. Інші ж країни не спромоглись цього зробити, а тому не використовують, на нашу думку, в повній мірі блага ринкової економіки.

Висновки. Існує безмежна кількість інституцій. Фактично, усе що лежить в основі економічних та соціальних дій у суспільстві є інституцією. Адже змістом будь-якої інституції є інформація, яку вона несе: про норми, правила, писані та неписані. Інституції становлять зміст інституційного середовища та здатні активно впливати на людську діяльність, економічну, зокрема. Насправді, доволі складно математично поррахувати вплив, наприклад, інституції корупції чи свободи на ті чи інші економічні процеси.

Інституції проявляють себе у вигляді інститутів певного ринку. Вони є атомами ринкового механізму цього ринку. Вони є певним обмеженням, рамкою в межах якого діють усі економічні суб'єкти деякого ринку.

На ринку цінних паперів, на нашу думку, інституції проявляють себе перш за все через інфраструктуру ринку цінних паперів. Саме вони спрямовують розвиток та є мотиваційними передумовами для прийняття інвестиційних рішень економічними суб'єктами цього ринку.

Список використаної літератури

1. 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.
2. Чубарь О. Г. Інститути та інституціональне середовище : теоретичні узагальнення засад економічного розвитку / О. Г. Чубарь // Науковий вісник Ужгородського університету. Економіка. – 2013. – Вип. 40, ч. 3. – С. 98–104.
3. Иншаков О. В. Лингвистика институциональной экономики / О. В. Иншаков, Д. П. Фролов. – Волгоград : Изд-во ВолГУ, 2010. – 280 с.
4. Иншаков О. В. Институция – ключ до розуміння економічних інститутів / О. В. Иншаков, Д. П. Фролов // Економічна теорія. – 2011. – № 1. – С. 52–62.
5. Веблен Т. Теория праздного класса / Т. Веблен ; предисл. С. Г. Сорокина (пер. с англ.). – М. : Прогресс, 1984. – 367 с.
6. Commons J. R. Institutional economics / J. R. Commons // American Economic Review. – 1931. – Vol. 21. – P. 648–657.
7. Норт Д. Институції, інституційна зміна та функціонування економіки / Д. Норт ; пер. з англ. І. Дзьоб – К. : Основи, 2000. – 168 с.
8. Норт Д. Институциональные изменения : рамки анализа / Д. Норт // Вопросы экономики. – 1997. – № 3. – С. 6–17.
9. Белоусов В. М. Откуда есть пошёл русский институционализм? / В. М. Белоусов // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2005. – Т. 3, № 1. – 182 с.
10. Oliver E. Williamson. The new institutional economics : taking stock, looking ahead / Oliver E. Williamson // Journal of Economic Literature. – 2000. – Volume 38, Number 1. – pp. 595–613.
11. Гайдай Т. В. Категоріальна визначеність поняття інституції / Т. В. Гайдай // Вісник Київського національного університету ім. Т. Шевченка. Економіка. – 2005. – № 7/8. – С. 15–19.
12. Коваленко Ю. М. Сутність інституційного середовища фінансового сектора економіки / Ю. М. Коваленко // Економічний вісник Донбасу. – 2011. – № 1 (23). – С. 92–97.
13. 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. 63–65.

14. Coase R. H. The problem of social cost / R. H. Coase // *Journal of Law and Economics*. – 1960. – Vol. 3. – P. 1–44.
15. 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.
16. 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.

References

1. Bazylevych, V. D., Leonenko, P. M., Hrazhevs'ka, N. I., Hayday, T. V. (2005) *Istoriya ekonomichnykh uchen: u 2 ch.; za red. V. D. Bazylevycha. 2-he vyd., vypr. Kyiv: Znannya, 567 s.*
2. Chubar', O. H. (2013) *Instytuty ta instytutsional'ne seredovyshche : teoretychni uzahal'nennya zasad ekonomichnoho rozvytku. Naukovyy visnyk Uzhhorods'koho universytetu. Ekonomika, 40 (3), s. 98–104.*
3. Inshakov, O. V., Frolov, D. P. (2010) *Lingvistika institutsional'noy ekonomiki. Volgograd: Izd-vo VolHU, 280 s.*
4. Inshakov, O. V., Frolov, D. P. (2011) *Instytutsiya – klyuch do rozuminnya ekonomichnykh instytutiv. Ekonomichna teoriya, (1), s. 52–62.*
5. Veblen, T. (1984) *Teoriya prazdnogo klassa. Moscow: Progress, 367 s.*
6. Commons, J. R. (1931) *Institutional economics. American Economic Review, (21), pp. 648–657.*
7. Nort, D. (2000) *Instytutsiyi, instytutsiyina zmina ta funktsionuvannya ekonomiky. Kyiv: Osnovy, 168 s.*
8. Nort, D. (1997) *Institutsional'nye izmeneniya: ramki analiza. Voprosy ekonomiki, (3), s. 6–17.*
9. Belousov, V. M. (2005) *Otkuda est' poshol russkij institutsionalizm? Ekonomicheskyy vestnik Rostovskogo gosudarstvennogo universiteta, 3 (1), 182 s.*
10. Oliver, E. Williamson (2000) *The new institutional economics : taking stock, looking ahead. Journal of Economic Literature, 38 (1), pp. 595–613.*
11. Hayday, T. V. (2005) *Katehorial'na vyznachenist' ponyattya instytutsiyi. Visnyk Kyivsk'koho natsional'noho universytetu im. T. Shevchenka. Ekonomika, (7/8), s. 15–19.*
12. Kovalenko, Yu. M. (2011) *Sutnist' instytutsiynoho seredovyshcha finansovoho sektora ekonomiky. Ekonomichnyy visnyk Donbasu, 1 (23), s. 92–97.*
13. Zhupanenko, V. (2010) *Suchasne traktuvannya infrastruktury fondovoho rynku. Rynok tsinnykh paperiv Ukrayiny. Visnyk Derzhavnoyi komisiyi z tsinnykh paperiv ta fondovoho rynku, (3–4), s. 63–65.*
14. Coase, R. H. (1960) *The problem of social cost. Journal of Law and Economics, (3), p. 1–44.*
15. Yepifanov, A. O., Korobka, R. V. (2012) *Infrastruktura fondovoho rynku yak instytutsializovana forma transaktsiyi. Visnyk Ukrayins'koyi akademiyi bankivs'koyi spravy, 2 (33), s. 3–7.*
16. Lapishko, Z. Ya. (2008) *Formuvannya infrastruktury rehional'noho rynku tsinnykh paperiv: avtoref. dys. na zdobuttya nauk. stupenya kand. ekon. nauk: spets. 08.00.08 “Hroshi, finansy i kredyt”. L'viv, 28 s.*

P. Ostroverkh, R. Hnatyuk

THEORETICAL ASPECTS OF INSTITUTIONAL ANALYSIS OF SECURITIES MARKET

Background. *Securities market is one of the most important sources of external financing. As on every market, its essence is formed by institutions that manifest themselves through corresponding institutes. Their comprehensive analysis will allow to research particular part of securities market in terms of its relationship with other spheres of national economy.*

The purpose of this article is to form appropriate understanding of institutional environment of securities market.

Materials and methods. *Historical and logical methods as well as comparative method and the method of analysis are methodological basis of this article.*

Results. *There is a big difference between notions of institution and institute. Whereas the former is the very basic atom of every market that governs the rules of the game, the latter is an external manifestation or the cluster of particular institutions. There are four levels of institutional analysis. They underline the essence of securities market by outlining various restrictions that allow the market to work properly. We believe that securities market infrastructure is the one that plays the role of the institutes of this market.*

Conclusion. *There are countless institutions. Each of them plays a particular role in the formation of the market as we know it. Institutions are the transmitters of the market information – they comprise institutional environment of securities market. We strongly believe that they are the ones that spur the investment decision-making. The deeper analysis of institutional environment will bring much better understanding of the market.*

Keywords: *securities market, institutionalism, institution, institute, institutional analysis, securities market infrastructure.*