

Ольга В. Копилова¹, Віра В. Барішнікова²

АКТУАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ГЛОБАЛІЗАЦІЇ ФОНДОВИХ РИНКІВ З ПОЗИЦІЇ ІНСТИТУЦІОНАЛІЗМУ

Проведено дослідження проблем глобалізації фондових ринків з використанням теоретичних підходів та інструментарію інституціоналізму. Виявлено наступні проблеми: необмежений обсяг фондової інформації що ускладнює процес прийняття рішень; можливості включення локальних фондових інститутів до глобальних трейдингових мереж; вплив трансакційних витрат на волатильність ринкових цін на фінансові інструменти; обмеженість доступу малого та середнього бізнесу до глобальних фондових ринків. Доведено, що інструментарій інституціоналізму та мережевий підхід дозволяють сформувати більш реалістичну архітектуру глобального фондового ринку, визначити та комплексно проаналізувати взаємозв'язки між елементами традиційної інфраструктури.

Ключові слова: глобалізація, фондовий ринок, інституціоналізм, трейдингові мережі, фінансовий простір.

Рис. 1. Літ. 17.

DOI: 10.32752/1993-6788-2021-1-243-244-6-17

Ольга В. Копылова, Вера В. Барышникова

АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ ГЛОБАЛИЗАЦИИ ФОНДОВЫХ РЫНКОВ С ПОЗИЦИИ ИНСТИТУЦИОНАЛИЗМА

Проведено исследование проблем глобализации фондовых рынков с использованием теоретических подходов и инструментария институционализма. Выявлены следующие проблемы: неограниченный объем фондовой информации который затрудняет процесс принятия решений; возможности включения локальных фондовых институтов в глобальные трейдинговые сети; влияние трансакционных издержек на волатильность рыночных цен на финансовые инструменты; ограниченность доступа малого и среднего бизнеса к глобальным фондовым рынкам. Доказано, что инструментарий институционализма и сетевой подход позволяют сформировать более реалистичную архитектуру глобального фондового рынка, определить и комплексно проанализировать взаимосвязи между элементами традиционной инфраструктуры.

Ключевые слова: глобализация, фондовый рынок, институционализм, трейдинговые сети, финансовое пространство.

Olha V. Kopylova, Vira V. Baryshnikova

ACTUAL PROBLEMS OF STOCK MARKET GLOBALIZATION FROM THE POSITION OF INSTITUTIONALISM

The problems of stock markets globalization using theoretical approaches and institutionalism tools have been investigated. The following problems have been identified: unlimited volume of stock information, which complicates the decision-making process; the possibility of including local stock institutions in global trading networks; the impact of transaction costs on the volatility of market prices for financial instruments; limited access of small and medium-sized businesses to global stock markets. It has been proved that the institutionalism tools and the network approach make it

¹ Odessa National Maritime University. Odessa. Ukraine.

² Odessa National Maritime University. Odessa. Ukraine.

possible to form a more realistic architecture of the global stock market, to define and comprehensively analyze the relationship between elements of the traditional infrastructure.

Keywords: globalization, stock market, institutionalism, trading networks, financial space.

Peer-reviewed, approved and placed: 18.09.2021.

Постановка проблеми. Останнім часом фінансові ринки стали більшими, потужнішими, більш взаємопов'язаними та взаємореагуючими. Аналізуючи глобалізацію фінансів, багато дослідників зображують фінанси як невіддільну силу неоліберального творчого руйнування, якій компанії, працівники, уряди та громадяни повинні навчитися підкорятися та поважати [1]. Відповідно до цього національні фінансові капітали підіймаються на глобальний рівень та починають виконувати функцію каталізатора глобальних зрушень у міжнародних фінансово-економічних відносинах та трансформації відповідних інституцій. Однак, останнім часом на багатьох фінансових ринках з'явилися ознаки асинхронної поведінки і на перший план вийшла нова проблема можливої дезінтеграції, особливо між фінансовими інституціями. Даний процес може бути пояснений очевидними розходженнями в економічних і фінансових показниках між різними регіонами світової економіки. У контексті цих протилежних детермінант розвитку і виникає проблема формування теоретичного підґрунтя з метою визначення важелів впливу та каналів контролю.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Проблематика глобалізації фондових ринків з позицій інституціоналізму цікавить як закордонних, так і українських дослідників: Т. Фрадман [1], Р. Кампбел [4], Дж. Тобін [8], Дж. Стігліц [9], В. Суторміна [14], О.Золотарьова [15], Н. Г. Менк'ю [5], Д.Норт [6] та ін.

Мета дослідження. Виявити головні проблеми та прояви глобалізації фондових ринків в сучасних умовах. Сформувані теоретичне підґрунтя для подальших досліджень з позицій інституціоналізму.

Основні результати дослідження. У традиційній економічній літературі існує достатня кількість визначень сутності фондового ринку чи ринку цінних паперів. Ще К. Маркс вважав, що це – сфера функціонування фіктивного капіталу, представленого у виді титулів власності [2]. Сутністю класичного поняття ринку цінних паперів є те, що цей ринок дійсно являє собою систему економічних відносин з приводу обміну, в центрі якого знаходиться товар – цінні папери, що є дублікатом прав на різного роду ресурси, перш за все позиченої вартості.

Більш сучасне пояснення об'єднує учасників фондового ринку та правовідносини між ними щодо розміщення, обігу та обліку цінних паперів. Але сприйняття фондового ринку в умовах бурхливого розвитку інформаційних технологій і під впливом інституціоналістів значно модифікується і стає багатограним. Неможливо уявити сьогоденне суспільство без незримих мереж глобального характеру, що повністю пронизують його [3].

Немарксистська традиція в економічній теорії часто характеризує цінні папери і фондовий ринок як технічні інститути, що виконують функції перерозподілу вільних грошових коштів, опосередкування руху і оцінки прав

власності, перерозподілу ризику, інформації між учасниками ділового обороту і т.п. Виходячи з визначення К. Р. Макконнелла і С. Л. Брю, що ринок це «інститут або механізм, що зводить разом покупців (пред'явників попиту) і продавців (постачальників) окремих товарів і послуг» — це визначення буде вірним і для фондового ринку в відношенні товару «цінні папери» [4].

Таким чином Н. Г. Менк'ю визначає: «Фінансові ринки — це сукупність фінансових установ, що дозволяють особі, що бажає робити заощадження, надати свої ресурси безпосередньому позичальнику на ринку облігацій і ринку акцій» [5].

Технічне уявлення інститутів капіталу, ринку, цінних паперів було піддано серйозній критиці з позицій історичної школи і інституціоналізму. Аналіз економічної реальності, включаючи її фінансову складову, будується на моделі «колективістської поведінки», яка не має повного пояснення в «природній поведінці» окремо взятого індивідуума, ґрунтується на очікуваннях, звичаях, правилах, колективних стереотипах, інстинктах і інститутах, що виходять за рамки раціонального поведінки «економічної людини» в неокласичній моделі.

Дослідження, проведені в рамках історичної школи і інституціоналізму, свідчать, що сутнісні підходи до дослідження капіталу, цінних паперів, визначення глибинних чинників, що впливають на їх рух, мають виходити за рамки характеристики їх з позицій виробничих відносин, які вони висловлюють. Таким чином під ринком цінних паперів розуміється система інститутів, з яких він складається: суб'єкти обміну, посередники, інституційно організовані ринки і ринкова інфраструктура, механізм взаємодії між ними (технології ринку) і, нарешті, сам товар — цінні папери.

З точки зору інституціоналістів інститути, поряд зі стандартними обмеженнями, описаними економічною теорією, формують можливості, якими володіють члени суспільства. Організації створюються для того, щоб використовувати ці можливості, і в міру свого розвитку організації змінюють інститути.

Результативний напрямок інституційних змін формується, по-перше, «ефектом блокування», що виникає внаслідок симбіозу (зрощування) інститутів і організацій на основі структури спонукальних мотивів, створюваних цими інститутами, і, по-друге, зворотним впливом змін в наборі можливостей на сприйняття і реакцію з боку індивідів [6].

Згідно з трирівневою схемою дослідження О. Вільямсона ринок цінних паперів знаходить в ній безпосереднє відображення: правила даного ринку відносяться до інституційного середовища; конструкції і комбінації гравців, що утворюють систему фінансового посередництва, що відчутно допомагають іншим гравцям і один одному, становлять блок інституційних угод; безліч окремих гравців — інвесторів-бенефіціарів, позичальників та інших — складають групу індивідуумів.

В сучасному інформаційному суспільстві глобалізація фондових ринків призводить до наступних проблем:

— доступна інформація може виявитися недостатньою для прийняття рішення;

— доступний обсяг інформації, навпаки, може виявитися занадто великим, в такому випадку аналіз всіх наявних даних або неможливий, або занадто великі витрати;

— доступ до інформації має обмежене коло осіб, який може скористатися своїм привілеєм.

Відповідно, рішення приймаються в ситуації невизначеності і ризику невірного вибору. Інституціоналісти ставлять ефективність ринку в залежність від того, наскільки добре працюють інститути цього ринку, показником чого є рівень транзакційних витрат.

Важливо, що максимізація корисності для інституціоналістів не є основною метою. Крім ринкового інтересу на ринку виникає інтерес інституційний, який можна трактувати як спрямованість дій економічних агентів на створення структури інститутів, які регламентують норми і правила поведінки на інвестиційному ринку. При цьому мета учасників (економічних агентів) інвестиційних відносин — уникати невизначеності, сприяючи створенню такого інституційного середовища, яке закріплює певну поведінку на ринку, знижуючи тим самим ризики інвестиційних втрат. Інституційне середовище — це набір інститутів і створювані ними системоутворюючі правила гри, які містять в собі базис довірчих відносин між агентами, що організують інвестиційний процес [7].

Таким чином, можна стверджувати, що для дослідження трансформаційних процесів на ринку цінних паперів необхідно звернути увагу на зрощування інститутів і організацій задля формування адекватного інституційного середовища.

Окремо слід виділити існування проблеми впливу транзакційних витрат на волатильність ринкових цін на фінансові інструменти. Теоретична література дає мало вказівок щодо взаємозв'язку між транзакційними витратами і волатильністю цін на фінансові інструменти. Деякі економісти, такі як Дж. Тобін [8], Дж. Стігліц [9], Л. Саммерс і В. Саммерс [10], Б. Ей-ченгрін, Дж. Тобін і Ч. Вайплосс [11] припустили, що більш високі транзакційні витрати перешкоджають дестабілізуючій поведінці короткострокових інвесторів, будучи менш дорогими для стабілізуючих довгострокових інвесторів. Більш високі торгівельні витрати можуть надати пільги операціям що базуються на основі довгострокових економічних принципів. Протилежну точку зору сформулював М. Фрідман [1], який стверджував, що спекулятивна поведінка, як правило, стабілізує ціни незалежно від часового горизонту.

Питання про взаємозв'язок між транзакційними витратами і фінансовою нестабільністю має розглядатись, по шонайменше, в трьох аспектах.

По-перше, нормативний, організаційний та науково-технічний прогрес значно знизив транзакційні витрати. Фінансова лібералізація ринку в 1980-х роках знизила рівень торгівельних комісій, а електронна торгівля в 1990-х роках додатково зменшувала витрати біржової торгівлі. У той же час, індивідуальна волатильність акцій зросла в США.

По-друге, транзакційні витрати впливають на мікроструктуру організації ринку. Введення невеликих цінових меж (тіків) в США з кроком ціни 1/16

долара замість 1/8, призвело до зниження операційних витрат для більшості інвесторів. Введення десяткового котирування в 2001 році додатково знизило рівень трансакційних витрат для невеликих трейдерів на NYSE і Nasdaq. Залишається питання, чи означає що регуляторна вигода від трансакційних витрат досягається за рахунок більш високої волатильності цін на акції або ми отримуємо одночасно більш стабільні ціни.

По-третє, трансакційні витрати іноді включають в себе компонент податку. Хоча податки на операції з цінними паперами, як правило, зменшувалися в 1990-х роках, вони залишаються, проте, важливими в деяких країнах, таких як Велика Британія. Більш того, деякі групи руху проти глобалізації підвищили податки на трансакції з глобальними цінними паперами. Політичні дебати про стабільність фінансового ринку більше розвиваються навколо переконань, а не обґрунтованих доказів. У процесі значних статистичних досліджень вчені дійшли висновку, що вплив трансакційних витрат на волатильність є позитивним і значущим, статистично і економічно [12].

Рішення проблеми трансакційних витрат за допомогою інновацій запропонував Д. Норт. До інновацій, що знижують трансакційні витрати, традиційно відносять: організаційні інновації, інструменти, особливі процедури укладання угод і механізми контролю за дотриманням угод.

Однак існує парадокс: деякі інститути — наприклад, правила, які обмежують вступ нових конкурентів в галузь, вимагають додаткових перевірок, збільшують інформаційні витрати або знижують надійність прав власності — підвищують трансакційні витрати.

Такі правила створюються членами спільноти і відображають співвідношення сил на політичному ринку між економічними партнерами, профспілками і т.д. Оскільки політичний ринок є недосконалим, в інституційній системі завжди гібридні інститути, які знижують трансакційні витрати, і інститути, які підвищують їх. Таким чином, інституційні інновації та трансформації можуть знаходити пояснення за допомогою звернення до моделі самоорганізації.

Глобалізаційні зрушення у фінансовому просторі призводять до виникнення інститутів фондового ринку нового рівня та нового типу зв'язків — трейдингових мереж, що зумовлюють побудову глобальної архітектури.

Попри те, що глобальні фінансові кризи все частіше випробовують фінансові інституції на міцність, спостерігається прискорення темпів еволюції та адаптації до нових умов фондових торговельних майданчиків. Таким чином можна вважати, що кожна фінансова криза, будь-який прояв макрофінансової нестабільності за сутністю є випробуванням інститутів ринку цінних паперів та новим поштовхом до їх саморозвитку.

Основна функція інститутів фондового ринку полягає в тому, щоб інтегрувати учасників ринку, повідомляти йому напрямок і стійкість протягом усієї його історії: «Базові інститути, глибинні, історично стійкі постійно відтворюються соціальні відносини ... історичні інваріанти, які дозволяють суспільству виживати і розвиватися, зберігаючи свою самодостатність і

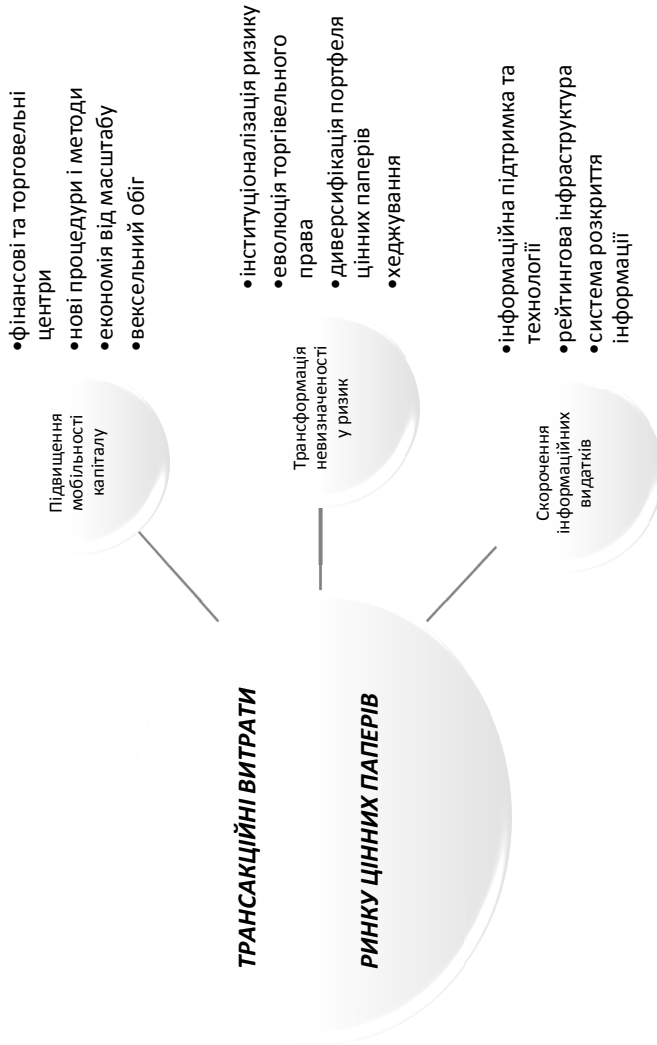


Рис. 1. Інновації, що впливають на трансакційні витрати ринку цінних паперів, авторська розробка

цілісність в ході історичної еволюції, незалежно від волі і бажання конкретних соціальних суб'єктів» [13].

В межах положення щодо постійної еволюції інститутів інфраструктури фондового ринку та їх перетворення у наднаціональні утворення, необхідно визначити головні чинники їх трансформації.

Визначальним фундаментальним чинником вибору напряму еволюції вважаємо існуючу модель корпоративної власності:

- в умовах концентрованої власності відбувається послаблення ролі та значення інфраструктурних інститутів, що виконують свої функції епізодично чи неефективно. Спостерігається в постсоціалістичних країнах, асоціюється з псевдо-континентальною моделлю фінансового ринку,

- в умовах змішаної полярної власності (концентрація контрольного пакета акціонерного капіталу у невеликій кількості акціонерів, а неконтрольний пакет — розпорошений серед великої кількості міноритарних акціонерів) спостерігається формування впливових та мультифункціональних інститутів. Є характерним для країн, що традиційно відносять до континентальної моделі;

- в умовах «розпорошеної» власності відбувається формування найпотужніших інститутів фондового ринку. Це пояснюється різноманіттям інструментів, високою ліквідністю та залученням найширших верств інвесторів. Є властивим для англо-саксонської моделі, є найбільш схильним до прискореної еволюції у напрямку формування наднаціональних інститутів — трейдингових мереж.

Важливим чинником, що визначає еволюцію інститутів інфраструктури фондового ринку є дезінтермедіація — процес, за якого суб'єкти ринку не використовують традиційні послуги фінансових посередників, передусім банків, які надаються за допомогою нестандартизованих (індивідуалізованих) фінансових інструментів (на основі кредитного, депозитного договору), а звертаються до ринку цінних паперів та його професійних учасників [14].

Універсалізація діяльності фінансових посередників характеризується розширенням переліку та видів послуг, що надаються професійними учасниками, у тому числі й банками, на фінансовому ринку. Зростають масштаби глобального технічного переоснащення фінансових ринків, що сприяє встановленню безпосередніх зв'язків між постачальниками та утримувачами фінансових ресурсів незалежно від їх географічного розташування. Технологізація та комп'ютеризація призводять до згортання «паркетної» торгівлі і створення нових електронних торговельних систем. Це змінює інституціональне середовище — традиційні форми торгівлі фінансовими інструментами; сприяє зниженню вартості послуг і збільшенню кількості суб'єктів фінансового ринку.

Згідно Директиви MiFID, дезінтермедіація (disintermediation) — зниження ролі банків і фінансових інститутів у якості посередників на фінансовому ринку і, як наслідок, відтік фінансових ресурсів з банківської системи; дезінтермедіація може відбуватись в результаті відмови фірм від посередництва банків на ринках позикових капіталів на користь прямого

випуску цінних паперів, а також в результаті відмови існуючих і потенційних клієнтів від банківських вкладів на користь альтернативних фінансових інструментів, які генеруються фінансовими ринками, зокрема, фондовими.

Фінансова дезінтермедіація в сучасних умовах проявляється наступним чином:

1) банківські бізнес-моделі, розвиваючись, все більше переходили до об'єктно-орієнтованого фінансування на оптових ринках, що передбачає розвиток складно-структурованих інноваційних похідних фінансових інструментів, на шкоду традиційним видам банківської діяльності — прийому депозитів і кредитних операцій. Це призвело до різкого зростання левериджу і ризику контрагента.

2) нові банківські правила (Базель III) досить негативно позначаються на можливості банків забезпечувати довгострокове фінансування;

3) дезінтермедіації і зростання ринків капіталу призвели до зрушення в структурі всього фінансового сектора. Головними постачальниками довгострокового капіталу стають такі інституційні інвестори як пенсійні фонди, страхові компанії, пайові інвестиційні фонди, а останнім часом, суверенні фонди добробуту. Незважаючи на те, що дезінтермедіація найбільш інтенсивно протікає в розвинених країнах, процес перебудови ролі банків і ринків капіталу в фінансових системах є загальносвітовою тенденцією. Вона серйозно зачепила і країни з ринками, що формуються, які, як правило, є банкоорієнтованими [15].

Фінансова дезінтермедіація створює ризики і невизначеність щодо фінансової стійкості. Транскордонні банківські потоки були історично дуже легким джерелом зовнішнього фінансування, сильно пов'язаними з глобальними фінансовими умовами. Вплив жорстких глобальних фінансових умов на власників облігацій і позичальників з часом стає більш непередбачуваним, а такі фактори, як м'яка грошово-кредитна політика в країнах з розвинутою економікою, можуть бути лише тимчасовими. Наслідки фінансової стійкості можливого процесу міжнародної фінансової дезінтермедіації будуть залежати від таких аспектів, як профіль ризиків інвесторів, інвестиційний горизонт, або леверидж.

Варто відзначити, що для деяких нефінансових корпорацій, глобальні ринки капіталу можуть бути недосконалим заміном фінансування через транскордонні банки. Доступ до глобальних ринків капіталу часто є більш обмеженим для малого і середнього бізнесу. Існує мало свідчень про позитивну динаміку розширення доступу малого та середнього бізнесу до міжнародних фінансових ринків в результаті дезінтермедіації, а їх здатність залучати капітал в більшому масштабі має бути перевірена.

В результаті відбувається одночасно протилежні за сутністю процеси: зменшення ролі посередницьких інститутів фондового ринку (банків та небанківських установ), зростання електронних систем торгівлі та обсягів підключених до них роздрібних інвесторів. З іншої сторони, відбувається утворення глобальних та трансконтинентальних фондових бірж, злиття фондових, товарних бірж та ринків деривативів, тобто процеси концентрації інститутів — посередників.

Це можна пояснити необхідністю перерозподілу ризиків на ринку цінних паперів та за допомогою мережевого підходу до аналізу інфраструктури ринку цінних паперів.

Сучасні регуляторні реформи і розвиток інформаційно-комунікаційних технологій значно збільшили конкуренцію між різними типами інститутів, що спеціалізуються на торгівлі фінансовими інструментами. Внаслідок спостерігається двовимірна фрагментація інституційного середовища.

По-перше, відбувається значна фрагментація торгівлі між фондовими біржами і позабіржовими майданчиками (альтернативні торговельні системи (ATSS) і багатосторонні торговельні об'єкти (MTFs).

По-друге, поглиблюється фрагментація між прихованою (що публічно не відображається) торгівлею та відкритою (що публічно відображається) торгівлею. Позабіржова торгівля і прихована торгівля часто розглядаються як спосіб для інвесторів знизити вплив на ринок, що може статися, якщо вони розміщують великі замовлення на фондовій біржі. Але фрагментація не суттєво впливає на розподілення торгівлі акціями великих і малих компаній. Крім того, розподілення торгівлі акціями великих і малих компаній досить схоже в країнах з фрагментованими торговими майданчиками і країнами з концентрованим інституційним середовищем. В результаті головним критерієм вибору стає можливість доступу з боку інвесторів до попередньої інформації (на організованих ринках) чи «гра в темну» (на неорганізованому ринку).

Залишається питання впливу рівня концентрації інституційного середовища фондового ринку на його волатильність. Теоретично, більш висока концентрація може або збільшити або зменшити ймовірність виходу фірми з ринку в результаті кризи. Однак, існує думка, що криза на ринку буде більш глибокою саме на концентрованих ринках [16].

Таким чином, навіть якщо концентрація зменшує стимули фірм до ризику і, таким чином, потенціал зростання волатильності, публічний контроль буде як і раніше виправданий необхідністю збалансування інституційного середовища. Концентрація інститутів не завжди повторює загальну висхідну тенденцію: концентрація збільшилася на деяких ринках і зменшилась на інших.

В результаті ринки стають все більш взаємозалежними: невеликий набір об'єднаних фінансових інститутів стає все більш домінуючим на різних ринках як в політичному, так і в географічному напрямку. Ризик або наслідки фінансової нестабільності залежать не тільки від рівня концентрації інституціонального середовища, але і від того, чи можуть учасники ринку швидко здійснити перехід у більш стабільний сегмент ринку.

Висновки. За результатами проведеного дослідження глобалізації фондових ринків з позицій інституціоналістів було виявлено та досліджено наступні проблеми:

- необмежений обсяг фондової інформації що ускладнює процес прийняття рішень;
- можливості включення локальних фондових інститутів до глобальних трейдингових мереж;

— вплив трансакційних витрат на волатильність ринкових цін на фінансові інструменти; обмеженість доступу малого та середнього бізнесу до глобальних фондових ринків.

Визначено, що сприйняття фондового ринку в умовах бурхливого розвитку інформаційних технологій і під впливом інституціоналістів також значно модифікується і стає багатогранним. Зараз вже неможливо уявити сучасне суспільство без незримих мереж глобального характеру що повністю пронизують його. Як будь-який економічний процес, фінансова глобалізація поряд з речовим втіленням — масштабним міждержавним та трансконтинентальним переміщенням грошових, інвестиційних та кредитних ресурсів — має і суспільну форму, якою є глобальний фінансовий простір.

З одного боку, він надає глобалізації у фінансовій сфері цілісності, системності та впорядкованості, а з другого, в силу його регіональної та функціональної асиметричності, характеризується нерівномірністю розвитку його окремих підсистем. Нерівномірність такого розвитку також визначається більш матеріальним підґрунтям — асиметричним розвитком елементів інфраструктури фондового ринку та їх фрагментарною інтеграцією [17].

Інструментарій інституціоналізму та мережевий підхід дозволяють сформувати більш реалістичну архітектуру глобального фондового ринку, визначити та комплексно проаналізувати взаємозв'язки між елементами традиційної інфраструктури, прогнозувати трансакційні витрати та їх вплив на поведінку фінансових інструментів.

1. Friedman T. L. The World is Flat: A Brief History of the Twenty-first Century. New York, NY: Farrar, Straus, and Giroux, 2005. 480 p.

2. Маркс К. Капитал. Том 3. Часть вторая. М.: Издательство политической литературы, 1978. 1012 с.

3. Копилова О. В. Сучасні теоретичні підходи до визначення трейдингових мереж фондового ринку. Економічний аналіз. Тернопіль. 2016. Том 25. № 1. С. 138-143.

4. Campbell R., McConnell C. R., Brue S. L., Flynn S. M. Economics: Principles, Problems, and Policies. McGraw-Hill/Irwin, 2011. 18th ed. 917 p.

5. Мэнкью Н. Г. Принципы экономикс. СПб.: Питер Ком, 1999. 784 с.

6. North D. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. 190 p.

7. Кулюшин Е.Н. Влияние существующей институциональной среды на инвестиционные отношения как фактор роста экономического потенциала государства. Экономические науки. 2010. № 8. С. 42-45.

8. Tobin J. E. On the efficiency of the financial system. Lloyds Bank Review. 1984. № 153 (July). P. 1-15

9. Stiglitz J. E. Using tax policy to curb speculative short-term trading. Journal of Financial Service Research. 1989. № 3 (2-3). P. 101-115.

10. Summers L. H., Summers V. P. When financial markets work too well: A cautious case for a security transaction tax. Journal of Financial Service Research. 1989. № 3(2-3). P. 261-286.

11. Eichengreen B., Tobin J., Wyplosz Ch. Two cases for sand in the wheels of international finance. Economic Journal. 1995. № 105. P. 162-172

12. Hau H. The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse. URL: http://faculty.insead.edu/hau/Research/JEEA_forthcoming.pdf

13. Кирдина С.Г. Институциональные матрицы и развитие России. М.: Нестор-История, 2014. 468 с.
 14. Суторміна В. М., Дегтярьова Н. В. Фінансовий ринок: навч.-метод. посіб. для самост. вивч. Дисципліни. М-во освіти і науки України; Держ. вищ. навч. заклад «Київський нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана». Вид. 2-ге. К.: КНЕУ, 2008. 172 с.
 15. Золотарева О.А., Минченко А.А. Инвестиционный банк первого уровня как механизм формирования рынка капитала. Развитие финансовой системы країн Центральної та Східної Європи : зб. наук. пр. / редкол.; відп. ред.: д-р екон. наук О. Другов, д-р П. Була; Львівський інститут банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (Україна); Краківський економічний університет (Республіка Польща). Львів, 2015. Вип. 5. С. 71-81.
 16. Cetorelli N., Hirtle B., Morgan D., Peristiani S., Santos J. Trends in Financial Market Concentration and Their Implications for Market Stability. FRBNY Economic Policy Review. March. 2007. P. 33-51
 17. Копилова О.В. Трейдингові мережі фондового ринку та сучасні виклики глобалізації. Управління економічними процесами на макро- і мікрорівні: проблеми та перспективи вирішення: матеріали IV Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції молодих учених, 29-30 квітня 2020 р. Львів: Видавництво Львівської політехніки, 2020. С. 169-170. URL: https://www.conf.inem.lviv.ua/wpcontent/uploads/2020/05/Conf_NTSA_INEM_2020.pdf
-
1. Friedman T. L. The World is Flat: A Brief History of the Twenty-first Century. New York, NY: Farrar, Straus, and Giroux, 2005. 480 p.
 2. Marks K. Капитал. Том 3. Част вторая. М.: Издательство политической литературы, 1978. 1012 с [in Russian].
 3. Копилова О. В. Сучасні теоретичні підходи до визначення трейдингових мереж фондового ринку. Економічний аналіз. Тернопіль. 2016. Том 25. № 1. С. 138-143 [in Ukrainian].
 4. Campbell R., McConnell C. R., Brue S. L., Flynn S. M. Economics: Principles, Problems, and Policies. McGraw-Hill/Irwin, 2011. 18th ed. 917 p.
 5. Менкину Н. Н. Проблемы экономики. СПб.: Питер Ком, 1999. 784 с [in Russian].
 6. North D. Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. 190 p.
 7. Кулишын Е.Н. Влияние сущностных особенностей институциональной среды на инвестиционные отношения как фактор роста экономического потенциала государства. Экономические науки. 2010. № 8. С. 42-45 [in Russian].
 8. Tobin J. E. On the efficiency of the financial system. Lloyds Bank Review. 1984. № 153 (July). P. 1-15
 9. Stiglitz J. E. Using tax policy to curb speculative short-term trading. Journal of Financial Service Research. 1989. — № 3 (2-3). P. 101-115.
 10. Summers L. H., Summers V. P. When financial markets work too well: A cautious case for a security transaction tax. Journal of Financial Service Research. 1989. № 3(2-3). P. 261-286.
 11. Eichengreen B., Tobin J., Wyplosz Ch. Two cases for sand in the wheels of international finance. Economic Journal. 1995. № 105. P. 162-172
 12. Hau H. The Role of Transaction Costs for Financial Volatility: Evidence from the Paris Bourse. URL: http://faculty.insead.edu/hau/Research/JEEA_forthcoming.pdf
 13. Кирдина С.Г. Институциональные матрицы и развитие России. М.: Нестор-История, 2014. 468 с [in Russian].
 14. Суторміна В. М., Дегтярьова Н. В. Фінансовий ринок: навч.-метод. посіб. для самост. вивч. Дисципліни. М-во освіти і науки України; Держ. вищ. навч. заклад "Київський нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана". Вид. 2-ге. К.: КНЕУ, 2008. 172 с [in Ukrainian].
 15. Золотарева О.А., Мынченко А.А. Инвестиционный банк первого уровня как механизм формирования рынка капитала. Развитие финансовой системы країн Центральної та Східної Європи : зб. наук. пр. / редкол.; відп. ред.: д-р екон. наук О. Другов, д-р П. Була; Львівський інститут банківської справи Університету банківської справи Національного банку України (Україна); Краківський економічний університет (Республіка Польща). Львів, 2015. Вип. 5. С. 71-81 [in Russian].

16. Cetorelli N., Hirtle B., Morgan D., Peristiani S., Santos J. Trends in Financial Market Concentration and Their Implications for Market Stability. FRBNY Economic Policy Review. March. 2007. P. 33-51

17. Kopylova O.V. Treidynhovi merezhi fondovoho rynku ta suchasni vyklyky hlobalizatsii. Upravlinnia ekonomichnymy protsesamy na makro- i mikrorivni: problemy ta perspektyvy vyrishennia: materialy IV Mizhnarodnoi naukovo-praktychnoi internet-konferentsii molodykh uchenykh, 29-30 kvitnia 2020 r. Lviv: Vydavnytstvo Lvivskoi politekhniki, 2020. S. 169-170. URL: https://www.conf.inem.lviv.ua/wpcontent/uploads/2020/05/Conf_NTSA_INEM_2020.pdf [in Ukrainian].